



1290000735



TCC/UNICAMP C823f

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**



**FATORES DE RISCO E FRAGILIDADE FINANCEIRA, NO MÉXICO E ARGENTINA, A PARTIR DA IMPLANTAÇÃO DO PACTO DE SOLIDARIEDADE ECONÔMICA E DO PLANO DE CONVERSIBILIDADE**

**Monografia apresentada ao  
Instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas**

**ALUNA: LUCIANA APARECIDA DA COSTA  
ORIENTADORA: PROF. Dra. MARIA ALEJANDRA C. MADI  
BANCA: PROF. ALOÍSIO MERCADANTE**

**DEZEMBRO DE 1995**

**TCC/UNICAMP  
C823f  
IE/735**

**CEOC/IE**

## Índice

<i>Introdução</i> .....	03
 <i>Capítulo I : A Abertura Financeira nos Países em Desenvolvimento</i>	
1) <i>Introdução</i> .....	08
2) <i>O Conceito de Fragilidade Financeira em Economias Capitalistas</i> .....	10
3) <i>O Conceito de Liberalização Financeira</i> .....	13
4) <i>Eficiência Produtiva e Custo das Finanças</i> .....	17
A) <i>Risco, Incerteza e Taxa de Juros</i> .....	17
B) <i>A Intermediação</i> .....	19
C) <i>O Risco Bancário</i> .....	20
 <i>Capítulo II : México : Liberalização Econômica, Déficit Comercial e Aumento da Fragilidade Financeira</i>	
1) <i>Introdução</i> .....	22
2) <i>Antecedentes</i> .....	23
3) <i>A Reforma Estrutural de 1987</i> .....	28
4) <i>As Alterações Ocorridas no Sistema Financeiro</i> .....	38
5) <i>A Estrutura Bancária Mexicana</i> .....	41
5.1 <i>Tamanho Relativo da Economia Mexicana</i> .....	42
5.2 <i>O Sistema Financeiro: Tamanho e Profundidade</i> .....	47
5.3 <i>Financiamento</i> .....	52

5.4 Desempenho dos Bancos Comerciais.....	55
6) A Liberalização Financeira e o Distanciamento do Setor Produtivo.....	60
 <i>Capítulo III : Argentina : Afluência de Capital Externo, Dolarização e Instabilidade Cambial</i>	
1) Introdução.....	63
2) Os Antecedentes do Plano de Conversibilidade.....	68
3) O Plano de Conversibilidade.....	70
4) O Plano de Conversibilidade e o Desempenho do Sistema Financeiro..	76
5) O Risco Econômico e a Mobilidade de Capital.....	80
 <i>Considerações Finais.....</i>	 85
<i>Anexos.....</i>	<i>89</i>
<i>Bibliografia.....</i>	<i>90</i>

## **INTRODUÇÃO**

O presente trabalho pretende identificar e analisar como atuam os fatores de risco e fragilidade financeira nos sistemas financeiros argentino e mexicano, a partir da implantação do Pacto de Solidariedade Econômica e do Plano de Conversibilidade. Para tanto, considera-se como fundamental a reversão ocorrida nos fluxos de capitais internacionais, particularmente privados, devido tanto a aspectos macroeconômicos internos daquelas economias, quanto a fatores internacionais.

Entretanto, no período recente, devido à complexidade colocada pelo avançado estado de integração entre os mercados de capitais e de crédito, pelo nível crescente de liquidez na economia mundial e pelo papel especulativo na reprodução da riqueza, uma momentânea possibilidade de acesso a fontes de financiamento externas não implica, necessariamente, na diminuição do risco econômico e da fragilidade financeira, que são inerentes ao capitalismo. Esse aumento de fluxos de capitais, especialmente os de natureza especulativa, por suas características de volatilidade e submissão às alterações nas expectativas dos agentes, significa, inclusive, aumento daqueles fatores, devido a problemas de descasamento de prazos ou da concessão de determinados tipos de créditos que envolvem elevados riscos cambiais, como algumas dívidas contraídas em moeda internacional para aplicação em ativos que não se incluem no comércio internacional, tal como em financiamentos de créditos hipotecários.

Assim, a América Latina insere-se na rota dos fluxos financeiros, mais uma vez, em condições críticas. As perspectivas tendem a se tornar ainda mais graves quando são analisadas as políticas macroeconômicas de estabilização implementadas, no início dos anos noventa, em muitos países latino americanos - em especial México e Argentina. Isto, porque a estabilidade é alcançada em detrimento do crescimento econômico e com elevados custos sociais, culminando, em alguns casos, num processo de desindustrialização.

Dentro destas condições, a rapidez e profundidade das alterações ocorridas nos mercados financeiros do México e Argentina interferem nas possibilidades de condução de suas políticas macroeconômicas e, simultaneamente, são influenciadas por elas. Isto também implica em alterações nas condições de financiamento da economia, nas políticas industriais vigentes, e na forma de se implementar um projeto viável de crescimento sustentado.

Esses países da América Latina passaram por processos de estabilização. Estas novas conjunturas viabilizaram a recuperação destas economias, que experimentaram, em seguida, ciclos de crescimento relativamente breves. Isto implicou em uma reavaliação das expectativas por parte dos agentes, que em se tornando mais otimistas, ampliaram os gastos. Logo, o novo contexto fez aumentar, também, as necessidades de financiamento.

Paralelamente a estas modificações internas, que em alguns casos viabilizaram um aumento nos gastos, o início da década de 90 apresenta peculiaridades no que

tange ao funcionamento do mercado internacional de crédito e de capitais, que se tornou mais líquido <sup>1</sup>. Logo, após uma década de escassez de capital externo, a região é descoberta como um lugar viável para o investimento de fundos existentes no mercado financeiro internacional <sup>2</sup>. Assim, uma combinação destes fatores positivos externos com fatores internos relacionados com a adoção de medidas de liberalização financeira, abertura econômica, privatização das empresas públicas, reestruturação das dívidas externas e estabilidade dos níveis de inflação, contribuiu para que os segmentos dos mercados financeiros do México e Argentina se desenvolvessem de forma acelerada e, principalmente, que suas formas de integração com os sistemas financeiros internacionais fossem redefinidas. Contudo, faz-se necessário perceber que os sistemas financeiros destes países apontam para uma inserção especulativa, e não para a criação de mecanismos de financiamento da economia, uma vez que a liberalização financeira aumenta de forma considerável os fundos movimentados pelas instituições financeiras, porém expõe as mesmas a riscos de perdas mais elevados e variados, devido à maior liberdade que se confere a tais instituições para a tomada de suas decisões.

Logo, a análise central desta monografia está focado no estudo dos fatores de risco econômico e da fragilidade financeira nas economias argentina e mexicana, num contexto caracterizado por tentativas recentes de estabilização, liberalização e

---

<sup>1</sup> A região recebia, no final dos anos oitenta, cerca de 8 bilhões de dólares por ano e, viu elevar-se a cifra para, em média, 24 bilhões de dólares por ano, em 1990; 40 bilhões, em 1991; e 57 bilhões, em 1992.

<sup>2</sup> Deve-se ressaltar que estas correntes de capital se caracterizam por serem temporárias e especulativas.

desregulamentação dos mercados financeiros. Avalia-se, assim, que houve um aumento do risco econômico e da fragilidade financeira e as causas das alterações de tais condições são atribuídas à liberalização financeira e à desregulamentação, uma vez que não ocorreu uma alocação mais eficiente dos fatores, nem tampouco os fluxos de recursos externos decorrentes da maior integração com os mercados financeiros internacionais podem ser considerados permanentes. Assim, as referidas modificações não podem ser consideradas sustentáveis caso haja alterações nas conjunturas domésticas e internacional.

Após a recapitulação sobre os conceitos de risco e fragilidade, é relevante se perceber que forma de inserção dos sistemas financeiros destes países em suas respectivas economias e no mercado internacional ainda permanece em condições críticas, e conclui-se que as medidas adotadas não tiveram um impacto positivo sobre as condições de financiamento das economias estudadas, nem contribuíram para a formação e o crescimento dos mercados de crédito e de capitais, mas apenas favoreceram o desenvolvimento de segmentos especulativos.

São vários os fatores que contribuem para que os riscos e a fragilidade financeira persistam no México e Argentina:

- o caráter privado e de curto prazo dos capitais que se dirigem para estas economias, que tornam tais fluxos extremamente voláteis. Tal fato é agravado pela globalização da economia mundial e pelo elevado nível de integração entre os

mercados financeiros dos países que participam do comércio internacional, pois isto acarreta uma perfeita mobilidade de capitais;

- algumas conseqüências das próprias políticas macroeconômicas de estabilização, implementadas em função de elevadas taxas de juros e sobrevalorizações cambiais, que acarretaram déficit nos balanços de pagamentos, aumentaram o risco de desvalorizações cambiais e comprometeram as estruturas produtivas daqueles países;

- problemas relativos às posturas de risco adotadas por suas instituições financeiras, como descasamentos de prazo entre estrutura ativa e passiva;

- o fato dos agentes recorrerem ao mercado internacional de crédito, captando recursos sujeitos a riscos cambiais, para aplicação em ativos que não estão vinculados ao comércio internacional.

Outra peculiaridade inerente aos sistemas financeiros mexicano e argentino está relacionada às suas formas de inserção nestas economias periféricas e no mercado mundial, que são mais relevantes em termos da lógica da especulação, em detrimento do papel dos intermediários financeiros enquanto financiadores da atividade produtiva. Essa tendência especulativa não é uma particularidade apenas do México e Argentina, mas se intensificou no mercado internacional, a partir de 73, quando a preferência pela liquidez e a demanda especulativa por moeda assumem um *locus* privilegiado nos portfólios dos agentes.

## CAPÍTULO I

### A ABERTURA FINANCEIRA NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

#### 1) INTRODUÇÃO

A preferência pela liquidez, a demanda especulativa por moeda, a interação entre os mercados financeiros e a superação do número de transações com ativos financeiros em relação ao comércio internacional abre um espaço privilegiado para o estudo da formação de expectativas e do comportamento dos mercados financeiros. A crise da dívida fez aumentar a atenção acerca dos sistemas financeiros e das políticas macroeconômicas dos países em desenvolvimento, devido às novas oportunidades de obtenção de lucros que se abrem nestes mercados.

A partir do início dos anos 90, verificou-se uma rearticulação no processo de integração dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento com os mercados financeiros internacionais. Em muitos países em desenvolvimento, foram implementadas políticas econômicas neoliberais, com liberalização financeira, privatização das empresas públicas e abertura comercial, já que era dominante a crença de que as políticas intervencionistas eram as principais causadoras da crise da década de 80.

As conseqüências do processo de desregulamentação e liberalização financeira ainda não foram amplamente estudadas e compreendidas. Aqueles que defendem a liberalização argumentam que esta ajudaria a restabelecer a estabilidade e o crescimento, através do aumento da eficiência e dos efeitos positivos na alocação dos investimentos . Entretanto, tais expectativas não estão sendo confirmadas nos países em desenvolvimento, as transações entre os sistemas financeiros têm superado em muito o intercâmbio comercial e houve um aumento da instabilidade e do risco, uma vez que a atividade financeira se desenvolveu sem beneficiar a indústria e o comércio. Isto porque a liberalização financeira aumentou o custo do capital e, foi implementada num contexto de ausência de política industrial.O que ocorreu foi que, com a liberalização financeira e a desregulação, aumentaram as facilidades de acesso às finanças e se permitiu às instituições financeiras que elevassem seus riscos. O setor privado terminou acumulando uma grande quantidade de débitos a taxas de juros elevadas e instáveis, na expectativa de que a expansão da economia contribuísse para um incremento da capacidade de empréstimo do segmento financeiro ( a elevação do preço dos ativos compensaria as altas taxas de juros ). Quando o ciclo econômico entrou em sua fase descendente, os devedores e os emprestadores estavam altamente comprometidos: os primeiros tentam vender ativos e saldar dívidas, e os segundos cortam o financiamento. Assim, a economia entra num momento de especulação, e o desenvolvimento anterior do segmento financeiro não provocou um surto de crescimento econômico sustentado.

Assim, o objetivo deste primeiro capítulo é fazer uma recuperação teórica sobre os conceitos de liberalização financeira e abertura econômica; risco econômico e fragilidade financeira. Pretende-se, também, recapitular algumas considerações principais do debate teórico entre os defensores da política neoliberal e dos instrumentos de mercado e aqueles que encontram restrições na utilização destes instrumentos. Somente a partir da compreensão de tais aspectos, será possível se estudar como foram sendo implementadas as políticas neoliberais e as implicações das medidas econômicas adotadas para a atividade financeira e a macroeconomia do México e Argentina.

## 2) O CONCEITO DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EM ECONOMIAS CAPITALISTAS

Para Minsky, a fragilidade financeira está associada à relação entre os serviços financeiros de dívidas contraídas e a rentabilidade esperada.

Na economia capitalista, a produção e o emprego estão muito sujeitos a flutuações e as crises financeiras não constituem anomalias, mas são sistêmicas. Segundo Minsky, a instabilidade financeira resulta do comportamento do mercado diante da incerteza, e é agravada quando se trata de mercados financeiros altamente desenvolvidos e integrados, internacionalizados e com níveis crescentes de liquidez.

A decisão de investimento dentro do contexto de práticas financeiras capitalistas é a chave que determina a atividade agregada. Assim, forças desequilibradoras que

operam nos mercados financeiros afetam diretamente a valorização do ativo de capital em relação aos preços de produção corrente e esta relação de preços, juntamente com as condições financeiras de mercado, determinam a decisão de investimento. A instabilidade surge no mercado financeiro e se expande através das atividades de investimento, uma vez que em uma economia monetária, com complexas instituições financeiras, as posições em ativos de capital são financiadas.

Para Minsky, as decisões de investimento e financeiras são tomadas em face de uma incerteza persistente e, isto significa que as perspectivas a respeito do futuro podem ser alteradas e, as variáveis mais afetadas pela incerteza acerca do futuro são de ordem financeira.

As dívidas das empresas constituem a característica essencial de uma economia capitalista, durante o processo de investimento. O pagamento das dívidas das empresas requer que estas gerem excedentes para satisfazer os pagamentos brutos exigidos pelo débito ou para permitir o refinanciamento. Uma estrutura de passivo aceitável reflete as especulações correntes sobre o curso do investimento futuro. Esta economia de dívidas privadas é vulnerável a mudanças no ritmo do investimento e, este determina tanto a demanda agregada quanto a capacidade de pagamento das dívidas. A instabilidade que esta economia demonstra resulta da natureza incerta acerca do curso futuro do investimento, como também da determinação subjetiva do grau de endividamento mais apropriado para o financiamento de posições em diferentes ativos de capital.

O crescimento estável é inconsistente com a maneira pela qual o investimento é determinado numa economia na qual existe a propriedade privada de ativos de capital, financiados por débito, e na qual a extensão permitida deste financiamento é determinada pelo mercado. Segue-se que a instabilidade fundamental de uma economia capitalista é crescente. A tendência para transformar uma boa performance econômica num surto de investimento especulativo constitui a instabilidade básica de uma economia capitalista.

As inovações financeiras aumentam a viabilidade de financiamento e, este, por sua vez, aumenta a possibilidade de investimento. É útil distinguir entre finanças Hedge, Ponzi e Especulativa:

- finanças Hedge ocorrem quando o fluxo de caixa de operações é suficientemente grande para satisfazer os compromissos de pagamento de débito <sup>1</sup>.
- finanças Especulativas ocorrem quando não se prevê que o fluxo de caixa das operações seja bastante grande para satisfazer os compromissos de débito <sup>2</sup>. As unidades especulativas esperam satisfazer as obrigações contraindo novas dívidas. São vulneráveis porque dependem do bom funcionamento dos mercados financeiros para obter refinanciamento e sensíveis a uma variação nas taxas de juros.

---

<sup>1</sup> Na verdade, os recursos provenientes dos fluxos de caixa das operações são superiores aos compromissos de pagamento de débitos.

<sup>2</sup> Os fluxos de caixa das operações são iguais aos compromissos de pagamento de débitos. Eventuais diferenças entre compromissos e fluxos das operações são cobertas por contratação de novas dívidas.

- finanças Ponzi ocorrem quando os compromissos de pagamento em dinheiro sobre dívidas são satisfeitos aumentando o montante da dívida. São extremamente instáveis e vulneráveis ao comportamento do mercado financeiro.

A hipótese da instabilidade financeira sugere que uma economia capitalista cria de forma endógena uma estrutura financeira suscetível a crises e, o funcionamento dos mercados financeiros desencadeia, num surto de expansão, uma crise financeira.

Para Minsky, a fragilidade financeira está associada à relação entre os serviços financeiros de dívidas contraídas e a rentabilidade esperada. Uma intervenção fiscal positiva pode fazer com que os estabilizadores automáticos desencadeiem déficits governamentais maciços à medida que a renda cai. Tais déficits sustentam a renda e aliados a certos instrumentos financeiros permitem que seja mantida certa capacidade de solvência na economia. A economia refaz-se das recessões, mas como os mercados financeiros foram protegidos, a recuperação pode desencadear um surto inflacionário.

### 3) O CONCEITO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

Entende-se por liberalização financeira aquelas medidas de política econômica que aceleram a abertura financeira, permitindo que os residentes possam adquirir ativos e contrair passivos denominados em moeda estrangeira e, que não-residentes operem no mercado financeiro nacional. Tal definição é mais abrangente que a simples

liberalização das transações de capital entre residentes e não-residentes, uma vez que inclui transações financeiras e relações de débito e crédito entre residentes denominadas em moeda estrangeira.

A política governamental e a sua capacidade de imposição de regras e regulamentações determinam o grau da abertura financeira. Assim, existe uma correlação inversa entre o grau de restrição às transações externas e a mobilidade de capital.

A teoria ortodoxa argumenta que a realocação mais eficiente dos fatores é a mais importante razão para a liberalização financeira, uma vez que esta última permite a redistribuição da poupança e do investimento entre os vários setores, sendo este ganho de eficiência superior à perda de autonomia da política macroeconômica. Porém, não considera as muitas oportunidades de especulação criadas pela mesma. Assim, o avanço da liberalização financeira não produz, necessariamente, um efeito positivo.

A liberalização financeira pode agravar o quadro de deterioração das finanças públicas ou de setores endividados, refletindo uma ampliação do débito em virtude de maiores taxas de juros. Neste caso, a liberalização financeira não estimula o investimento, e ao redistribuir a renda em favor dos credores torna o endividamento da economia do tipo Ponzi.

A liberalização financeira aumenta as transações com ativos e passivos financeiros. A tendência ao empréstimo para o financiamento de ativos, em detrimento

do auto-financiamento para a compra dos mesmos, ocorre devido ao acesso às finanças ser facilitado pela diminuição da regulamentação e à possibilidade de maiores ganhos de capital. Assim, a liberalização aumenta a instabilidade das taxas de juros e dos preços dos ativos, havendo maiores possibilidades de lucros rápidos através da especulação e de mudanças nos preços de mercado dos ativos financeiros. Estes movimentos possibilitam uma grande liberdade aos bancos e a outras instituições financeiras de operarem através de atividades financeiras não relacionadas à produção e ao investimento e, às firmas de emitirem débitos com a finalidade de especulação. Pode-se, assim, gerar um setor financeiro em atividade e desvinculado do lado real da economia.

Um aumento nas taxas de juros domésticas pode induzir um afluxo de capital estrangeiro e uma repatriação do capital nacional. Devido a isto, muitos países têm adotado altas taxas de juros para atrair o capital internacional para o sistema bancário nacional. O resultado é que ocorre um aumento nos recursos disponíveis para o investimento, mas que são direcionados para a atividade financeira. Logo, a entrada de capital que é fruto deste tipo de política têm um impacto negativo sobre a instabilidade macroeconômica, o investimento e a competitividade e, não está associada a um nível mais elevado de crescimento e desenvolvimento. A liberalização financeira aumenta a volatilidade das taxas de juros, das taxas de câmbio e provoca uma distorção nos preços relativos.

No que tange à taxa de retorno e ao custo do capital, o determinante mais importante dos mesmos é o risco. Uma alocação ótima tem que refletir os diferentes riscos nas taxas de retornos e no custo do capital. Quando os mercados de capital são analisados no curto-prazo, a equalização das taxas de lucro significa discriminação contra aquelas indústrias que possuem vantagens comparativas dinâmicas ou desvantagens iniciais causadas por custos de aprendizado. E, uma vez que a liberalização financeira está associada ao horizonte de curto-prazo, a tendência à equalização das taxas de lucro e do custo do capital piora a alocação.

A liberalização financeira altera significativamente a alocação setorial do crédito, reduzindo ou eliminando os créditos em termos preferenciais, assim como diminui as variações do custo do capital entre os diferentes setores. Porém, uma política industrial bem sucedida também seria capaz de reduzir variações inter-industriais nos custos dos empréstimos, diminuindo o número de indústrias com tratamento diferenciado.

Talvez, um dos mais importantes efeitos da liberalização financeira seja evidenciado nas taxas de default dos empréstimos e nas falências bancárias. Há indícios de que a desregulação das taxas de juros e a eliminação de restrições na atividade financeira têm quase sempre sido seguidas por um incremento do número de desempenha um importante papel no aumento da instabilidade: a desregulação das empréstimos que envolvem maiores riscos nos portfólios bancários, e que terminam por provocar uma elevação no número de falências bancárias<sup>3</sup>. Assim, a liberalização

---

<sup>3</sup> O aumento no número de falências bancárias e nas taxas de default, após a liberalização e a desregulação, foram percebidos em países do Cone Sul, Indonésia, Filipinas, Iugoslávia e Turquia.

taxas de juros, freqüentemente acompanhada por políticas monetárias restritivas, abala o segmento financeiro e, quando associada a choques externos, pode agravar ainda mais a posição das instituições do setor financeiro, incrementando as taxas de default e, eventualmente as falências bancárias.

#### 4) EFICIÊNCIA PRODUTIVA E CUSTO DAS FINANÇAS

O conceito tradicional de eficiência produtiva refere-se à eficiência microeconômica das firmas em produzir bens e serviços e, quando aplicado ao sistema financeiro, a eficiência produtiva se refere ao custo de intermediação ou à taxa de spread. Portanto, a eficiência produtiva do sistema financeiro está relacionada à capacidade do sistema financeiro em prover finanças ao menor custo possível. Isto depende não apenas da capacidade dos intermediadores de minimizarem os custos de intermediação financeira entre os agentes, mas também da possibilidade do sistema financeiro de minimizar os juros pagos ao prestador.

##### *A) Risco, Incerteza e Taxa de Juros*

Um determinante importante da taxa de juros do empréstimo é o risco do prestador. São dois os tipos de risco: o risco de um default voluntário, chamado por Keynes de risco moral, e o risco de um default involuntário, este último associado a

fatores incertos que afetam a lucratividade do investimento e que não podem ser controlados pelos agentes. Por serem inerentes a qualquer decisão de investimento, não podem ser eliminados, embora possam ser reduzidos através de melhores informações e de um nível maior de estabilidade da economia. O risco involuntário, ou risco puro, está relacionado com a eficiência alocativa e, quando as finanças não estão eficientemente alocadas, a probabilidade de default involuntário se eleva, aumentando o risco e o custo das finanças. Conclui-se, então, que uma ineficiência alocativa eleva o risco do empréstimo e do crédito.

Existe um risco para o credor que relaciona o valor dos ativos às incertezas acerca das oscilações futuras das taxas de juros e dos preços dos ativos. O custo do capital aumenta devido à incerteza, à volatilidade dos preços dos ativos e das taxas de juros. Isto aumenta a preferência pela liquidez e diminui a demanda por ativos ilíquidos e incertos, diminuindo o tempo de maturação dos ativos financeiros e elevando as taxas de juros, especialmente no longo-prazo. Assim, o grau da eficiência produtiva do sistema financeiro depende da estabilização e da redução da incerteza.

A busca de uma maior eficiência alocativa através da liberalização financeira pode reduzir drasticamente a eficiência produtiva da sistema financeiro, fazendo aumentar a instabilidade financeira e elevando o custo das finanças dos investidores. As taxas de juros de longo-prazo de elevam e são reduzidas as sensibilidades de mudanças das mesmas no curto-prazo.

## *B) A Intermediação*

A intermediação é o segundo componente custo das finanças, e reflete a eficiência microeconômica do uso dos recursos destinados à atividade financeira. As taxas de spread são influenciadas pelo custo das operações, pelas restrições legais, pela necessidade de liquidez do sistema e pela pressão competitiva. As restrições legais e as necessidades de liquidez do sistema diminuem conforme avança o processo de liberalização financeira, assim como são reduzidos o custo das operações conforme caem as barreiras.

Todavia, a liberalização financeira tende a aumentar o spread, uma vez que aumenta a taxa de default, e os bancos transferem o custo dos maus empréstimos a todos os emprestadores. Assim, maus investimentos, errôneas decisões de financiamento e ineficiência alocativa fazem aumentar não apenas as taxas de juros, como também o spread. O incremento do custo financeiro faz aumentar a insolvência, eleva as taxas de default, o risco e a taxa de juros do emprestador. A conjuntura é conduzida para o financiamento Ponzi, onde os empréstimos que envolvem altos riscos prevalecem, a especulação é constante e as taxas de juros são altamente voláteis. Tal processo se torna insustentável e as perdas são consideráveis. Mais uma vez, a instabilidade é uma condição essencial para um sistema financeiro eficiente. Assim, existe um consenso acerca da necessidade de regulamentação, supervisão da

atividade financeira e de controle das taxas de juros, para que a instabilidade seja evitada.

### *C) O Risco Bancário*

A necessidade de regulamentação e controle nasce devido à informação imperfeita e aos contratos incompletos. Assim, os bancos impõem seus próprios limites de crédito e restringem os empréstimos para evitar o risco excessivo. Logo, mesmo na ausência de regulamentações, haverá limites para a competição e para o risco impostos pelo próprio setor bancário.

Entretanto, a auto-restrição não pode ser a única prevenção contra a instabilidade financeira, particularmente nos países em desenvolvimento. Os bancos tendem a assumir posições especulativas e riscos excessivos, e tal situação é agravada quando o recurso ao empréstimo de última instância é acessível, a legislação é inadequada e a regulamentação é falha. Além do mais, corporações não-financeiras exercem grande influência sobre o setor bancário, gerando concentração de empréstimos num número reduzido de firmas, elevando a vulnerabilidade.

Logo, as finanças Ponzi são mais comuns em países em desenvolvimento, e este quadro se torna ainda mais problemático e vulnerável no contexto da liberalização financeira.

Além do mais, há fortes evidências de que uma combinação de regulamentação eficiente, uma legislação adequada e controle das taxas de juros seja necessária para diminuir e prevenir a instabilidade.

## **CAPÍTULO II**

### **MÉXICO: LIBERALIZAÇÃO ECONÔMICA, DÉFICIT COMERCIAL E AUMENTO DA FRAGILIDADE FINANCEIRA**

#### **1) INTRODUÇÃO**

O capítulo um pretende fazer uma análise da economia mexicana, no contexto de implementação e vigência do Pacto de Solidariedade Econômica. A partir de tal investigação, objetiva-se demonstrar de que forma a adoção de modelos falidos de crescimento, seguidos pela abertura comercial e financeira agudizaram os problemas macroeconômicos e elevaram o risco econômico e a fragilidade financeira neste país.

Alguns resultados positivos efêmeros, como baixa inflação e superávit fiscal, não se sustentam devido a fatores endógenos<sup>1</sup>. Todavia, é a entrada de capitais externos que tem permitido manter a política cambial antinflacionária e o superávit fiscal.

Em virtude da importância da entrada de capital para manter as condições de redução da inflação, as políticas econômicas se centraram em criar condições para aumentar os níveis de confiança e de rentabilidade para atrair o capital externo. Como não ocorreu a modernização do parque industrial, as pressões sobre o déficit comercial se tornaram ainda maiores. A entrada de capital estrangeiro provocou uma

---

<sup>1</sup> Tais fatores endógenos estão relacionados ao incremento da produtividade, geração de recursos internos capazes de compatibilizar o ajuste fiscal com o ajuste externo e de manter a estabilidade cambial e monetária no longo-prazo.

sobrevalorização da moeda nacional, elevando as pressões comerciais e financeiras, o que tornou necessário melhorar as condições de rentabilidade para o capital externo. Como estas condições se esgotaram, pois se esgotaram os ativos públicos a serem privatizados, há limites para a elevação da taxa de juros, e não estão muito claras as condições de crescimento da economia., o governo é obrigado a contrair a atividade econômica e a pressão sobre a taxa de juros é ainda maior. O capital externo atraído tem um caráter de curto-prazo, fator que agrava a vulnerabilidade e instabilidade dos fluxos.

## 2) ANTECEDENTES

Após a utilização infrutífera das estratégias ortodoxas de estabilização do FMI, durante a década de 80, e que resultaram num quadro recessivo e inflacionário, o governo mexicano pôs em prática um novo programa de ajuste, com elementos que haviam se revelado eficazes para conter a inflação em outras economias da América Latina.

Ao pessimismo frente ao desempenho econômico, somou-se a falta de credibilidade na capacidade do Estado em intervir na Economia, uma vez que se constataram os elevados custos e o fracasso das diversas políticas econômicas adotadas, durante a década de 80. A partir de tal crise, a política macroeconômica

passa a ser orientada para a adoção de um modelo econômico de reformas estruturais de orientação de mercado.

O novo programa de ajuste se baseava numa concepção do fenômeno inflacionário diferente da ortodoxia monetarista, na qual haviam se baseado as estratégias anteriores<sup>2</sup>. Atribuía a inflação a uma distorção distributiva entre os fatores de produção, que se manifestava em pressões de custo. Para contê-la seria necessário, portanto, um pacto social. Este pacto buscava eliminar os custos inflacionários das decisões tomadas em circunstâncias de elevada incerteza, e harmonizaria as demandas conflitivas dos principais agentes econômicos: os trabalhadores, os empresários e o governo. Como peças fundamentais da nova estratégia, estavam a contenção salarial e o congelamento da taxa cambial. A ênfase no saneamento das finanças públicas e o suposto de abertura comercial e liberalização financeira também eram condições necessárias ao desenvolvimento.

O congelamento administrado da taxa de câmbio subordinou a política de taxa de juros doméstica às pressões especulativas contra o peso, pois os juros se converteram na principal variável de ajuste que permitia financiar o déficit em conta corrente com fluxos de capitais provenientes do exterior. Assim, a contenção do crédito não era uma prática necessária, desde que este se dirigisse ao setor privado.

A liberalização financeira, iniciada em meados dos anos 80, e a menor demanda por financiamento do governo permitiam canalizar o crédito ao setor privado, o qual

---

<sup>2</sup> A estratégia antinflacionária monetarista partia do pressuposto fundamental de que a inflação interna originava-se de um excesso de demanda, de modo que para combatê-la era preciso valorizar a taxa de câmbio e restringir o crédito externo.

incrementou seu nível de endividamento, colocando-se numa situação de vulnerabilidade financeira ante flutuações nas taxas referenciais de juros.

A deterioração da distribuição de renda <sup>3</sup>, a sobrevalorização cambial e a abertura indiscriminada das importações se traduziram em um crescente déficit em conta corrente, que foi financiado com capitais provenientes de privatizações de empresas públicas e colocação de títulos do governo no mercado internacional. Assim, o endividamento externo público fez reconstruir as reservas do Bacen.

A estratégia seguida precisava ser viável a longo prazo. A deterioração do poder aquisitivo dos assalariados não podia ser permanente, e o crescente déficit em conta corrente tampouco podia ser sustentado a longo prazo.

Durante 1994, o Banco do México fez o possível para manter um fluxo de recursos financeiros do exterior mediante adequações nas taxas de juros pagas aos títulos governamentais. Apesar disto, a liberalização financeira permitia que residentes transferissem suas reservas ao exterior ante a uma ameaça de desvalorização. Desta forma, grande parte das reservas adquiridas mediante o endividamento do governo e a venda das empresas públicas foram utilizadas para pagar juros aos capitais especulativos <sup>4</sup>.

O plano de emergência pretendia resolver este problema sem alterar a estratégia de política econômica: permaneceria a contenção salarial e continuar-se-ia a

---

<sup>3</sup> Como um dos resultados das finanças públicas.

<sup>4</sup> Atualmente, o governo deve amortizar US\$ 26 bilhões de bônus do Tesouro que vencem ao longo do ano, e conseguir recursos para financiar um déficit em conta corrente estimado em US\$ 14 bilhões. Suas reservas são estimadas em US\$ 6 bilhões.

utilizar o endividamento externo público e os recursos das privatizações de empresas estatais para financiar especulação contra o peso.

Foram duas as principais debilidades do plano:

- a ineficácia do sistema de flutuação da taxa de câmbio, que desestabilizou o setor externo da economia. A desvalorização e a restrição creditícia tiveram impacto nas expectativas dos agentes econômicos do setor privado, e conduziram a um círculo vicioso de estagflação-desvalorização-estagflação;

- Inviabilidade social que apresentou o programa.

Na realidade, voltou-se ao programa monetarista de estabilização, que garantia o pagamento da dívida externa, como no período 1982-1987.

Os resultados alcançados - baixa inflação e superávit fiscal - não eram sustentados devido a fatores endógenos, ou seja, incremento de produtividade e geração de recursos internos, capazes de compatibilizar o ajuste fiscal com o ajuste externo, e de manter uma estabilidade cambial e monetária a longo prazo.

Foram as entradas de capitais externos que possibilitaram a implementação de uma política cambial antinflacionária e de juros baixos, o que acarretou baixas taxas de inflação. Assim, o superávit fiscal também foi consequência do afluxo de capital externo e da diminuição dos gastos e investimentos públicos. Uma vez que a redução da inflação não foi causada por fatores endógenos, esta não se traduziu em aumentos reais de salários, em maiores níveis de emprego e, tampouco em numa dinâmica

econômica sustentada. As pressões de tal política foram, assim, constantes sobre o setor externo.

Devido à importância da entrada de capital para se manter os baixos níveis de inflação, as políticas econômicas se orientaram no sentido de criar um clima de confiança e níveis elevados de rentabilidade, favorável ao capital internacional. O problema central foi que este volume de capital não se destinou à modernização da estrutura produtiva, aumentando as pressões sobre o déficit comercial, apesar dos baixos níveis de crescimento, o que gerou um círculo vicioso de requerimentos crescentes de capital externo.

A entrada contínua de capital externo pressiona a taxa de câmbio a uma sobrevalorização crescente, assim como mantém pressões sobre as variáveis comerciais e financeiras. A fim de se manter um afluxo permanente de capital, criaram-se melhores possibilidades de rentabilidade para o capital multinacional. Este processo entrou em declínio rapidamente, uma vez que não foram definidas as oportunidades de rentabilidade e crescimento da economia. Devido a esta circunstância agravante, o capital que é atraído possui um caráter de curto-prazo, o que lhe confere uma alta vulnerabilidade e obriga o governo a contrair a atividade econômica.

Os resultados esperados com a utilização das políticas econômicas não foram alcançados. As mudanças estruturais mostraram que não conduziram a uma inserção eficiente e competitiva na economia mundial, nem tampouco de crescimento sustentado. A economia mexicana se encontra com graves problemas produtivos,

grande desemprego e fortes pressões sobre o setor externo, que limitam o crescimento econômico e pressionam a taxa de câmbio, a taxa de juros, os preços e as finanças públicas.

A entrada de capitais ocorre de acordo com as expectativas de rentabilidade e crescimento que a economia oferece. Quando ocorrem alterações nestas, interrompem-se os fluxos de capital<sup>5</sup>. Desta forma, o futuro passa a ser determinado, em grande medida, pelas decisões dos agentes externos e dos grandes capitais internos. Isto se explica pela inexistência de condições endógenas de acumulação que ofereçam expectativas claras de estabilidade e crescimento econômico.

O desequilíbrio externo resultante das políticas de estabilização e de abertura externa termina por limitar o crescimento econômico e por comprometer os resultados alcançados de redução da inflação e de superávit das finanças públicas.

### 3) A REFORMA ESTRUTURAL DE 1987

Em 1987, o governo mexicano anunciou o Pacto de Solidariedade Econômica. O objetivo central dos responsáveis pela política econômica era reduzir a inflação, vista como a principal causa da volatilidade das expectativas.

---

<sup>5</sup> As alterações podem ocorrer ou porque o TLC não coloraborou, conforme as expectativas, para o crescimento da economia, ou porque se deve recorrer a uma drástica contração da atividde econômica, a fim de se diminuir as pressões sobre o setor externo, ou até por mudanças adversas no exterior, como aumento da taxa de juros internacional.

O salário mínimo, a taxa de câmbio e as tarifas públicas foram, inicialmente, congelados, assim como os preços do setor privado. O Pacto seria constituído por três principais elementos:

- a administração da demanda, através do aumento do superávit fiscal e da contração da oferta de crédito;
- a implementação de políticas de renda, com objetivo de conter a inflação inercial e estabilizar as expectativas;
- a elaboração de um programa de reformas estruturais, de corte neoliberal, que incluía a privatização de empresas públicas, a liberalização financeira e a abertura comercial.

No curto-prazo os resultados foram satisfatórios, com a inflação média de 1,2% no segundo semestre de 1988, um crescimento anual do PIB de 1,3%, neste mesmo ano, e um aumento de 10,9% dos investimentos privados. É cabível acrescentar que o Pacto foi lançado quando as reservas eram elevadas ( calculadas em US\$ 13,7 bilhões ), o que permitiu ao governo sustentar uma taxa de câmbio nominal fixa enquanto as tarifas de importação eram reduzidas, e a demanda estava em expansão. Um ano mais tarde, as reservas eram estimadas em US\$ 6 bilhões, o que revelava que o custo do pacote de medidas havia sido de US\$ 10 bilhões, medidos em termos de perdas de reservas.

A queda na taxa de inflação era atribuída ao fato de aliar o Pacto a utilização de políticas de renda à disciplina fiscal e monetária. A viabilidade da implementação de

políticas de renda era garantida pelo contexto de alta credibilidade no governo. São elas:

- níveis elevados de reservas, o que permitia que a fixação da taxa de câmbio fosse uma política confiável, além de sustentar uma deterioração esperada do Balanço Comercial;

- a viabilidade do ajuste fiscal;

- a desvalorização do peso ocorrida anteriormente havia sido excessiva, e isto faria com que a valorização inevitável da taxa de câmbio, após o congelamento, fosse menos prejudicial e mais facilmente administrada;

- a credibilidade institucional que possuía o Estado do México <sup>6</sup>.

O processo de liberalização comercial foi o conjunto de medidas mais polêmico do Pacto. A tarifa máxima foi reduzida de 40% para 20%, os preços oficiais de importação foram eliminados, assim como as licenças de importação. Isto resultou em uma deterioração considerável do saldo comercial, o que tornou menos confiável a política de fixação da taxa de câmbio e dificultou a repatriação do capital.

As taxas internas de juros foram obrigatoriamente elevadas, a fim de compensar o risco cambial e evitar que houvesse uma fuga de capitais, o que aumentou o ônus do serviço da dívida pública interna <sup>7</sup>. Tal pressão sobre as contas fiscais colocou em risco os esforços de estabilização. Isto impôs a necessidade de maior rigidez nos

---

<sup>6</sup> caráter corporativo do Estado proporcionava os instrumentos de política econômica adequados à implementação de tal estratégia, e a experiência de regulação de preços do Estado poderia ser aplicada às novas circunstâncias. Além do que, o fato de não ter sido tentada uma política de rendas abrangente antes de se dar o ajuste fiscal, aumentaria a credibilidade da medida.

<sup>7</sup> Durante quase dois anos os juros internos reais permaneceram em cerca de 30% ao ano.

gastos não relacionados a juros e nas receitas governamentais, acarretando grandes transferências ao setor privado.

A abertura comercial foi adotada num contexto de valorização cambial e deterioração da conta corrente do Balanço de Pagamento. Entretanto, argumentou-se que tal decisão contribuiria, potencialmente, para a queda da inflação<sup>8</sup>. O nível elevado de reservas e a taxa de câmbio inicialmente subvalorizada constituiriam pré-requisitos favoráveis à aceleração da abertura<sup>9</sup>.

A curto-prazo, o sucesso do Pacto seria garantido pela conjuntura satisfatória predominante quando o mesmo foi implementado e pelas características das medidas adotadas. Três condições eram particularmente relevantes: o déficit fiscal sob controle, conta corrente equilibrada e a possibilidade de alinhamento dos preços relativos antes do início do congelamento. O Pacto incluía severas medidas ortodoxas, como cortes no déficit fiscal e contração do crédito, porém as decisões eram acordadas e não impostas por decreto, além de não haver o compromisso por parte do governo de manter fixa a taxa de câmbio<sup>10</sup> ou as tarifas públicas. Em princípio, a política estava sujeita a revisão cada vez que as partes interessadas se encontrassem para discutir o Pacto - uma precaução que preservava a credibilidade na condução da política econômica.

O Pacto controlou a inflação, mas não viabilizou a recuperação econômica. Ficou evidente que a disciplina fiscal e as reformas estruturais eram condições

---

<sup>8</sup> A análise de vários setores produtivos não apontou evidências convincentes de que, a curto prazo, a liberalização tivesse impacto significativo na contenção do aumento de preços.

<sup>9</sup> Ainda assim, talvez fosse mais prudente ter adiado uma liberalização total do comércio até o momento em que a inflação estivesse sob controle. Isto poderia permitir um uso mais racional das reservas cambiais, resultando em juros internos mais baixos.

<sup>10</sup> As taxas de câmbio eram controladas.

necessárias ao crescimento, porém insuficientes. A disciplina fiscal era essencial para recuperar e manter a estabilidade financeira e de preços, mas uma economia desaquecida não incentivaria o investimento privado.

A recuperação da economia através de políticas fiscais expansionistas implicaria em realimentação da inflação e o setor privado não iria liderar a recuperação porque receava o fracasso ou a reversão das políticas. O principal desafio enfrentado pelo governo Salinas era resolver tal impasse.

Assim, foi anunciado o Pacto de Estabilidade e Crescimento Econômico, o PECE . O programa ressaltava o compromisso do governo de crescer sem sacrificar a estabilidade de preços. A prioridade era a reversão da tendência das transferências reais de recursos ao exterior <sup>11</sup> , para que o México não se visse forçado a produzir grandes superávits comerciais a fim de financiar o serviço da dívida e a fuga de capitais <sup>12</sup> . Os altos juros somente poderiam representar uma solução temporária para a fuga de capitais, devido ao seu efeito negativo sobre a posição fiscal e o crescimento econômico, logo a solução deveria vir de medidas que pudessem ser sustentáveis. A fim de se inverter a tendência das transferências de recursos, era essencial concentrar esforços em três medidas:

- a redução do ônus do serviço da dívida;
- o incentivo à repatriação de capitais;

---

<sup>11</sup> De 1983 a 1988, o volume de recursos líquidos transferidos ao exterior equivalia a 5,8% do PIB anual.

<sup>12</sup> Os superávits eram produzidos como resultado do subproduto e da estagflação, assim como dos baixos salários.

- a captação de novos investimentos estrangeiros.

Enfim, convencer o setor privado nacional e internacional de que a economia mexicana era viável era o desafio a que se propunha o governo. Neste processo, o governo norte-americano também precisava ser convencido, pois sem o financiamento oficial daquele país, não haveria redução da dívida.

A dívida externa era um importante obstáculo à recuperação econômica, ou assim vista pelos investidores em potencial. Acreditava-se que um acordo de redução da dívida junto aos bancos comerciais era essencial para diminuir as transferências líquidas de recursos e aumentar a confiança do setor empresarial.

Com o anúncio do Plano Brady, o México se tornou o primeiro país a firmar um acordo de dívida com os bancos comerciais. A economia direta de recursos decorrente do acordo não foi notável <sup>13</sup>. Confiava-se que o efeito direto do acordo reforçaria a credibilidade do setor privado, incentivando a repatriação de capitais e, resultando, portanto, em menores taxas de juros internas. Assim, ter-se-ia crescimento econômico.

Como isto não aconteceu, outras alternativas se revelaram necessárias. As reformas do setor público seguiam sem percalços, mas eram incapazes de alavancar a retomada do crescimento econômico. Logo, a recuperação do México dependia da poupança externa para financiar o superávit de importações sobre exportações, associado a altos níveis de atividade econômica. Foram, a partir de tal contexto,

---

<sup>13</sup> Com base nas taxas de juros existentes em 1990, calculava-se que representassem cerca de US\$ 1 Bilhão por ano durante os primeiros cinco anos, ou por volta de 10% dos juros totais.

implementadas políticas que contribuíram para uma reversão no quadro das expectativas, tornando-as mais otimistas. Entre as ações se destacaram:

- o anúncio da reprivatização dos bancos. Isto teve impacto sobre as expectativas e acelerou a entrada de capitais. As taxas internas de juros nominais das obrigações do Tesouro a 28 dias ( CETES ) baixaram 14 pontos percentuais, de Março a Junho de 1990, quando chegaram a 32,4% <sup>14</sup> . Este fato revelou aumento da confiança do setor privado;

- A decisão do México de buscar um acordo de livre comércio com os Estados Unidos. A consequência foi uma maior credibilidade e a intensificação do afluxo de capitais. As CETES diminuíram mais 6,4 pontos percentuais, de Junho a Dezembro de 1990, quando alcançaram o nível de 26%<sup>15</sup> . Este resultado pode ser percebido na tabela 1.

---

<sup>14</sup> Este declínio foi um ponto decisivo no comportamento das taxas internas de juros reais, que durante muito tempo ficaram em mais de 40%.

<sup>15</sup> A média dos juros reais caiu de 29,9%, em 1989, para 8,4%, em 1990.

TABELA 1

## Taxas de Juros e Preços no México

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Cetes	69,7	45,0	26,0	19,3	15,7	13,8
Taxa ativa em crédito de 30 dias	82,3	56,3	49,6	37,3	28,8	27,4
IPC	51,7	19,7	29,9	18,8	11,9	9,7

*Cetes são títulos públicos de 28 dias.*

*Fonte : Huerta, 1994.*

Os fluxos líquidos de capitais tiveram uma rápida ascensão<sup>16</sup>. Os Investimentos Estrangeiros Diretos em si não aumentaram, em 1991, mas os investimentos em carteira foram cinco vezes maiores, o que revelou um aumento na credibilidade da economia mexicana, a curto-prazo, e maior sofisticação de seus mercados financeiros<sup>17</sup>. O apoio oficial do exterior também contribuiu para financiar a recuperação mexicana. O FMI aprovou um empréstimo de US\$ 4,1 bilhões, a ser

<sup>16</sup> Equivaliam a US\$ 3 bilhões, em 1989, a US\$ 9,7 bilhões, em 1990, e a US\$ 15 bilhões, de janeiro a setembro de 1991.

<sup>17</sup> Um fator agravante é que uma grande parcela dos investimentos em carteira são de curto-prazo, revelando a cautela dos investidores em relação ao futuro do México.

liberado em parcelas trimestrais, até Fevereiro de 1992. O Banco Mundial concedeu um empréstimo de cerca de US\$ 2 bilhões e, se comprometeu a emprestar cifras de médias semelhantes, até 1992. Ambas as instituições e o Japão contribuíram com seus desembolsos logo de início, criando as garantias para um acordo tipo Brady com os bancos comerciais.

O governo norte-americano teve uma participação essencial para o acesso mexicano a fontes oficiais de crédito, através de certa pressão sobre os bancos comerciais e da resposta positiva à negociação do Acordo Norte-Americano de Livre Comércio - NAFTA. Os resultados das entradas de capital no período podem ser vistos na tabela 2.

TABELA 2

Entrada de Capitais e Taxa de Crescimento  
do Investimento e do PIB

	1978-1981	1989-1992
Conta de Capital do BP	47,373	61,293
Taxa Anual de Crescimento do Investimento	16,2%	8,5%
Taxa Anual de Crescimento do PIB	8,5%	3,6%

*Fonte: Indicadores Econômicos do Banco do México e Contas Nacionais do INEGI.*

A inflação mexicana pode ser controlada, porém sem se aproximar dos índices internacionais <sup>18</sup> . Para que tal objetivo fosse atingido, a taxa de câmbio precisava ser ainda mais valorizada, o que afetaria negativamente as exportações brutas e poderia causar uma inversão das expectativas.

Outra fonte preocupante era a conta corrente do Balanço de Pagamento, especialmente o saldo comercial. O desequilíbrio entre os índices de expansão das importações e das exportações levou a um déficit da Balança Comercial equivalente a US\$ 11,2 bilhões em 1991 <sup>19</sup> , financiados pelos fluxos externos de capitais, suficientemente grandes para cobrir esta disparidade e, também, para aumentar as reservas externas.

---

<sup>18</sup> Ver tabela 3.

<sup>19</sup> Ver tabela 3.

TABELA 3

## Indicadores Econômicos

ITEM	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Inflação média	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7	22,7
Setor Externo						
Importações	-12,4	5,0	36,7	21,3	18,8	16,6
Exportações	3,2	10,1	5,8	2,5	3,5	5,1
Balança Comercial	4,6	8,4	1,7	-0,7	-3,0	-11,2
Transações Correntes	-1,7	4,0	-2,4	-5,4	-	-

4) AS ALTERAÇÕES OCORRIDAS NO SISTEMA FINANCEIRO

O sistema financeiro do México sofreu várias modificações, a partir da reforma financeira de 1988. As instituições de fomento tiveram suas funções redefinidas, com o intuito de conceder crédito de longo prazo a setores considerados prioritários para o conjunto da economia da economia. De acordo com o Programa Nacional de Financiamento ao Desenvolvimento ( PRONAFIDE ), as entidades financeiras de fomento deveriam adequar as respectivas composições de "funding" , a fim de que as

finanças públicas não fossem comprometidas, em virtude da ampliação do apoio creditício aos setores prioritários. Assim, as taxas das operações ativas deveriam cobrir os custos financeiros e administrativos dos recursos aplicados. Esta política de fortalecimento da geração interna de recursos eliminaria as transferências fiscais do governo federal, e subordinaria as operações dos bancos públicos de desenvolvimento à necessidade de ajuste fiscal.

Os bancos de desenvolvimento permaneceram como instituições de crédito nacionais, de administração pública federal. A Nacional Financeira deixou de ser um banco múltiplo, sendo extintas suas operações creditícias diretas, que anteriormente eram destinadas em sua maior parte ao setor público. A reestruturação reorientou os empréstimos para as políticas sociais, visando apoiar pequenas e médias empresas, além de ampliar as atividades de consultoria <sup>20</sup>.

Apesar da tentativa de fortalecimento da composição do seu "funding", parcelas significativas de recursos da Nafin continuaram se originando nos organismos financeiros multilaterais, contrariando o objetivo de autofinanciamento através do retorno operacional para as instituições de fomento, postulado pelo Pronafide<sup>21</sup>.

As instituições financeiras de fomento também têm buscado formas de diversificação de suas fontes de recursos, principalmente através da emissão de títulos nos mercados de capitais doméstico e internacional. Houve, entretanto, um aumento no

---

<sup>20</sup> A Nafin retira-se das operações diretas e converte-se em banco de segunda linha, reorienta seus empréstimos aos setores privado e social, concentrando-se na promoção das micros, pequenas e médias empresas e amplia suas atividades como prestadora de serviços.

<sup>21</sup> Em o fluxo de recursos repassados por estas agências superou US\$ 2 bilhões, aplicados em setores de acordo com as condicionalidades das operações contratadas. Destacam-se o BIRD e o BID, como os principais credores da instituição

grau de dependência externa, como mostram os números. Para se reverter tal quadro, tem sido incentivada a geração de renda através da prestação de inúmeros serviços.

A Nafin tem na promoção das micros, pequenas e médias empresas seu objetivo central. Os empréstimos concedidos por esta instituição são direcionados, em sua maior parte para as empresas com até 15 trabalhadores. Assim, a Nacional Financeira estimula o capital de risco nacional a se direcionar para as pequenas e médias empresas, uma vez que a mesma tem participação direta no capital destas empresas. Com tal política, espera esta instituição promover o desenvolvimento da tecnologia nacional, modernizar as empresas nacionais, torná-las mais competitivas e incentivar as atividades de exportação. A consequência direta é que 98% dos recursos disponíveis nesta instituição foram aplicados no setor privado, como mostra a tabela 4.

A política adotada pela Nafin acarreta problemas para o desenvolvimento industrial, uma vez que significa omissão quanto ao financiamento de investimentos estratégicos. Outro fator importante é a fragilidade em termos de "funding" das instituições de fomento, dada a dependência de uma única fonte externa - os organismos multilaterais. Tal fator de fragilidade é acentuado quando se nota a excessiva rigidez imposta às aplicações dos recursos provenientes destes órgãos, o que limita a autonomia de atuação.

Enfim, a política econômica neoliberal adotada provoca o declínio dos bancos públicos e o aumento da dependência externa. Isto impõe a necessidade imediata de se buscar novas fontes de financiamento.

A nova estratégia de política adotada pode ser percebida pela distribuição do crédito fornecido pelo sistema bancário, onde há uma considerável diminuição do crédito direcionado ao setor público, e um aumento do mesmo ao setor privado. Estes dados são apresentados na tabela 4.

TABELA 4

Financiamento fornecido pelo sistema bancário (%)

	1988	1992
Setor Público	62,8	15,3
Setor Privado	37,2	84,7
Total	100,0	100,0

*Fonte: Indicadores Econômicos do Banco do México*

##### 5) A ESTRUTURA BANCÁRIA MEXICANA

Desde meados dos anos 80, os bancos mexicanos estão atravessando um período de aceleradas transformações devido à privatização bancária, ao incremento no número de intermediários financeiros, à liberalização, à desregulamentação de suas operações e à abertura ao exterior. Estas coincidem com tendências gerais de mudanças no sistema financeiro internacional.

Tais modificações somadas aos desafios impostos pelo Tratado de Livre Comércio da América do Norte tornam necessária uma avaliação das potencialidades e limitações que têm os bancos mexicanos frente a esta nova configuração. As alterações no sistema bancário, portanto devem ocorrer a fim de que estes alcancem níveis de desenvolvimento exigidos pelas condições de abertura internacional em que opera a economia mexicana.

### *5.1 Tamanho Relativo da Economia Mexicana*

A evolução do sistema financeiro e bancário de um país resulta da relação destes com a economia a qual servem. Assim, as medidas que se utilizam para se definir o tamanho do sistema financeiro estão relacionadas a dimensões mais gerais da economia, como por exemplo o Produto Interno Bruto.

Percebe-se que o México, comparando-se com alguns países desenvolvidos, é um país muito populoso, seu PIB é relativamente grande, porém sua renda per capita é pequena. Isto pode ser observado pela tabela 5.

TABELA 5

Tamanho comparativo - 1990

	<i>México</i>	<i>EUA</i>	<i>Canadá</i>
<i>Tamanho Absoluto</i>			
<i>População (milhões)</i>	81249,0	251523,0	26620,0
<i>PIB US\$ ( em bilhões )</i>	237,7	5392,2	570,1
<i>PIB per capita</i>	2925,0	21449,0	21418,0
<i>Ordem de Tamanho</i>			
<i>Segundo Número de Habitantes</i>	3,0	1,0	10,0
<i>Tamanho do PIB</i>	11,0	1,0	7,0
<i>PIB per capita</i>	24,0	10,0	11,0
<i>Estrutura Produtiva</i>			
<i>Agro/PIB</i>	9,0	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
	<i>México</i>	<i>EUA</i>	<i>Canadá</i>
<i>Indústria/PIB</i>	23,0	38,0	<i>n.d.</i>
<i>Serviços/PIB</i>	61,0	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<i>Emp. Agro (%PEA)</i>	24,6	2,8	4,2
<i>Emp. Ind. (%PEA)</i>	25,8	25,8	26,8
<i>Emp. Serv (%PEA)</i>	45,6	49,6	70,9

*Fonte: OCDE ( 1992) ; Banco Mundial ( 1992)*

Contrastando-se os resultados considerados acima com os dados sobre a estrutura produtiva e a ocupação, pode-se caracterizar a estrutura econômica do país. No México, o produto do setor agrícola representa um baixo percentual do produto total, o que assemelha o México aos países desenvolvidos. Porém, ao se considerar a população que tem emprego neste setor, se observa que no caso do México a mesma tem um peso importante na PEA, ao passo que nos países mais desenvolvidos a população empregada na agricultura representa uma porcentagem muito reduzida do total. Isto confirma o fato de que, no México, o emprego neste setor é pouco produtivo. Em relação ao setor industrial, o total da PEA empregada neste setor é semelhante aos países desenvolvidos, porém a produtividade do setor é menor que nos países desenvolvidos. Por último, o setor de serviços predomina sobre os demais e tem a maioria relativa da ocupação.

Para se completar a imagem global sobre o tamanho relativo da economia mexicana, deve-se agregar a caracterização da estrutura do mercado interno, que é mostrada na tabela 6. Dentro do mesmo distinguem-se dois grandes setores: o tradicional e o moderno.

TABELA 6

## Estrutura do Mercado Interno - 1990

Estrutura do Mercado	População		Renda		PIB per capita	
	%	abs	%	abs	%	abs
Setor moderno	10%	8121370	30%		11,122	
	30%	24364103	35,71%		3,484	
Setor tradicional	60%	48728207	26,10%		1273	

*Fonte: Encuestade Hogares 1989, INEGI*

Dentro do setor moderno, há um segmento de alta renda composto por 10% da população, que recebe 38% da renda total e, outro segmento de renda média, composto por 30% da população, e que recebe 36% da renda total. Em termos de demanda potencial, estas magnitudes representam um PIB per capita, em 1990, da ordem de, respectivamente, 11.122 dólares e 3.484. Tais dados são comparáveis aos dos países desenvolvidos.

O setor tradicional, entretanto, é composto por 60% da população e recebe 26% da renda total. Isto equivale a uma renda per capita da ordem de 1.273 dólares e, está muito aquém dos índices dos países desenvolvidos.

Assim, o México pode ser considerado um país com grande potencial, devido à magnitude de sua população, com um peso relativo na economia mundial, de acordo com o produto que gera, e um país de industrialização intermediária. Porém, o país apresenta um notável atraso, como indica seu baixo produto per capita em, comparação com os países desenvolvidos, e seus baixos índices de produtividade em todos os setores.

As evidências que surgem da análise do tamanho da economia mexicana, mostram que se ocorresse a estabilização econômica e um ciclo de investimentos, haveria uma demanda muito forte por financiamentos, que recorreria ao segmento bancário e financeiro. Porém, a baixa renda per capita se coloca como uma limitação para o aumento da capacidade do nível de poupança interno, assim como para que a intermediação financeira e o crédito assumam proporções significativas.

O aumento da capacidade de poupança interna e da intermediação financeira são condições essenciais para o desenvolvimento do sistema financeiro mexicano, porém existem fortes limitações para se gerar um aumento substancial desta poupança interna, devido às características históricas da economia mexicana e às dificuldades atuais de desestabilidade da economia mexicana, e para que a intermediação financeira e o crédito assumam uma amplitude significativa neste país.

Há um setor de alta renda que é relevante para a formação de poupança e demanda por fundos, configurando um núcleo de negócios para os diversos serviços de intermediação financeira que se oferece no país, e também há um amplo setor de

rendas médias que se constitui num potencial importante de crescimento em relação ao uso dos serviços financeiros. Como ambos os setores mencionados têm um limitado tamanho relativo, o sistema financeiro ao se desenvolver em tais bases poderia ter problemas com economia de escalas, requeridas para prover eficiência e rentabilidade comparáveis com as de âmbito internacional. Em contraste, existe um amplo setor da população que tem rendas muito baixas, e isto exclui tal setor do sistema financeiro formal. Esta camada da população constitui uma demanda potencial para este sistema, e isto está condicionado ao desenvolvimento do país. Assim, se reforça a premissa de que o México não possui uma estrutura de intermediação financeira compatível com as exigências do mercado internacional e da própria economia doméstica.

## *5.2 O Sistema Financeiro : Tamanho e Profundidade*

O limitado tamanho do sistema financeiro mexicano, outra forma de manifestação do seu pouco desenvolvimento, é evidenciado pelo baixo volume de operações tanto de crédito quanto de débito e pela baixa captação financeira, quando se compara o México com países desenvolvidos, como mostra a tabela 7. Apesar de que, em termos de regulação institucional do sistema financeiro e de formas de organização, do México ter passado por um processo de desregulamentação e liberalização financeiras significativas.

TABELA 7

Instituições Financeiras no México, EUA e Canadá - 1990

	México	EUA	Canadá
Bancos Comerciais			
Número de Bancos	18	12.317	66
Ativos Totais em relação ao PIB	37,6%	62,4%	69%
Captação - M2/PIB	29%	61%	51%
Bolsas de Valores			
Número de Casas	25	1.600	120
Emissoras	202	6.013	1.036
Valores de Mercado em relação ao PIB	16%	50%	50%
Operações de crédito			
Faturação	13,2	259,95	38,55
Operações de débito			
Faturação	0,83	9,47	1,3

Fonte: OCDE (1992), FMI (1993)

Outra forma de se apreciar o desenvolvimento relativo do conjunto do sistema financeiro mexicano é através da relação entre a captação e financiamento com o PIB. Neste contexto, uma maior participação relativa de financiamento e de captação é um indicador positivo de desenvolvimento econômico, uma vez que mostra uma maior capacidade do sistema financeiro em contribuir para o crescimento da economia. São as relações de M2, M4 e da poupança financeira com o PIB que permitem analisar a profundidade da captação financeira

A quantidade de M2 em relação ao PIB é pequena, o que indica que existem poucos passivos quase monetários e de curto prazo. Também é baixa a proporção de M4 em relação ao PIB, mostrando que os passivos financeiros em moedas nacional e estrangeira a todos os prazos são limitados. Em geral, incrementos em M4 são significativos porque indicam que se ampliam os prazos de vencimento para os fundos captados pelo sistema, o que permite ampliar os prazos dos empréstimos e reduzir os riscos, os juros e os custos fixos nas operações de financiamento. Os gráficos 1 e 2 e a tabela 8 mostram as relações entre M2, M4 e o PIB.

Tabela 8

## Profundidade Financeira

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
M2/PIB							
México	28%	32%	32%	22%	25%	27%	31%
EUA	64%	66%	64%	63%	62%	61%	61%
Canadá	43%	44%	44%	44%	47%	49%	51%
Inglaterra	41%	47%	82%	86%	94%	97%	94%
França	53%	51%	51%	49%	48%	46%	42%
Japão	96%	100%	107%	110%	116%	117%	113%
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Poupança Financeira/PIB							
México	26%	34%	37%	29%	34%	36%	33%
EUA	64%	65%	64%	64%	62%	59%	57%
Canadá	29%	31%	31%	33%	36%	39%	42%
Inglaterra	47%	50%	36%	40%	45%	47%	47%
França	43%	42%	45%	47%	49%	51%	52%
Japão	87%	89%	95%	99%	105%	108%	106%
M4/PIB							
México	33%	41%	44%	34%	40%	43%	45%

EUA	80%	82%	82%	80%	78%	75%	75%
Canadá	44%	47%	47%	48%	51%	54%	57%
Inglaterra	63%	68%	72%	76%	83%	86%	87%
França	71%	70%	73%	74%	75%	78%	76%
Japão	115%	118%	124%	129%	134%	136%	135%

Fonte: FMI ( 1993)

Gráfico 1

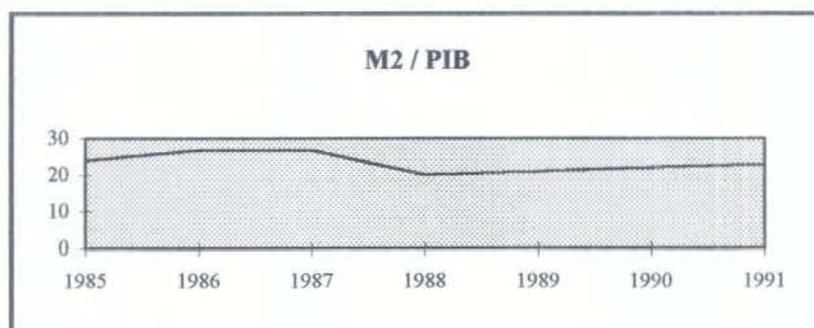
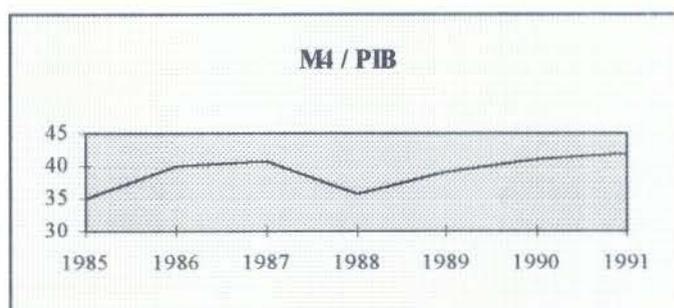


Gráfico 2

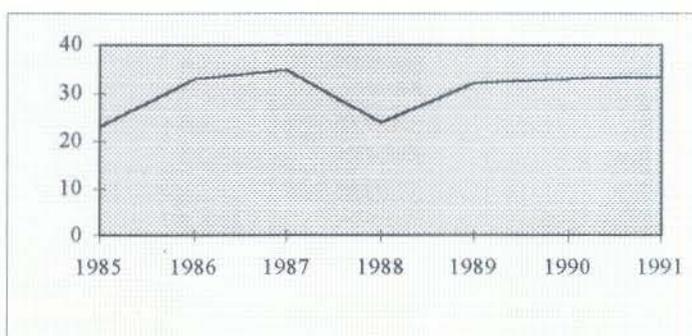


A poupança financeira também é pequena se comparada com o PIB, como mostra a tabela 8, e seu aumento é importante porque, quando ocorre, indica que a

sociedade dispõe de um maior volume de poupança no sistema financeiro, e este pode potencializar uma vinculação eficiente entre agentes deficitários e superavitários. A partir de 1989, todas estas proporções tenderam a aumentar, o que permite concluir que a captação financeira se elevou. Isto pode ser percebido pelo gráfico 3.

Gráfico 3

Poupança Financeira em relação ao PIB



### 5.3 Financiamento

Para se avaliar a profundidade do financiamento outorgado pelo sistema financeiro de uma economia, deve-se relacionar o PIB ao crédito total, ao crédito ao governo central e ao crédito ao setor privado. Assim, no México, a proporção do crédito total em relação ao PIB é excessivamente pequena porém, tende a aumentar a partir da reforma de 1989. O crédito ao setor público tem diminuído, como resultado da estratégia de política econômica e privatização de empresas públicas.

O crédito ao setor privado, embora pequeno devido à difícil situação gerada na economia e nas finanças mexicanas, durante a crise dos anos 80, está em elevação.

Está mudança ocorreu devida à liberalização financeira, desregulamentação e privatização do sistema financeiro. Entre 1989 e 1991, a taxa de crédito ao setor privado em relação ao PIB aumentou 10%. Tais fundos foram aplicados no financiamento de empresas privadas e do consumo privado. Estes resultados podem ser percebidos pela tabela 9.

TABELA 9

## Profundidade Financeira 2

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Crédito Interno/PIB							
México	14,5%	42,7%	35,7%	29,1%	34%	35%	37,8%
EUA	82%	85%	86%	86%	82%	78%	75%
Canadá	75%	77%	77%	78%	81%	86%	91%
Japão	224%	234%	248%	258%	267%	270%	268%
Crédito ao Governo/PIB							
México	8,5%	26,6%	19,4%	16,1%	14,7%	12,6%	9,8%
EUA	9%	9%	10%	8%	7%	7%	8%
Canadá	6%	7%	6%	5%	5%	5%	8%
Japão	36%	39%	39%	40%	40%	37%	35%
Crédito Setor Privado/PIB							
México	4,5%	11%	11,7%	10,5%	16,5%	20,9%	26,8%
EUA	67%	71%	72%	74%	72%	69%	65%
Canadá	69%	69%	70%	72%	75%	79%	81%
Japão	152%	159%	176%	187%	197%	203%	203%

*Fonte: Idem ao Profundidade Financeira*

Como mostra a tabela, a diferença com relação aos países desenvolvidos ainda é notável. Seria necessário, portanto, um longo período para que o crédito ao setor privado mexicano alcançasse os níveis internacionais. O nível de crescimento do crédito, porém, tende a diminuir, já que os impactos iniciais da liberalização se esgotaram, e a demanda por crédito insatisfeita acumulada durante os anos 80 foi atendida.

#### *5.4 Desempenho dos Bancos Comerciais*

Um problema central do atual sistema bancário mexicano é o reduzido número de bancos e de suas redes de serviços, assim como a elevada concentração econômica dos maiores bancos do país, se comparado com os países desenvolvidos. Percebe-se, também, o reduzido tamanho deste conjunto de bancos quando se analisam seus ativos totais. No caso mexicano, o número de agências, de empregados e de ativos totais médios por banco são mais elevados que nos países centrais. Assim, o reduzido número de bancos no sistema faz com que o limitado número de negócios bancários mexicanos se manifeste em elevados valores médios por unidade.

A situação relativa do banco médio mexicano fica melhor definida quando se considera o volume de ativos por agência e por empregado, que são consideravelmente mais baixos que nos países desenvolvidos, sugerindo um problema

de eficiência no sistema. O número reduzido de agências por habitante também mostra a insuficiente vinculação da população com o sistema bancário, e se traduz num problema de canalização de poupança, afetando o próprio nível de poupança das famílias. Como a tecnologia bancária também é relativamente pouco desenvolvida e utilizada, há um aumento nos custos das operações e atraso no sistema de pagamentos.

TABELA 10

Comparação dos Sistemas Bancários Comerciais

	México	EUA	Canadá	Japão
Tamanho Absoluto				
Número de Bancos	18	13791	66	145
Ativos Totais ( mil. US\$ )	158,848	2.959,000	477,931	5.531,551
Número de Empregados	166,261	1.530,000	177,000	397,000
Número de Agências	4,447	49,519	7,307	14,045
Tamanho Médio de Banco ( mil. US\$ )				
Ativos por Banco	8825	214,56	7241	38413
Ativos por	0,955	1,934	2,700	13,933

Empregado				
Ativos por Agência	35,7	59,7	65,4	393,8
Empregados por Banco	9236	111	2682	2771
Agências por Banco	247	3,6	111	99
Habitantes/agência	18270	4973	3599	8764
	México	EUA	Canadá	Japão
Estrutura				
Ativos Totais / PIB	41,06%	56,53%	69%	192%
Captação / PIB	29%	61%	51%	113%
Concentração	80%	19%	90%	-

Fonte: FMI ( 1993)

O nível de rentabilidade é elevado, e esta grande diferença entre taxas ativas e passivas se deve a vários fatores.

- aos fluxos obtidos pelos bancos desde a liberalização do sistema e privatização das instituições, o que, por sua vez, se explica pelas margens de intermediação, que está muito acima dos níveis internacionais, e pelo volume de empréstimos outorgado pelos bancos;

- à pressão de demanda por crédito durante os anos da crise da dívida;

- às condições protecionistas do lado da oferta, que impedem a concorrência com intermediários externos, assim como a entrada de novos intermediários locais que diversifiquem a oferta de serviços financeiros ;

- ao fato dos bancos terem tido acesso a fundos internacionais, captados a prazos longos e taxas de juros menores, que eram aplicados no mercado local a taxas de juros mais elevadas e prazos menores. A tabela 11 apresenta alguns indicadores de rentabilidade, como ROA e ROE e a lucratividade do sistema financeiro. Percebe-se que a rentabilidade do sistema é elevada se comparada aos países desenvolvidos.

TABELA 11

Rentabilidade

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Rentabilidade sobre Ativos-ROA						
México	1.26%	1.75%	2.09%	1.58%	1.41%	1.20%
EUA	0.62%	0.09%	0.81%	0.48%	0.49%	-
Canadá	0.53%	0.61%	0.78%	0.43%	0.77%	-
Japão	0.24%	0.27%	0.3%	0.24%	0.19%	
Rentabilidade sobre Capital ( ROE )						
México	39.55%	42.72%	35.28%	23.75%	22.55%	20.68%

EUA	10.00%	1.80%	13.80%	7.9%	-	-
Canadá	10.80%	-0.3%	17.5%	4.00%	-	-
Japão	12.20%	13.60%	13.90%	-	-	-
Lucratividade						
México	2.16%	2.34%	3.25%	2.49%	2.52%	2.43%
EUA	1.58%	1.54%	1.7%	1.75%	1.68%	-
Canadá	1,50%	1.65%	1.93%	1.86%	1.66%	-
Japão	0.56%	0.64%	0.70%	0.51%	0.38%	-

Fonte : FMI ( 1993 ).

O nível de capitalização dos bancos mexicanos é baixo, mas a partir da privatização, com o aumento do crédito ao setor privado e maior risco de insolvência está surgindo a necessidade de se incrementar os níveis de capitalização dos bancos. Inclusive, com o objetivo de assegurar a estabilidade do sistema, as autoridades mexicanas elaboraram normas de capitalização.

A eficiência do sistema bancário mexicano é alta, porém se deve mais ao aumento de ingressos de capital que à redução dos custos. A produtividade do sistema bancário tem aumentado nos últimos anos, devido à privatização dos bancos e à redução do número de empregados, mas, apesar disto, ainda é baixa. Isto permite concluir que, até o momento, o ritmo e intensidade de modernização do sistema bancário mexicano não é satisfatório.

## 6) A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E O DISTANCIAMENTO DO SETOR PRODUTIVO

Antes de reprivatizar o sistema bancário, o governo mexicano implementa uma série de reformas financeiras, que conduzem à liberalização do setor financeiro nacional, reduzindo a capacidade de regulação governamental sobre o mesmo.

Entre as medidas adotadas, estão a alteração na política de formação das taxas de juros, passando estas a se formarem livremente, e a eliminação dos créditos concedidos ao setor público, a baixas taxas de juros. Esta última obriga as empresas estatais a recorrerem, em maior medida, ao mercado financeiro e a competirem por recursos com as taxas de juros do mercado. Também, eliminam-se os empréstimos formais outorgados a certos setores produtivos, assim como as restrições que existiam sobre empréstimos bancários ao setor privado.

Com a eliminação dos requisitos de reserva sobre os depósitos em moeda nacional, começa a haver maior liberdade para o setor financeiro regular e alocar estes recursos em função de seus interesses. Assim, o sistema financeiro reprivatizado passa a contar com maior liquidez e capacidade de manejo de recursos financeiros.

Reformas que trazem a perspectiva de melhorar a capitalização dos bancos para que estes avancem no processo de modernização que caracteriza, atualmente, o cenário de concorrência internacional, e proteger tal setor diante da liberalização total, estão sendo implementadas. Há liberdade absoluta no que tange à captação e

alocação dos recursos dos bancos, em função de suas necessidades e oportunidades de especulação.

O governo tem menor controle e capacidade de regulação sobre os recursos financeiros, e isto dificulta o manejo da política econômica, creditícia e fiscal, para poder incentivar o crescimento do investimento e avançar na modernização da capacidade produtiva.

O propósito das reformas financeiras também é separar o sistema financeiro do setor público e do setor produtivo. Tem-se buscado preservar a independência e objetividade das decisões de crédito e limitar a concentração do risco bancário em indústrias específicas. Isto significa manter a independência dos bancos comerciais do setor público e canalizar créditos que impulsionem indústrias específicas.

Devido a reformas que ampliaram a separação entre o setor financeiro e a indústria, esta está marginalizada dos fluxos financeiros, pois os níveis de rentabilidade são menores e a prazos mais longos, em virtude da política neoliberal adotada, que no mercado de captais.

O quadro macroeconômico gerado é de desequilíbrio e pressões crescentes no setor externo, expectativas de desvalorização e de contração econômica, que não alimentam o investimento produtivo, o que faz proliferar as atividades financeiras especulativas de curto-prazo.

Isto, somado ao atraso tecnológico, agrava os problemas produtivos e impede uma eficiente inserção internacional da economia mexicana, num contexto de acirrada

concorrência. As pressões sobre as importações se intensificam, o desenvolvimento econômico é freado e aumenta a vulnerabilidade dos recursos financeiro.

### CAPÍTULO III

## ARGENTINA: AFLUÊNCIA DE CAPITAL EXTERNO, DOLARIZAÇÃO E INSTABILIDADE CAMBIAL

### 1) INTRODUÇÃO

No início da década de 90, verificou-se um crescente acesso a fontes voluntárias de financiamento externo na Argentina, gerando-se, em contrapartida, um déficit na conta comercial.

Os fatores de maior relevância que produziram tal situação estão relacionados a aspectos institucionais e macroeconômicos domésticos e à evolução do mercado internacional de crédito. A análise dos fatores internos estão no núcleo deste trabalho e os fatores internacionais são tomados como dados.

A reforma estrutural, ocorrida na Argentina desde meados de 1989, tinha como objetivo instaurar um clima de estabilidade macroeconômica, que propiciasse um surto de investimentos produtivos, e tornar-se viável um processo de crescimento sustentado. Os instrumentos desta reforma foram a liberalização dos mercados, a integração da economia com o resto do mundo e a reforma do setor público, incluindo um ambicioso programa de privatização das empresas estatais. As prioridades salientadas pelas autoridades eram atrair Investimentos Estrangeiros Diretos, uma corrente de financiamento externo e, promover uma repatriação de capitais. Neste contexto, era fundamental o desenvolvimento de um mercado de capitais doméstico,

que deveria não apenas tornar mais atrativo o mercado local para o investidor externo, como, também, deveria estar em condições de transformar os fluxos financeiros em investimento produtivo.

Dentre os fatores estruturais que contribuíram para dar relevância ao incentivo de fluxos externos de capital estão a debilidade da taxa de poupança nacional, que se seguiu ao período da crise da dívida, a forte e crônica restrição externa originada pela pesada carga de juros requerida pela dívida externa, o avançado processo de dolarização pelo qual passava a economia e o elevado grau de fragilidade financeira do setor público.

As medidas de reforma referidas aos fluxos financeiros do exterior, ao mercado de câmbio e ao mercado de capitais doméstico foram implementadas de forma rápida e produziram profundas alterações nas características institucionais dos referidos mercados, ampliando os canais de financiamento externo.

Os instrumentos da reforma lançaram as bases para privatização de empresas públicas com capitalização da dívida externa (lei de reforma do estado); promoveram igualdade de tratamento entre o capital nacional e o capital estrangeiro que são investidos na atividade produtiva (lei da emergência econômica); estabeleceram câmbio fixo entre o peso e o dólar, dando validade legal aos contratos realizados em qualquer moeda e impuseram a exigência de que a base monetária estivesse respaldada em 100% por reservas em divisas em poder do Banco Central da República Argentina (lei da conversibilidade); suprimiram um amplo conjunto de regulamentações

em muitas atividades econômicas, reduzindo os custos de transação no mercado de capitais (decreto de desregulamentação); eliminaram-se as barreiras fiscais para repatriação de capitais; ditaram-se normas para estimular o desenvolvimento do segmento de depósitos e créditos em dólares operados através dos bancos do sistema financeiro doméstico - este segmento, denominado argendólares, recebeu também um forte impulso a partir da liberalização total do mercado de câmbios e do estabelecimento de uma paridade fixa entre moedas.

Na década de 90, a dinâmica de comportamento dos fluxos externos sofre radical modificação, especialmente, quando se analisa separadamente o período 1991-1992, durante o qual se percebeu uma aguda redução nas taxas de juros internacionais e se implementam as reformas internas.

O resultado foi que o uso de fundos externos pela economia registrou um salto quantitativo acentuado. Isto provocou um aumento tanto do desequilíbrio em conta corrente quanto do incremento no ritmo de acumulação de reservas. Estes fenômenos estão associados aos efeitos do Plano de Conversibilidade, ocorrido em abril de 1991 na Argentina, pois o atraso na taxa de câmbio real induziu um forte aumento no desequilíbrio comercial, e a maior confiança na regra cambial originou uma sensível remonetização da economia, que teve como contrapartida um aumento das reservas do Banco Central da República da Argentina. Os fundos externos de natureza autônoma e origem privada passaram a ter privilégio no financiamento da economia, a partir de fins de 1990, e reduziu-se a participação de capitais compensatórios no Balanço de

Pagamentos. Neste contexto, ocorreu um processo de repatriação de capitais, que entraram através de privatizações e impulsionaram a reforma do setor público.

A entrada de capitais privados teve profundas repercussões sobre o mercado financeiro interno, influenciando a evolução tanto dos instrumentos financeiros existentes como daqueles criados pela reforma. A maior integração financeira e o aumento da quantidade e diversidade de títulos financeiros, junto com uma maior estabilidade macroeconômica, conduziram a uma diminuição dos riscos no país, incentivando a entrada de capitais, que a partir de 1991 passaram a ocorrer através da intermediação do sistema financeiro doméstico. As reformas introduzidas para captação e depósitos em dólares deram um grande impulso ao desenvolvimento do segmento dolarizado do sistema financeiro interno (argendólares).

Segundo Fanelli e Damill ( 1993 ), as mudanças institucionais incentivaram o desenvolvimento de um mercado de obrigações negociáveis e a ampliação do mercado de ações, contribuindo para que tanto o setor público quanto o setor privado pudessem recorrer ao crédito voluntário externo. Desta maneira, o sistema financeiro argentino recorre ao mercado de eurobônus, o papel mais importante em termos de captação direta de poupança externa.

A ampliação do mercado de ações se expressa do aumento no nível de capitalização total do mercado, que se deve tanto à alta das cotações dos papéis existentes como à incorporação de novas empresas. Porém, ainda há deficiências estruturais que mostram que o mercado de capitais doméstico não se compôs

plenamente. Observa-se que apenas as empresas líderes a nível nacional têm acesso a este mercado, além de haver certa saturação, ultimamente, na colocação de obrigações no mercado. Nota-se, ainda, que as cotações em bolsa são muito instáveis, indicando níveis de incerteza ainda muito altos. E, por último, verifica-se que apesar de haver ocorrido aumento na colocação de títulos no mercado de capitais, isto não significa um retrocesso no processo de dolarização, já que os novos ativos ainda são denominados em dólar. Isto constitui um fator de instabilidade, pois os créditos estão denominados em dólar e capacidade de pagamento dos devedores depende da evolução do nível de atividade e da estabilidade doméstica.

Na opinião de Fanelli e Damill, um dos fatores mais relevantes na geração de um fluxo positivo de capital para a economia Argentina tem sido a redução do risco, observada no biênio 1991 - 1992, e esta variação dos riscos no país está relacionada com a estabilidade macroeconômica.

A instabilidade macroeconômica afeta os portfólios, principalmente, através de desvalorizações cambiais inesperadas. Isto porque altera o valor dos ativos denominados na moeda desvalorizada, devido ao efeito inflacionário, e produz fortes mudanças nos preços relativos. Os erros de expectativas também são maiores nos períodos de instabilidade e choques. Esses elementos que elevam o risco, tornam-se menores nos períodos de maior estabilidade.

## 2) OS ANTECEDENTES DO PLANO DE CONVERSIBILIDADE

A partir de 1985, a equipe econômica partiu da premissa de que a redução dos desequilíbrios macroeconômicos e a promoção de um ambiente econômico mais estável eram condições necessárias, embora não suficientes, para restabelecer o crescimento. Com tal perspectiva, lançou um plano de choque heterodoxo para combater a inflação: o Plano Austral.

Apesar de seu êxito inicial, uma combinação de problemas de definição, como choques externos, modesta restrição fiscal, tensões políticas e econômicas, reativaram a inflação e provocaram o fracasso da primeira tentativa de estabilização. Após o progressivo desgaste do Plano Austral, foram lançados três efêmeros programas de estabilização, em um contexto político crescentemente adverso.

objetivo de estabilização econômica e ao aprofundamento das políticas de reforma. Era

Em 1989, ocorre um surto inflacionário que reforçou a prioridade atribuída ao 1990, devido a um segundo surto hiperinflacionário, o restabelecimento da liquidez do necessário conter a incerteza provocada pela primeira explosão hiperinflacionária. Em setor público converteu-se em um objetivo incontestável. O quadro resultante era de intensos desequilíbrios fiscais e evasões maciças de capital, num contexto de alta instabilidade e de colapso no investimento <sup>1</sup>.

O fato é que, até o lançamento do Plano de Conversibilidade, os recessivos programas de estabilização reproduziram de maneira semelhante o padrão cíclico das

---

<sup>1</sup> A produção apresentou uma queda de 6,6 % em 1989, e permaneceu constante no ano seguinte.

tentativas anteriores: um choque inicial reduzia drasticamente a inflação, melhorava temporariamente o balanço fiscal e reduzia as taxas de juros reais, porém era seguido por uma aceleração inflacionária, uma deterioração das finanças públicas e um novo aumento das taxas de juros. Esses desdobramentos acumulavam pressões que culminavam em uma crise cambial, um novo surto inflacionário ou ambas as coisas.

Existem três razões econômicas básicas para os sucessivos fracassos:

A) a magnitude dos desequilíbrios acumulados na década de 80, especialmente no plano fiscal. Não foi possível restabelecer a liquidez fiscal de setor público devido ao alto nível de endividamento externo, à incapacidade para gerar recursos em divisas e à erosão de suas fontes de financiamento interno real, uma vez que estas características vinculam o êxito das políticas de estabilização ao restabelecimento da liquidez financeira do Estado, por sua vez impossível de se alcançar sem um processo de reforma estrutural neste último.

B) a fragilidade do setor externo e a inexistência de mecanismos para compensar choques externos negativos, o que aumentou a volatilidade das expectativas e a incerteza e, por conseguinte, os custos da estabilização. Em certas ocasiões, os choques externos provocaram corridas especulativas contra a moeda local, acelerando o colapso de tentativas de estabilização.

C) o consenso das políticas perseguidas pelos organismos multilaterais mostrou insuficiências e inconsistências que aumentaram os custos da estabilização e da reforma. Ocorreu uma concentração excessiva em critérios de desempenho de curto-

prazo e uma insistência recorrente na liberalização, sem se atentar para as características institucionais.

### 3) O PLANO DE CONVERSIBILIDADE

Com a implementação do Plano de Conversibilidade, o governo pretendia implementar uma reforma estrutural, que incluía três grandes áreas de política:

- A) a reforma do regime comercial-cambial;
- B) a reforma do setor público;
- C) a reforma do quadro regulatório.

Assim, o ambiente institucional da economia Argentina, no início dos anos 90, é radicalmente diferente. Embora, o contexto ainda seja de alta vulnerabilidade externa e forte instabilidade macroeconômica.

De um economia com um acentuado viés anti-exportador, que havia prevalecido durante todo o pós-guerra, a orientação da política econômica argentina se voltou para a remoção das barreiras tarifárias e não-tarifárias <sup>2</sup>. As tarifas nominais também tenderam, sistematicamente, a cair <sup>3</sup>. Em 1992, a tarifa máxima havia caído para 20%, a tarifa média se reduzido a 10% e o desvio padrão a pouco mais de 5%. Foram eliminados todos os impostos específicos e regimes especiais, com exceção do

---

<sup>2</sup> Em princípios de 1991, praticamente todas as restrições quantitativas haviam sido removidas, enquanto que, em 1986, cerca de 47% das importações estavam sujeitas ao regime de licença de importação.

<sup>3</sup> Até meados dos anos 80, o leque de tarifas nominais variava entre um mínimo de 0 e um máximo de 38 %, com uma média ponderada de 32%. Os regimes especiais para a indústria automobilística e de informática davam um nível de proteção ainda maior para estes setores.

correspondente à indústria automotora. Reduziu-se o nível médio de proteção da economia, como consequência do processo de liberalização preferencial, primeiro com o Brasil e, a partir de 1991, com os países do Mercosul.

O objetivo de redução do nível de proteção nominal entrou sistematicamente em conflito com as demandas por equilíbrio fiscal. As receitas fiscais originadas das tarifas nominais e de impostos especiais contribuía para aliviar a pressão financeira sobre o setor público, embora fosse consenso de que esta não era uma política desejada.

As políticas de exportação também evoluíram para um sentido de diminuir o viés antiexportador do regime comercial, através da eliminação dos impostos à exportação e da política de valorização da taxa de câmbio efetiva. Embora, a extensão e sustentabilidade de tal redução estivesse muito condicionada pelas necessidades fiscais.

As políticas cambiais, entretanto, não tiveram uma administração uniforme <sup>4</sup>. A sobrevalorização da moeda nacional foi uma constante, especialmente a partir de 1990. Tal fato, somado à volatilidade da paridade real, estimulou a incerteza e desestimulou o investimento vinculado à exportação.

Duas razões explicam os períodos de valorização real da moeda:

A) seu efeito positivo de curto-prazo sobre a inflação e sobre as expectativas de aumento de preço;

---

<sup>4</sup> Exceção feita ao movimento visando a eliminação dos controles para as transações correntes e de capital.

B) o impacto favorável sobre as finanças do setor público, geralmente deficitário em seus pagamentos líquidos de divisas <sup>5</sup>.

Assim, os conflitos de política entre os objetivos de estabilização macroeconômica e liberalização do regime comercial foram intensos no terreno da política cambial. Além do impacto inflacionário direto de mudanças na paridade da moeda, suas implicações fiscais numa economia deficitária em divisas eram graves. Logo, a sustentabilidade da reforma do regime comercial é questionada.

Devido aos efeitos macroeconômicos negativos do desequilíbrio fiscal, aos episódios hiperinflacionários e à crise da dívida externa, a reforma do setor público se converteu numa das prioridades da política econômica. Concentrou-se em quatro áreas principais:

- A) restabelecimento do equilíbrio fiscal;
- B) redefinição da relação entre a administração central e as provinciais;
- C) mudança na estrutura de financiamento do setor público;
- D) privatização de empresas público.

A dimensão do ajuste fiscal da economia argentina foi considerável <sup>6</sup>. Um componente importante do processo foi a redefinição das relações financeiras entre a autoridade central e o governo das províncias. A eliminação dos redescontos do Banco

---

<sup>5</sup> A disponibilidade de financiamento externo e os efeitos reais de valorização cambial colocam restrições a esta política. Existe ainda uma inconsistência intertemporal, uma vez que os recursos externos são disponíveis por períodos limitados de tempo, e tornam impossível a sustentação a médio-prazo de tal política.

<sup>6</sup> Entre 1981 e 1983, o déficit fiscal médio era de 14,5% do PIB, passou para apenas 2% em 1990 e atingiu um superávit de 0,5% em 1992. Porém, tal processo não é linear, e em certas ocasiões os desequilíbrios cresceram acentuadamente.

Central aos bancos oficiais das províncias e a suspensão do financiamento transitório do Tesouro Nacional aos tesouros provinciais contribuíram para um controle mais efetivo dos gastos e a conseqüente redução dos desequilíbrios. Houve uma diminuição do custo direto para o governo central.

Os avanços mais significativos em relação à mudança na estrutura de financiamento do setor público ocorreram a partir de 1991, após terem sido eliminadas as opções de financiamento público através do imposto inflacionário ou da colocação de títulos da dívida pública. O restabelecimento da liquidez do setor público se converteu numa necessidade urgente. Ocorreu uma ampliação da base tributável, através da generalização do IVA, e um avanço do sistema de arrecadação. O bom desempenho fiscal agregado foi causado, também, pelas receitas provenientes das privatizações.

Em relação ao processo de privatização, a experiência argentina foi extremamente rápida e profunda <sup>7</sup>. O objetivo imediato das privatizações era gerar receitas para o setor público, reduzir o endividamento externo e interno, e diminuir as propriedades públicas <sup>8</sup>. Esses objetivos de curto-prazo foram satisfatórios, havendo redução de 19% da dívida pública, em 1991. Porém, muitos foram os resultados negativos do programa, e no caso da Argentina se destacou a inexistência de uma entidade regulatória para supervisionar o desempenho dos novos proprietários. As tarifas e preços ficaram elevadas em relação aos padrões internacionais, o que

---

<sup>7</sup> Até meados dos anos 80, existiam mais de 300 empresas estatais monopolistas. O processo de privatização se iniciou em 1987, mas devido a conflitos adquiriu dinamismo somente em 1989.

<sup>8</sup> Isto foi feito através da troca de títulos da dívida por participação na propriedade das empresas.

garantiu altas taxas de retorno e o financiamento de investimentos comprometidos. O processo gerou uma rigidez na conta de serviços e fatores, uma vez que houve elevada participação de capital externo, através do mecanismo de conversão da dívida. Como as atividades privatizadas se concentraram na produção de bens não-transacionáveis, não houve contribuição direta para a geração de divisas.

Paralelamente ao programa de privatização, ocorreu um ativo processo de desregulação nos mercados de bens, serviços e fatores de produção<sup>9</sup>. A regulação da atividade financeira era feita através de mecanismos como controle da taxa de juros, alocação de crédito por parte da Bacen, financiamento compulsório do setor público e influência das instituições financeiras estatais no mercado. A proliferação de mercados informais foi anulando o efeito das regulações, e sancionou o processo de desregulação<sup>10</sup>.

O mercado de trabalho também passou pelo processo de desregulação, com a flexibilização dos contratos de trabalho. Não obstante a ênfase desreguladora do governo, até o final de 1992, os aumentos salariais estavam limitados a incrementos na produtividade. Foram suspensos novos programas de promoção industrial, aprimorou-se a implementação, a auditoria e o controle dos remanescentes.

Por trás de tal processo de desregulação, está a idéia de que a sobrerregulação acumulada na economia argentina teve influência negativa sobre o desempenho

---

<sup>9</sup> A intervenção do setor público foi muito ativa no mercado de trabalho e no mercado financeiro, assim como em outros mercados específicos de bens e serviços.

<sup>10</sup> Em 1987, foram suspensos o controle das taxas de juros e outras restrições às operações das instituições financeiras privadas. A desregulação financeira foi se aprofundando ao eliminar as restrições existentes sobre os mercados de capitais.

econômico, na medida em que diminuiu a eficiência global e favoreceu o desenvolvimento de comportamentos especulativos .

Devido à fragilidade das instituições públicas, o processo desregulatório apresentou características de uma retração desorganizada do setor público. A deterioração dos mecanismos de gestão pública adquiriu tal magnitude, que o colapso do setor público se converteu numa nova fonte de desequilíbrio.

Os indicadores de liquidez externas da Argentina se situaram entre os piores dos países em desenvolvimento de renda média. As poucas alterações favoráveis ocorreram em virtude de fatores exógenos ( queda internacional nas taxas de juros ), e do programa de privatização. A crise da dívida foi uma fonte permanente de incerteza e instabilidade macroeconômica. A restrição do acesso ao crédito externo em um contexto de alto endividamento, exigiu a geração de superávits comerciais, que tornaram possível a transferência de recursos ao exterior. Esta forma de ajuste causou um forte impacto fiscal, que agregado às tradicionais dificuldades financeiras do setor público agravou os desequilíbrios macroeconômicos.

As relações da Argentina com os bancos comerciais foram traumáticas e se caracterizaram pela acumulação de atrasos, decorrentes da impossibilidade de se atender aos compromissos contraídos. Até 1991, a Argentina manteve uma moratória de fato com os bancos comerciais. Com os organismos multilaterais, as relações não foram mais simples, pela mesma incapacidade de cumprir os compromissos acertados.

O acordo Brady, realizado em 1992, não representou uma solução significativa no estoque de endividamento externo, e por conseguinte não melhorou os indicadores de liquidez no curto-prazo. A principal virtude do Plano Brady foi o ganho de tempo que tal acordo proporcionou.

#### 4) O PLANO DE CONVERSIBILIDADE E O DESEMPENHO

##### DO SISTEMA FINANCEIRO

O Plano de Conversibilidade provocou alterações significativas no sistema financeiro, uma vez que o novo contexto apresenta um certo grau de estabilidade no que tange ao comportamento dos preços e uma possibilidade de atuação mais livre das instituições financeiras, já que a economia atravessa um processo de liberalização financeira e de desregulação das taxas de juros.

No início do Programa de Conversibilidade, o coeficiente de monetização da economia era muito baixo, e isto representava um entrave às instituições financeiras. Assim, a economia passa por um processo de remonetização, que pode ser observado pelos dados da tabela 12. Por exemplo, a relação M2/PIB, definida como o estoque monetário em poder do público somado aos depósitos remunerados como proporção do valor agregado global, alcança os 6,5 pontos percentuais em Março de 1991 e, prossegue em elevação. Os outros índices apresentados na tabela 12 também se elevam e, revelam o aumento na profundidade financeira do sistema.

TABELA 12

Coeficiente de Monetização

( Em % do PIB )

1991	M1/PIB	M2/PIB	DEP/PIB	M2*/PIB	DEP*/PIB
Jan.	3,7	7,4	5,0	11,0	8,6
Fev.	3,1	5,9	4,2	8,9	7,2
Mar.	3,3	6,5	4,6	9,6	7,7
Abr.	3,8	7,1	5,0	10,4	8,3
Ma.	4,2	7,5	5,1	11,2	8,8
Out.	5,3	8,9	5,8	13,9	10,8
Nov.	5,6	9,4	6,2	14,5	11,3
Dez.	6,4	10,3	6,6	15,6	11,9
1992					
Jan.	6,7	10,7	6,8	16,3	12,1
Fev.	6,7	10,9	7,0	16,7	12,8
Mar.	6,6	10,9	7,2	17,0	13,3
Abr.	6,8	11,3	7,6	17,6	13,9
Ma.	7,1	12,1	8,2	18,7	14,8
Out.	7,6	13,8	9,8	21,3	17,3
Nov.	7,7	13,8	10,0	21,7	17,6
Dez.	7,9	14,1	9,6	21,8	17,2

Fonte: BCRA.

*M1: Dinheiro em poder de público e depósitos à vista.*

*M2: M1 e depósitos à prazo.*

*M2\*: M2 e depósitos em moeda estrangeira.*

*Depósitos: depósitos e depósitos em moeda estrangeira.*

As reservas internacionais também sofrem um acréscimo significativo, como resultado de um aumento do afluxo de moeda estrangeira, que inclui a repatriação de capital de residentes e o ingresso de capital de não-residentes ( ver quadro 3 ). Existem argumentos que atribuem tal fato ao aumento da confiança por parte dos agentes, derivada da fixação da paridade cambial por lei, que elimina riscos de desvalorização cambial <sup>11</sup> , e de outras medidas neoliberais adotadas, como liberalização financeira, a desregulação da taxa de juros, abertura comercial e aprofundamento do processo de privatização.

A entrada de capitais repercute sobre o mercado financeiro interno, influenciando a adequação dos instrumentos financeiros existentes à nova conjuntura. Os custos médios de intermediação financeira são reduzidos ( tabela 13 ) e ocorrem transformações institucionais com o objetivo de integrar os mercados de câmbio e de capitais com o sistema financeiro internacional.

---

<sup>11</sup> Deve-se notar que existe cobertura em reservas sobre a base monetária e, não sobre a a totalidade dos recursos monetários, o que exige uma relação ajustada entre base monetária e recursos monetários, a fim de que não crie expectativas de desvalorização.

TABELA 13

## Custo Médio de Intermediação Financeira

Período	Bcos Púb. (1)	Bcos Púb. (2)	Bcos Priv. (3)	Bcos Priv. (4)	Bcos Estrang.	Total Sistema	Total Ent. Prv.
1990	3,28	6,43	3,66	4,58	3,94	4,09	3,97
1991							
Fev.	2,24	5,07	3,16	3,54	2,90	3,12	3,16
	2,14	4,76	2,82	3,83	3,13	3,06	3,16
	1,96	4,02	2,83	3,48	2,91	2,81	3,03
	1,71	3,91	2,62	3,19	2,82	2,63	2,82
	1,78	3,43	2,34	2,99	2,42	2,40	2,51
	1,61	3,04	2,21	2,86	2,36	2,23	2,39
1992							
	1,40	2,80	1,94	2,52	1,95	1,97	2,07
	1,26	2,56	1,98	2,48	1,83	1,88	2,05
	1,18	2,44	1,93	2,41	1,82	1,82	2,01
	1,18	2,18	1,68	2,09	1,57	1,63	1,73

Fonte: BCNA.

(1) Inclui BCNA, Banade, Hipotecário, Província de Buenos Aires e Casa Nacional de Poupança.

(2) Inclue Bancos Bancos Santafecino de Inversión y Confirere.

(3) Bancos Privados de Cap. Nacional e Cap. Federal.

As reformas introduzidas nas regulações para a captação de depósitos em dólares impulsionaram o segmento dolarizado do sistema financeiro interno ( argendólares ). Assim, via repatriação de capitais, os bancos privados constituem suas reservas em dólares e, sobre esta base geram-se, via expansão secundária, novo crédito em argendólares. Ainda assim, o estabelecimento do regime de conversibilidade do peso estimulou a acumulação de reservas no Banco Central ( entre Abril de 1991 e Dezembro de 1992, os ativos de reserva do Banco Central passaram de US\$ 5,543 bilhões para US\$ 12,948 bilhões ) . A expansão secundária do aumento da base induzida por este incremento de reservas acarreta um forte aumento dos ativos denominados em pesos. A contrapartida do aumento de depósitos em pesos e argendólares é uma expansão da oferta de crédito, que por sua vez induz a expansão da demanda efetiva. Os efeitos deste processo é um aumento do déficit comercial. Ver quadro 4.

As mudanças institucionais também incentivaram o desenvolvimento de um mercado de obrigações negociáveis e a ampliação das operações da bolsa de valores, com a entrada de capitais privados. As melhores condições de acesso ao mercado voluntário de crédito internacional permitiram que tanto o setor público quanto o setor privado pudessem recorrer com mais frequência ao mercado de eurobônus ( o papel mais importante em termos de captação direta de poupança externa ). As empresas privadas colocaram um total de US\$ 140 milhões, com prazos que variam de 1,5 a 5 anos, e o Governo colocou dois tipos de eurobônus, num total de US\$ 300 milhões (

República Argentina ) e de US\$ 250 milhões ( República Argentina 2 ). As obrigações negociáveis também desempenharam um estímulo importante à entrada de capitais. A colocação das mesmas - denominadas tanto em pesos quanto em dólares - atingiram US\$ 462,7 milhões, desde sua criação. Os prazos de colocação têm variado de 2 a 12 anos.

A ampliação do mercado de crédito e de capitais ocasionou um aumento do nível de capitalização do mercado, que passou de US\$ 272 milhões, em 1991, para US\$ 18 435 milhões, em 1992. Tal aumento se deve tanto à alta das cotações das ações existentes, quanto à incorporação de novas empresas. Entretanto, há evidências de que o mercado de capitais doméstico ainda não se desenvolveu plenamente. Somente as empresas líderes a nível nacional possuem acesso a este mercado, além de se observar uma saturação nas colocações recentes de ações. As cotações têm apresentado grandes flutuações, o que indica ainda elevados níveis de incerteza. E, finalmente, o desenvolvimento do mercado de capitais não significa um retrocesso no processo de dolarização, uma vez que a maioria dos novos ativos financeiros continuam denominados em dólar. Este caráter é altamente instável, na medida que os créditos também estão denominados em dólar, e a capacidade de pagamento dos devedores se correlaciona fortemente com a evolução do nível de atividade e de estabilidade domésticos.

## 5) O RISCO ECONÔMICO E A MOBILIDADE DE CAPITAL

Em geral, tem-se argumentado que a geração de um fluxo positivo de capital para a economia argentina foi causado pela redução do risco no país no biênio 1991-1992, devido ao Plano de Conversibilidade. A variação do risco é calculada pela diferença entre a taxa interna de retorno do Bonex e da taxa da Libor, e está relacionada com a evolução da estabilidade macroeconômica. Assim, o risco aumentou nos períodos turbulentos da década de 80, quando foi declarada a moratória e na época da hiperinflação e reduziu-se no período inicial do Plano de Conversibilidade.

A instabilidade macroeconômica afeta diretamente os portfólios através de desvalorizações não antecipadas, porque deteriora o valor dos ativos denominados em pesos ( ao acelerar a inflação ) e provoca alterações nos preços relativos, aumentando as possibilidades de erros de expectativas. Estes últimos são muito maiores nos períodos de *shock* e de instabilidade.

Porém, os fatores de risco, no médio e longo prazos, estão relacionados com a geração de déficits comerciais, uma vez que tornam insustentável o equilíbrio futuro da conta corrente do Balanço de Pagamento, diminuindo a credibilidade na regra cambial e aumentando a taxa de risco, abrindo espaço para o refluxo de capital externo. Outro aspecto negativo relacionado aos fatores de risco, a longo prazo, diz respeito à perda de controle das fontes de emissão monetária ( devido à crise fiscal ou a crises

financeiras ), o que confere aos recursos de liquidez um carácter de instabilidade e, gera uma corrida especulativa contra a moeda doméstica.

Levando-se em conta a última análise, o Plano de Conversibilidade apresenta debilidades cruciais, apesar da positiva evolução macroeconómica do início do mesmo. A fase expansiva inicial é acompanhada por aumento da absorção doméstica e do déficit comercial, assim como de sobrevalorização crescente da moeda local. E este é o primeiro fator que aumenta o risco. Por outro lado, embora as fontes de expansão do crédito doméstico devido a fatores fiscais estejam controladas, isto se deve às receitas momentâneas das privatizações.

O risco associado à fragilidade financeira, devido ao processo de dolarização, gera distorções, uma vez que alguns bancos fornecem crédito de longo prazo e em dólar ( por exemplo hipotecário ) e, sendo o prazo de maturação dos depósitos "argendólares" que sustentam tal crédito inferior a 90 dias, há um grave problema de descasamento de prazos e de risco cambial ( uma vez que 77,5% deste crédito foi utilizado para financiar atividades não vinculadas ao comércio internacional ). Assim, há um aumento da exposição dos bancos.

Outro fator de risco importante do Plano de Conversibilidade está relacionado com a evolução da taxa de juros do mercado internacional de crédito. Como durante a implantação do mesmo as taxas internacionais de juros encontravam-se em baixos patamares, e o acesso ao crédito externo era facilitado. Tal entrada de capital condicionada a fatores exógenos expõe o sistema financeiro doméstico a riscos

elevados, uma vez que a qualquer alteração nas condições externas, há um refluxo de capital, com drásticas consequências para a economia local.

Logo, está claro que o Plano de Conversibilidade, onde a única fonte de expansão da oferta monetária esta relacionada ao nível de reservas, apresenta debilidades intrínsecas, que no longo prazo terminam por elevar o risco econômica e a fragilidade financeira.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O resultado da pesquisa final indicou que os fatores de risco e fragilidade financeira, que são inerentes ao capitalismo, elevaram-se nos sistemas financeiros do México e da Argentina, a partir dos anos 90.

O argumento considerou as tendências recentes da economia mundial, qual seja a diversificação dos ativos financeiros acompanhada de um considerável aumento da liquidez dos mesmos, a liberalização das principais economias, a desregulamentação, a maior integração entre os mercados regionais e as alterações nas possibilidades de acesso ao crédito externo para os países periféricos, ocorrida no início dos anos 90. A partir destas constatações, notou-se que a especulação financeira tornou-se um componente de extrema importância no período recente.

O exposto envolveu, entretanto, uma discussão acerca das especificidades macroeconômicas da Argentina e do México enquanto economias periféricas. Foram analisadas suas tentativas recentes de estabilização, e as implicações das medidas adotadas durante estes processos de ajuste estrutural sobre os mercados financeiros destes países. Na realidade, a forma especulativa de inserção dos sistemas financeiros mexicano e argentino nos mercados domésticos e internacional predomina atualmente e, isto tem um impacto negativo sobre o desenvolvimento de mecanismos de financiamento nestes países. Outro elemento analisado foi a natureza privada e de curto prazo dos empréstimos que se dirigiram para os países periféricos neste

período, e que, inclusive, foram contratados a taxas de juros elevadas e flutuantes. Assim, a relação entre os serviços da dívida e a rentabilidade esperada dos ativos tendeu a se tornar mais frágil.

O México ao adotar um programa neoliberal, onde foram implementadas medidas de liberalização financeira, abertura comercial, privatizações de empresas estatais e desregulamentação do sistema financeiro, acarretou um curto período de aquecimento e estabilidade da economia. Porém, as causas deste pequeno surto de crescimento estavam atreladas a condições exógenas, como o afluxo de capital internacional que permitia o controle da inflação através do controle da taxa de câmbio. Também, o controle do déficit fiscal no início do plano estava subordinado às receitas provenientes do processo de privatização. Esta ausência de mecanismos internos capazes de garantir a estabilidade da economia termina por expor a economia a um risco cambial que possui implicações muito sérias.

Dentro deste quadro macroeconômico instável e dependente do funcionamento do mercado internacional de crédito e de capital, o sistema financeiro sofreu um processo de desregulamentação. As instituições financeiras, agora mais integradas com o mercado internacional, possuem mais liberdade de atuação, e lançam-se em operações mais arriscadas, uma vez que a possibilidade de lucro através da especulação se eleva. Entretanto, no longo-prazo, os problemas gerados por este tipo de comportamento eleva o risco e a fragilidade financeira do sistema, e agrava a instabilidade.

A Argentina, que também passou por um processo de liberalização financeira, abertura comercial e adotou um plano de estabilização apoiado na conversibilidade cambial, fez com que o risco e a fragilidade financeira do sistema se elevassem.

Argumentou-se que a entrada de um fluxo positivo de capital, a partir do início dos anos 90, na economia argentina foi causado pela redução do risco no país no biênio 1991-1992, devido à maior estabilidade macroeconômica.

No médio e longo prazos, porém, os fatores de risco dependem da previsão de equilíbrio futuro da conta corrente do Balanço de Pagamento, pois a diminuindo da credibilidade na regra cambial aumenta a taxa de risco, abrindo espaço para o refluxo de capital externo. Outro aspecto negativo, a longo prazo, diz respeito à perda de controle das fontes de emissão monetária, o que confere aos recursos de liquidez um caráter de instabilidade e, abre espaço para uma possível corrida especulativa contra a moeda doméstica.

Logo, o Plano de Conversibilidade apresenta debilidades cruciais, apesar da positiva evolução macroeconômica inicial. A fase expansiva é seguida por aumento da absorção doméstica e do déficit comercial, assim como de sobrevalorização crescente da moeda local. Por outro lado, embora as fontes de expansão do crédito doméstico estão controladas apenas momentaneamente, visto que dependem das receitas das privatizações.

O risco associado à fragilidade financeira, devido ao processo de dolarização, também gera distorções, uma vez que alguns bancos fornecem crédito de longo prazo

e em dólar com prazo de maturação dos depósitos “argendólares” que, em geral não ultrapassam 90 dias, o que causa um grave problema de descasamento de prazos e de risco cambial ( uma vez que 77,5% deste crédito foi utilizado para financiar atividades não vinculadas ao comércio internacional ). Assim, há um aumento da exposição dos bancos.

Outro fator de risco importante do Plano de Conversibilidade está relacionado com a evolução da taxa de juros do mercado internacional de crédito. Tal entrada de capital condicionada a fatores exógenos expõe o sistema financeiro doméstico a riscos elevados, uma vez que a qualquer alteração nas condições externas, há um refluxo de capital.

Também, não ocorreu uma alocação mais eficiente dos fatores nas economias periféricas que passaram por um processo de liberalização financeira, conforme argumentam os defensores dos instrumentos de mercado. Houve, sim uma maior exposição das instituições financeiras, que se arriscaram em busca do lucro especulativo, além de uma redistribuição da riqueza em favor dos credores.

## ANEXOS

### Quadro 1

#### México: Dívida Pública

	1982	1988	1992	1993
Dívida Interna	36,6	29,3	12,1	20,9
Dívida Externa	34,5	47,5	23,6	12,7
Dívida Externa Líquida	34,5	47,5	21,2	19,2

*Os dados de 1993 foram estimados.*

*A dívida pública externa total menos os ativos do banco central se refere à dívida externa líquida.*

*Fonte: Huerta, 1994*

### Quadro 2

#### Indicadores das Finanças Públicas- México

	1988	1991	1992
Dívida Líquida Total	62,4	35,6	24,9
Pagamento de Juros	16,9	5,5	4,0
Internos	13,3	3,4	-
Externos	3,6	2,0	-
Saldo Primário	6,1	5,1	5,6
Saldo Financeiro	-12,5	-1,8	0,5

*Fonte: Huerta, 1994*

Quadro 3

Reservas Internacionais - US\$ Bilhões

Fim do Período	Argentina	México
1990	3,200	9,800
1991	6,000	17,700
1992	10,000	18,900
1993	13,600	25,000
1994	13,500	17,200

Fonte: Huerta, 1994

Quadro 4

Superávit ou Déficit como Percentual do PIB

País	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Argentina	-4,4	-3,8	-2,6	-1,7	-1,2	-0,1	0,3
México	-14,2	-9,7	-5	-2,8	3,2	4,5	0,4

Fonte: IDB ( 1994) *Economic and Social Progress in Latin America ( Special Report, Fiscal Descentralizacion )*

## BIBLIOGRAFIA

- Nogueira, Celso Garrido e Webb, Tomás Peñaloza : “Sistema Financeiro y Bancos Mexicanos en Perspectiva Internacional” in Transiciones Financeiras y TLC: Canadá, México y EEUU , Pérez, A. G. e Nogueira, C. G. ( org.), México, Ed. Ariel, 1994.
  - Eco, Umberto : “Como se faz uma tese” , Editora Perspectiva, São Paulo, 1988.
  - Miranda, J. C. : “Incerteza, Antecipação e Convenção”, in Revista do Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, Agosto de 1993.
  - Huerta, Arturo G. : “La Situación Económica Actual y la Necesidad de una Política de Estabilidad, Crecimiento Económico y Equidad”, in Economía Informa, Facultad de Economía, Unam, número 234, México, 1995.
  - Anguiano, G. Mántey de: “ Los Viejos Errores Financieros se Repiten”, in Economía Informa, Facultad de Economía, Unam, número 236, México, 1995.
- Brasileira de Co
- Lustig, Nora: “México, Da Crise à Recuperação”, in Revista Brasileira de Comércio Exterior, FUNCEX, número 36, Rio de Janeiro, 1993.
  - Minsky, H. : “A Hipótese da Instabilidade Financeira: Uma Interpretação de Keynes e uma Alternativa à Teoria Pradão”, mimeo (tradução), IE, Unicamp.
  - Fanelli, J.M. e Damill, M. : “Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas: Argentina” , in Afluência de Capitales y Estabilización en América Latina, Steiner, Roberto ( compilador ) , Argentina, TM Editores, 1993.

- Huerta, Arturo G. : "La Política Neoliberal de Estabilización Económica en México - Límites y Alternativas", México, Editorial Diana, 1994.
- Bouzas, Roberto : "Argentina: Além da Estabilização e da Reforma" , in Revista Brasileira de Comércio Exterior, FUNCEX, número 36, Rio de Janeiro, 1993.
- Braga, J.C.S. ; Cintra, M.A.M. e Dain, Sulamis: "A Instabilidade das Finanças Públicas" , Campinas, 1995.
- Akyüs, Yilmaz : "Financial Liberalization: The Key Issues" , UNCTAD, Geneva, 1993.
- Akyüs, Yilmaz : "On Financial Openness in Developing Countries" , UNCTAD, Geneva, 1992.
- Held, Günther : " Liberalización o Desarrollo Financiero ? " , in Revista de La Cepal, Naciones Unidas, número 54, Chile, 1994.