

RETORNO AOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E FRAGILIDADE DAS NOVAS POLÍTICAS ECONÔMICAS NA AMÉRICA LATINA*

Pierre Salama**

De alguns anos para cá, vários países latino-americanos se reintegraram nos circuitos financeiros internacionais. Essa nova presença nos mercados financeiros internacionais, suspenso desde agosto de 1992, quando o México se mostrou incapaz de cumprir seus prazos de pagamento, tornou-se muito importante: em 1991, pela primeira vez desde 1982, a entrada líquida de capital externo, depois de ter dobrado entre 1990 e 1991, excedeu as saídas por conta da dívida externa. As entradas líquidas alcançaram US\$ 8,4 bilhões em 1991, passando a US\$ 27,4 bilhões em 1992 (Tabela 2). Tal entrada vem assumindo formas diferentes, adaptando-se à evolução da estruturação dos *portfolios*. Os consórcios de crédito, majoritários há uma dezena de anos, vêm dando lugar aos novos produtos financeiros (Tabela 3).

O contexto no qual são aplicadas as novas políticas de ajuste e os efeitos macroeconômicos decorrentes da abordagem da dívida externa foi profundamente alterado por esse retorno aos mercados financeiros internacionais. Um exemplo: o efeito depressivo provocado pelas transferências de capitais para fins de financiamento do serviço da dívida externa pode ser compensado por esse aporte de capitais externos.

Poderíamos pensar que somente os países que resolveram seus grandes desequilíbrios (inflação e déficit orçamentário) e conseguiram reencontrar o caminho do crescimento seriam beneficiários desse afluxo de capital, o qual viria, de certa forma, coroar seu "sucesso". Não é nada disso. É verdade que México e Argentina receberam quantidades consideráveis de capitais privados, da ordem de 5,9 e 7,6% de seu PNB em 1991 respectivamente, mas o mesmo também ocorreu com o Brasil. De fato, este último obteve o equivalente a 2,7% de seu PNB no mesmo ano, ou seja, US\$ 11,6 bilhões (GRIFFITH-JONES, RODRIGUEZ, 1993), e US\$ 14,324 bilhões nos 10 primeiros meses de 1992 (B. Conj. UFRJ), justamente quando enfrentava, provavelmente, a pior depressão econômica de sua história desde a Segunda Guerra Mundial e uma hiperinflação que não conseguia controlar.¹

* Texto traduzido do original francês por Ricardo Brinco.

** Professor da Universidade de Paris XIII e Pesquisador do GREIT-CEDI.

¹ O Brasil passa por uma hiperinflação ascendente a um nível relativamente alto (quase 30% ao mês). Lembremos que se chama de hiperinflação ascendente a um aumento dos preços que se situa a um nível elevado (a dois algarismos ao mês) e que permanece relativamente estável durante vários meses. Essa elevação dos preços por patamares é algo original, na medida em que não foi observada nas hiperinflações europeias, caracterizadas por seu aspecto exponencial (hiperinflação aberta) de duração relativamente curta. É latente a passagem para uma hiperinflação aberta. Somente políticas econômicas radicais (congelamento de preços e esterilização de uma parte da dívida interna, por exemplo) são capazes de retardar ou mesmo de evitar essa dinâmica.

O fato é que, o país preenchendo ou não o conjunto de condições suscetíveis de dar-lhe acesso às portas dos mercados financeiros internacionais, as mesmas acabam se entreabrindo ou mesmo se abrindo. É verdade que a abertura não é a mesma segundo a situação econômica e as garantias solicitadas, mas ela está presente e nos coloca algumas questões.

Com isso, podemos ser tentados a estabelecer um paralelo com o período anterior a 1982, quando esses países obtinham, facilmente, créditos nos mercados financeiros internacionais. O mercado internacional caracterizava-se pelo que se chamava então, seguindo Hicks, de uma economia de endividamento com excesso de liquidez e procurava aplicar tais excedentes sem proceder a uma análise criteriosa dos riscos por país. No entanto tal paralelo é enganador. O refluxo do capital para os países latino-americanos — qualquer que seja, no limite, o estado de suas economias — explica-se, provavelmente, muito mais pelo balanço globalmente positivo obtido pelos bancos na administração da sua dívida (afinal de contas, muito já foi por eles pago), pelo desenvolvimento de novos produtos financeiros, oferecendo uma série de garantias — e, ao mesmo tempo, diminuindo razoavelmente os custos das transações —, e pela política de taxas de juros elevadas praticadas por esses países, bem como pelo seu importante diferencial em relação às taxas dos Estados Unidos, do que pelo excesso de liquidez do mercado financeiro internacional.² Todavia podem-se estabelecer al-

² Não constitui objeto deste estudo a análise das causas externas do afluxo de capitais provenientes do Exterior. Vamos limitar-nos aqui a um simples inventário: as taxas de juros nos Estados Unidos são muito baixas, com a recessão tornando **amorfos** os mercados e sendo mais raras as oportunidades de investir de forma suficientemente rentável. A rentabilidade financeira, mais importante nos anos 80 que a industrial, alimentada pela expansão dos mercados financeiros e pelo desenvolvimento de novos produtos financeiros, começa a tornar-se cada vez mais problemática nos países industriais. O atrativo representado pelos países semi-industrializados pode então aumentar, desde que, contudo, **seja assegurada a mobilidade do capital** e tomadas medidas de liberalização nesse sentido. Em um primeiro momento, a possibilidade de especular com as suas dívidas no mercado secundário, adquirindo-as com forte deságio e convertendo-as pelo seu valor de face nesses países (*swap*), pode ser atraente. A possibilidade de especular também nos dois mercados de câmbio (o oficial e o paralelo) aumenta ainda mais o atrativo. A **privatização**, por sua vez, fazendo uso parcial das técnicas de *swap*, faz aumentar o interesse quando as empresas privatizadas forem rapidamente rentáveis ou estiverem integradas a setores estratégicos. Finalmente, e sobretudo, o **hot money** é atraído por condições de rentabilidade particularmente elevada, tal como demonstra tanto a evolução do **diferencial das taxas de juros como as cotações na Bolsa**: de 1990 a 1991, a capitalização da Bolsa passou de US\$ 3,3 a US\$ 18,5 bilhões na Argentina, de US\$ 16,4 bilhões a US\$ 42,0 bilhões no Brasil, de US\$ 13,7 bilhões a US\$ 28,0 bilhões no Chile e de US\$ 32,7 bilhões a US\$ 101,0 bilhões no México (CARDENAS, GARAY, 1993). A **valorização cambial da moeda nacional e a credibilidade** dessa política tomaram mais atraentes os empréstimos tomados no Exterior e as aplicações dos estrangeiros nas Bolsas locais. Finalmente, o acesso ao mercado americano (e também ao japonês) tornou-se mais simples e menos oneroso aos aplicadores estrangeiros graças a uma **modificação da regulamentação**.

Os capitais de curto prazo tendem a formar a parcela maior do total dos aportes de capital: 37,8% no México em 1991, 57,6% no Brasil, 31,3% no Chile e 27,0% na Argentina. A essas altas percentagens, seria preciso acrescentar, provavelmente, uma parte das aplicações em carteira (por exemplo, no México) (Tabela 3). Na medida em que decresce a parcela reservada às privatizações, em função do número limitado de empresas a privatizar, é possível imaginar que a participação dos capitais de curto prazo irá aumentar (exceto no Brasil, que recém inicia seu processo de privatização). Finalmente, e em primeiro lugar, tenhamos presente que a volta dos capitais "desaparecidos" no início dos anos 80 pode ter constituído uma parcela significativa dos retornos, especialmente no México, ainda que a mesma deva decrescer rapidamente; em segundo lugar, observemos que o aporte de capitais de curto prazo não contribuiu para uma baixa das taxas de juros, tendo ocorrido precisamente o contrário. As taxas chegaram mesmo a aumentar em determinados países, à medida que crescia o aporte de capitais externos.

gumas aproximações com relação a esse período: as taxas de juros nos Estados Unidos eram baixas até 1979, voltando a sê-lo novamente na atualidade (ainda que estejam longe disso nos países europeus); a moeda era sobrevalorizada, e ela o é novamente desde há alguns anos, como veremos mais adiante; e as reservas dos bancos centrais cresciam antes de 1982, voltando a fazê-lo no presente.³ Contudo existem algumas diferenças: o mercado internacional não funciona da mesma maneira em função da globalização financeira, os controles de câmbio estão atenuados ou foram suprimidos, e a situação econômica é tanto ruim como boa, mas sempre frágil, ainda que se mostrasse muito favorável nas economias semi-industrializadas antes de 1982.⁴

A presente situação é, portanto, original. As políticas econômicas inserem-se em um contexto de abundância de capitais de procedência externa. Elas não são sua causa ou, pelo menos, a causa única. Essa originalidade coloca-nos algumas questões.

Não é porque parece haver uma sobredeterminação dos mercados financeiros internacionais que as políticas aplicadas acabam não surtindo efeito. Pelo menos uma delas, a política de câmbio seguida desde há alguns anos pela maior parte dos governos latino-americanos, parece ter tido, e continua tendo, um papel muito importante. Ela rompe com a política de maxidesvalorização decidida, pela maioria dos países, no dia seguinte à moratória efetiva do México (agosto de 1982). A valorização da moeda é, em geral, uma realidade desde há alguns anos e tanto tem prosseguimento como se estabiliza, tal como mostra a Tabela 1.

A valorização da moeda nacional em relação ao dólar, ou a uma cesta de moedas, não leva, necessariamente, a uma desaceleração da alta dos preços. Ao contrário, os resultados apresentam contrastes. A alta dos preços acelera-se e/ou desacelera-se.⁵

Pode-se pensar, nessas condições, que a manipulação da taxa de câmbio tem efeitos indeterminados sobre a evolução dos preços. Isso seria um equívoco. A taxa de câmbio desempenha um papel-chave, mas sua ação depende do estado da economia e da coerência de um certo número de medidas de acompanhamento.

Este artigo opta por privilegiar o exame das relações taxa de câmbio/inflação/modernização do aparelho produtivo, com base na experiência recente dos três principais países da América Latina. Paradoxalmente, tal estudo é, ao mesmo tempo, de realização simples e complexa. Mais simples que no passado, tendo

³ No período anterior a 1982, tratava-se de aumentar as reservas, de modo a poder tomar novos empréstimos. O crescimento recente das reservas não obedece à mesma lógica.

⁴ Para uma comparação inicial entre os dois períodos e, em seguida, entre ambos e o dos anos 30, ver Calvo, Leiderman Reinhart (1993).

⁵ Na Argentina, a taxa de câmbio real efetiva passou do índice 144 em 1989 (1985 igual a 100) para 82 em 1992. Essa acentuada valorização da moeda nacional não provocou, em um primeiro momento, redução da taxa de inflação. A partir de abril de 1991, com o Plano Cavallo, a sustentação dessa política levou a uma brutal diminuição da elevação dos preços. No México, a valorização da moeda determinou a redução da taxa de inflação (Gráfico 4). No Brasil, a forte valorização da moeda a partir de 1987, logo interrompida e sendo ligeiramente invertida, não provocou desaceleração da alta dos preços, tendo se verificado precisamente o contrário.

em conta que o período recente se caracteriza pelo fim das políticas de estabilização autoritárias de preços e pela aplicação de políticas econômicas mais liberais. Todavia o estudo é também mais difícil, porquanto o conjunto de fatores que atua sobre a credibilidade da política econômica e que molda as antecipações inflacionárias ou antiinflacionárias é mais difícil de ser apreendido, na medida em que os efeitos se tornam parcialmente causas que produzem efeitos, eles próprios novas causas de agravamento ou de melhoria da situação.

Os aportes de capitais influenciam a taxa de câmbio e os grandes equilíbrios. Tais aportes podem, direta ou indiretamente, agir positivamente sobre a taxa de crescimento, segundo a relação existente entre investimento externo direto e capitais especulativos. Não conduzem, necessariamente, a uma redução da taxa de inflação.

Ao mesmo tempo em que colaboram com as políticas de valorização da moeda, os aportes de capitais levam ao extremo suas consequências. A desinflação não é necessariamente competitiva, e as balanças comerciais tendem a tornar-se fortemente deficitárias. Os sucessos econômicos alcançados revelam-se, então, eminentemente frágeis. Decorrencia de uma incapacidade dos governos para controlar o déficit comercial além de um certo limite, as saídas maciças de capitais colocam em xeque tanto o crescimento como a desinflação, com consequências para o aumento da pobreza.

Em uma primeira parte, vamos abordar a relação entre desvalorização da moeda e inflação; em uma segunda, trataremos das relações entre, por um lado, valorização do câmbio e, por outro, evolução dos preços e modernização do aparelho produtivo. Tal análise vai-nos permitir demonstrar tanto os limites da reinserção das economias latino-americanas nos mercados financeiros internacionais como os perigos que a mesma pode trazer.

1 - Desvalorização do câmbio e alta dos preços

1.1 - Evolução das políticas de câmbio

As políticas de ajuste de primeira geração⁶ aplicadas após agosto de 1982 caracterizam-se fundamentalmente pela ênfase colocada no serviço da dívida. Em primeiro lugar, envolvem maxidesvalorizações — com o fim de aumentar as exportações —, e, em segundo, a redução de determinadas despesas públicas — de modo a eliminar o déficit orçamentário e a diminuir a taxa de inflação. **As políticas de ajuste heterodoxas⁷** postas em prática em alguns países, sobretudo no Brasil e na Argentina, aplicam-se mais à

⁶ Analisamos essas políticas em Salama (1989) e Salama e Valier (1990). Para uma discussão a respeito do balanço dessas políticas de ajuste feito por economistas do Banco Mundial, ver Fontaine (1993).

⁷ A respeito dessa questão, ver o número especial da revista *Tiers Monde* (1987), dirigida por M. Ikonocoff e P. Salama.

demanda que à oferta e constituem respostas keynesiano-estruturalistas aos repetidos fracassos das políticas de ajuste de primeira geração.

Seus semifracassos (aproximadamente ao fim de um ano nos casos dos Planos Cruzado no Brasil e Austral na Argentina), seguidos dos fracassos mais rápidos daqueles que se sucederam, conduziram, em um primeiro momento, à aplicação de políticas de retenção das poupanças, a fim de congelar o serviço da dívida interna, que crescia desmesuradamente e constituía uma verdadeira "bomba relógio". Em um segundo momento, mas em um mesmo movimento, levaram a **políticas de ajuste de segunda geração**, de inspiração liberal. Estas colocam a ênfase na redução dos desequilíbrios, tendo como objetivos: eliminação da hiperinflação, volta ao crescimento e diminuição da pobreza. O pagamento do serviço da dívida externa deixa de se constituir, portanto, no alvo principal. Torna-se, de certa forma, subordinado aos demais objetivos referidos. Tem então início o chamado período dos "planos Brady", visando aliviar o serviço da dívida externa.

Essas políticas caracterizam-se por uma valorização da moeda⁸ em relação ao dólar, em termos reais (Tabela 1), e por uma concepção algo diferente do papel do Estado: a ênfase é colocada muito mais nas privatizações do que na diminuição das despesas públicas; muito mais na liberalização do comércio exterior do que no protecionismo; e, mais tarde, nos ritmos e na articulação das medidas de liberalização envolvendo o setor externo e o interno (CARDENAS, GARAY, 1993). Finalmente, e sobretudo com o aval de Washington⁹, a ênfase é novamente posta em uma intervenção do Estado — que esteja de acordo com as teses do crescimento endógeno (favorecer as economias externas, o *learning by doing*, etc.) nos setores de educação (ensino primário mais do que o superior, devendo este último ser privatizado) e saúde (atendimento preventivo mais do que tratamento médico) —, bem como em um ataque à pobreza, graças à aplicação de programas de cunho assistencial melhor direcionados e parcialmente co-administrados.

Se o dobrele (política de valorização da moeda e novo papel atribuído ao Estado), aliado a uma política de "pacto"¹⁰, **adquire credibilidade**, tornam-se então importantes seus efeitos sobre a taxa de inflação e, a seguir, sobre as taxas de juros nominais. De fato, estas sofrem uma baixa, determinando uma redução do déficit orçamentário.

⁸ Em 1991, de um total de 18 países latino-americanos, 15 tiveram sua moeda valorizada entre 5 e 20% (GRIFFITH-JONES, RODRIGUEZ, 1993).

⁹ Williamson (1990), e, para uma crítica dessas posições, consultar Bresser Pereira, Marall, Przeworski (1992) e Fanelli, Frenkel, Rozenwarce (1990).

¹⁰ Tal política de "pacto" pode ser fictícia. Contudo o importante é saber se a mesma é aceita ou rejeitada.

1.2 - Sobre o papel da taxa de câmbio em situação de hiperinflação

Em períodos de inflação muito alta e, principalmente, de hiperinflação, os agentes buscam indexar a evolução de seus preços a um indicador. Utilizado inicialmente, o Índice Geral de Preços é abandonado quando a alta dos preços se acelera, em razão das possibilidades de sua manipulação. A taxa de câmbio passa a desempenhar, então, um papel central na definição das antecipações. Quando existe controle do câmbio, a taxa de câmbio do paralelo mostra-se mais confiável que a taxa oficial. Torna-se, de certa forma, um indicador do que será esta última no futuro. Face à perda de referências fixas, em função da profunda desordem monetária, o recurso à taxa do paralelo permite reduzir a incerteza. Os preços, convertidos à taxa de câmbio do paralelo, evoluem de forma mais coerente. A indexação a essa taxa possibilita preservar um mínimo de coerência quanto à estrutura dos preços relativos.¹¹

De acordo com a corrente monetarista, uma política monetária séria de contenção da expansão da massa monetária deveria agir sobre a taxa de câmbio do paralelo e, em um prazo maior, sobre os preços.¹² Esta análise é particularmente atraente, na medida em que, em período de hiperinflação, o "produtivo", e as antecipações passam a ter um peso crescente na evolução dos preços, dando a impressão de que as mesmas — e sem que se compartilhe das premissas da tese das antecipações racionais — se tornam cada vez mais auto-realizáveis.

Na verdade, quando se observam casos de passagem da hiperinflação ascendente à hiperinflação aberta, verifica-se que o indicador provavelmente mais pertinente é a evolução do M1. Ele declina fortemente. Isso traduz uma quase conclusão do processo de substituição das funções da moeda nacional pelo dólar. Em situação de hiperinflação aberta, a moeda nacional serve cada vez menos como meio de circulação, saindo fortalecido o dólar. Assim, **mais do que um processo**

¹¹ Na ausência de uma teoria do valor suficientemente sofisticada, que, principalmente, integraria o papel do Estado à definição dos "preços eficientes" do ponto de vista da dinâmica da acumulação, fica muito difícil afirmar o que é precisamente uma estrutura coerente de preços relativos. É sabida a importância dos fatores que intervêm em sua evolução (progresso técnico, estratégias dos atores quanto à sua situação no mercado e capacidade de fazê-la evoluir, intervenção do Estado e ritmo da inflação), assim como é conhecido o que pode melhorar a distribuição de renda. No entanto, tal como no caso da distribuição de renda e retomando a expressão de Kaldor, a coerência da estrutura de preços relativos permanece sendo um "mistério". Em função disso, convém talvez nos limitarmos a uma definição modesta: a estrutura dos preços relativos é tanto mais coerente quanto mais favorece a dinâmica da acumulação, valendo também o inverso. Assim, as fases de inflação elevada dos anos 70 foram, de um modo geral, favoráveis à acumulação; aquelas mais altas dos anos 80 não o foram. A deformação dos preços relativos, alimentando o processo de subida dos preços, tornou-se parcialmente um obstáculo à manutenção do processo de acumulação no mesmo ritmo. De uma situação de risco, passou-se a uma de incerteza. A procura de um indexador objetiva, assim, passar de uma situação de grande incerteza para outra em que o futuro seja mais previsível. A respeito do conjunto dessas questões, ver P. Salama e J. Valier (1990).

¹² Ainda que não compartilhem dos pressupostos dessa abordagem e mesmo não sendo possível, no contexto deste artigo, fazer uma crítica interna da teoria, observamos que seria caricatural deduzir, a partir daí, que os enfoques alternativos (neo-estruturalistas, marxistas) possam ser favoráveis a uma política laxista de oferta de moeda. O excesso de oferta de moeda e os grandes déficits orçamentários podem, de fato, influir de forma negativa sobre as antecipações.

de substituição de moedas, trata-se de um processo de substituição das funções da moeda. A juventude da moeda local (que não está ainda verdadeiramente formada) torna-a frágil. O início de uma crise manifesta-se por tentativas cada vez mais enérgicas de avançar na substituição da função de reserva de valor da moeda nacional por aquela de outras moedas cujo *status* internacional as torna divisas-chave. Em caso de hiperinflação ascendente, é a função de unidade de conta que resulta afetada. No de hiperinflação aberta, é atingida a função de circulação de numerosos produtos e, mais especialmente, dos bens duráveis. Nesse contexto, a dolarização alcança níveis avançados.

A taxa de câmbio desempenha um certo papel na perpetuação da inflação e em sua aceleração. A perpetuação procede dos mecanismos de indexação. A aceleração decorre, ao mesmo tempo, do caráter imperfeito da indexação e dos movimentos da taxa de câmbio, resultantes da deterioração da situação econômica.

A indexação dos salários aos preços, dos preços aos preços e, depois, à taxa de câmbio alimenta a inércia da inflação, ainda que a origem desta última não se encontre nessa indexação. Em outros termos, ela é apenas a forma de perpetuar uma inflação cuja origem é outra. A elevação da taxa de inflação e sua passagem a um patamar superior são tanto explicadas pela transferência de capitais — violenta e importante, por conta do serviço da dívida externa — como pela estabilização do conflito distributivo.¹³

Quando o governo não consegue conter a aceleração da inflação e controlar seus gastos, principalmente em razão do crescimento da dívida interna, fica comprometida a credibilidade de sua política econômica. Essa perda de credibilidade traduz-se por pressões sobre a taxa de câmbio do paralelo. O crescente fosso entre a taxa de câmbio do paralelo e a oficial evidencia tanto as antecipações pessimistas dos agentes como a tentativa do governo de manter sua política de câmbio. Esta última, menos credível, não pode subsistir nessas circunstâncias, e a taxa de câmbio do paralelo, vista como mais confiável, passa a servir de indexador aos preços. Na medida em que seu movimento é caracterizado por uma desvalorização crescente, tende a acelerar-se a alta dos preços.

Por outro lado, a indexação nunca chega a ser perfeita e homogênea para o conjunto dos produtos. Como base das antecipações, a evolução da taxa de câmbio do paralelo não leva a antecipações auto-realizáveis para todos os produtos. Os produtos financeiros têm uma sensibilidade muito grande. Os produtos industriais têm, em geral, uma menor sensibilidade, que permite a adoção de estratégias diferentes, de acordo com os produtos, o grau de competitividade, a abertura ao Exterior e as parcelas de mercado que se refletem por diferenciais relativamente à evolução da cotação do dólar no paralelo. Outros, como os salários, não apresentam

¹³ Sobre essa questão, pode ser citado o artigo de Thérêt (1993), que critica algumas de nossas conclusões referentes ao encadeamento das causas da expansão hiperinflacionária. Thérêt privilegia o conflito distributivo, ao passo que nós escrevíamos que esse somente se desenvolvia após ter a transferência de capitais amputado o poder de compra, provocando uma poupança forçada equivalente ao valor transferido.

tanta sensibilidade. Enfim e no limite, ainda há aqueles, como os preços dos serviços públicos, que têm uma sensibilidade muito pequena, ocorrendo isso, freqüentemente, por razões políticas.¹⁴ A distorção dos preços relativos não é, portanto, totalmente preservada. E ainda o é menos quando a taxa de câmbio do paralelo sofre uma aceleração de sua evolução, elevando, assim, a taxa de inflação.

Quanto mais se deteriora a situação, menos longos e estáveis se mostram os patamares e tanto maiores são os aumentos entre dois patamares.

O papel central desempenhado pela taxa de câmbio deve ser, portanto, compreendido não a partir de considerações a respeito da massa monetária e dos mecanismos que a ela estariam ligados, tal como o fazem os monetaristas, mas, sim, levando em conta a estratégia dos atores (mundo do trabalho face ao das empresas, os empresários entre si), cuja atuação para preservar um pouco da coerência da estrutura de preços relativos se articula de forma diferenciada em torno da evolução da taxa de câmbio do paralelo. Por detrás do câmbio, encontram-se a sobrevivência para alguns e, para outros, as estratégias de *markup* e os custos de oportunidade de permanecerem no setor produtivo ou no financeiro.

Taxa de câmbio desvalorizada e hiperinflação, taxa de câmbio valorizada e fim das hiperinflações: parece haver simetria. No caso do México e da Argentina, tal simetria é real. No do Brasil, não há simetria. É o que vamos ver agora.

2 - Valorização do câmbio e evolução dos preços

2.1 - Sobre a valorização do câmbio

As saídas da crise experimentadas por Argentina e México são, simultaneamente, originais e clássicas. Ainda há pouco tempo, o serviço da dívida precisava ser assegurado por grandes excedentes da balança comercial. As políticas aplicadas (depreciação da moeda e corte das despesas públicas) para obter tais excedentes acentuaram os desequilíbrios e se traduziram num agravamento da pobreza, associada a uma "financeirização" acentuada das atividades de numerosas empresas, em detrimento de suas atividades produtivas ou levando, pura e simplesmente, ao desaparecimento das mesmas. As novas políticas de ajuste, ditas de segunda geração, caracterizam-se, em parte, por uma valorização de suas moedas com relação ao dólar.

A taxa de câmbio real elevou-se no México. Após uma maxidesvalorização da ordem de 50% em termos reais em 1982, essa taxa sofreu nova valorização entre 1983 e a metade de 1985, voltando a passar, depois, por desvalorizações muito acentuadas até o início de 1987. Começou assim uma fase de valorização da moeda, a qual foi

¹⁴ O que se explica, em parte, pela pauperização dos mais pobres, provocada, mecanicamente, por uma aceleração da inflação.

provisoriamente interrompida pela forte crise da Bolsa internacional, traduzida, no México, por uma drástica queda da Bolsa, por saídas de capitais e, em consequência, por duas desvalorizações (LUSTIG, 1992). Desde então, a valorização da moeda é programada, já que a desvalorização nominal é regular, mantendo-se abaixo da taxa de inflação.

Valorização da taxa de câmbio real e queda da inflação

A valorização de uma moeda, salvo exceção, constitui geralmente fator de diminuição da alta dos preços, devido a diversas razões. Uma delas seria pelo menor custo das importações. A amplitude desse efeito depende do grau de abertura das economias e do tipo de bens importados. Na medida em que tais economias são relativamente fechadas — o México menos que o Brasil —, o efeito antiinflacionário deveria ser fraco, exceto no caso de valorização muito forte da moeda; portanto, é evidente que os efeitos sobre a evolução dos preços repousam muito mais no choque psicológico e na reversão das antecipações que a valorização pode provocar no caso de ser acompanhada de outras medidas, como a livre conversão e a credibilidade da política salarial.

A diminuição antecipada da alta dos preços — seguindo-se a esse conjunto de medidas que se tornaram confiáveis — leva a uma redução substancial das taxas de juros nominais, conforme a relação de Fischer. A menos que ocorra um aumento muito forte das taxas de juros reais, esse movimento determina uma diminuição das despesas públicas com o serviço da dívida interna. Aliás, todo o mais permanecendo igual, a diminuição da alta dos preços provoca redução do déficit orçamentário, o que faz aumentar a credibilidade da política adotada.

Observemos, por fim, dois outros efeitos cujas consequências podem ser importantes para o processo de modernização do aparelho produtivo e a manutenção da política de câmbio. Se as importações forem compostas principalmente por bens de capital, a valorização da moeda tem um efeito de *capital saving*, no sentido definido por Joan Robinson: *ceteris paribus*, o valor desses bens de capital sofre uma diminuição em relação ao dos bens de consumo, o que aumenta a eficiência do capital e deve permitir melhorar sua rentabilidade.

Enquanto a política de valorização da moeda for confiável, isto é, enquanto especuladores e árbitros pensarem que a mesma pode ser mantida, é favorecida a importação de capital, já que o valor do reembolso em moeda local decresce à medida que aumenta a valorização. Esse mecanismo já havia beneficiado a expansão do endividamento do final dos anos 60 até agosto de 1982. Na atualidade, é também favorecida a demanda de capitais externos.

Na Argentina, desde o lançamento do Plano Cavallo em abril de 1991, a taxa de câmbio real aumentou¹⁵ aproximadamente 40%. Diferentemente do México, a valorização da moeda resulta da manutenção da taxa de câmbio nominal no valor definido quando do lançamento do Plano (e só podendo ser modificada por lei), ou seja, 10.000 pesos (e, depois, um peso novo) por dólar. O diferencial de inflação em relação aos Estados Unidos explica a valorização da moeda nacional. Essa política é chamada de dolarização ativa: dolarização porque a referência é o dólar (com o peso tendo valor equivalente ao dólar) e ativa porque a relação foi estabelecida pelos poderes públicos em vez de ser a eles imposta, como ocorreu quando das hiperinflações. Com a dolarização ativa, a função de circulação da moeda nacional podia ser assumida pelo dólar, enquanto, com a dolarização passiva, era primeiro a função de unidade de conta e depois a de circulação (para os bens de luxo e outros produtos no caso de hiperinflações abertas) que passavam a ser exercidas pelo dólar. É isso que explica o fato de se poder ter uma inflação em dólar-peso e a manutenção da paridade nominal enquanto persistir o diferencial (decrecente) de preços.

2.2 - Desinflação

Sabemos que o defeito principal da teoria da paridade dos poderes de compra, cara a numerosos monetaristas, é o de não introduzir a influência da modificação dos preços relativos internos na determinação da taxa de câmbio e, inversamente, de não poder analisar as consequências que uma modificação dessa taxa pode ter sobre a estrutura de preços. As políticas de valorização da moeda aplicadas ao final dos anos 80 tinham por objetivo permitir uma modificação substancial do aparelho produtivo, ao mesmo tempo em que levavam a uma redução da inflação. É por isso que tais políticas se inseriam em um conjunto de medidas que podem ser assim reagrupadas:

- anúncio de desvalorizações nominais regulares inferiores à taxa de inflação passada, antecipando uma taxa de inflação futura mais baixa, e, no limite, anúncio de uma paridade nominal fixa em relação ao dólar. Tais anúncios são acompanhados de uma liberalização do câmbio e, em consequência, de uma redução dos obstáculos à mobilidade do capital dos não residentes e/ou residentes. Evidentemente, se existirem ainda obstáculos significativos, estes

¹⁵ Lembremos que a taxa de câmbio também havia se valorizado a partir de 1987-88, e, até o Plano Cavallo em abril de 1991, não se registravam efeitos sobre a taxa de inflação.

não incentivarão a vinda de capitais. Inversamente, se não forem importantes, também não se oporão à sua entrada, podendo mesmo regularizá-la um pouco,¹⁶

- por vezes, anúncio de uma política definindo claramente os limites de emissão de moeda (como na Argentina) (FANELLI, FRENKEL, ROZENWURCE, 1992);
- liberalização externa — menos subvenções aos produtos exportados e menos proteção (quantitativa e tarifária) contra os produtos importados, dentro de uma perspectiva de constituição de zonas de livre comércio (MERCOSUL no caso da Argentina, Brasil e Uruguai; mais importante é o tratado de livre comércio entre México, Canadá e, sobretudo, Estados Unidos);
- liberalização interna — a retirada do Estado do domínio do setor público através de vastos programas de privatização deve aliviar parcialmente o serviço da dívida externa, ao reduzir o seu peso, e o da dívida interna, bem como, pelas mesmas razões, possibilitar, finalmente, um relançamento da política social desmantelada durante a "década perdida". Às vezes, verifica-se um afastamento do Estado da gestão da força de trabalho (casos do Chile e da Argentina), com a transformação do sistema de aposentadoria. A capitalização, em vez da distribuição, dinamiza o setor financeiro, ainda que torne aleatória a capacidade de sobrevivência dos pobres ao final de sua vida e daqueles que, tendo em conta seus poucos recursos, preferiram gastar a poupar;¹⁷
- pacto entre os participantes sociais. Tal pacto revela-se essencial. Estabelecido com base em concessões em matéria de salários e preços dos produtos de primeira necessidade ou possibilitado pela subida ao poder de um partido ligado organicamente ao movimento sindical — sem que tenha havido, formalmente, definição dos termos de um acordo —, permite reduzir o conflito distributivo, leva à diminuição da alta dos preços (ver o "encarte" a seguir) e desanuvia o horizonte econômico para os investidores.

¹⁶ O caso chileno é interessante, na medida em que o governo desse país busca limitar os efeitos potencialmente negativos de uma entrada muito importante de capitais. Apesar de terem sido criados alguns obstáculos, o conjunto dos movimentos de capitais passou de US\$ 3,046 bilhões em 1990 para US\$ 1,487 bilhão em 1991, voltando a subir para US\$ 3,053 bilhões em 1992.

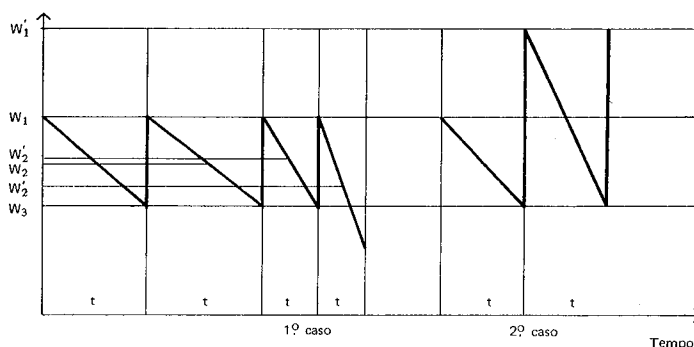
Constatando que, apesar das baixas taxas de juros, os capitais continuavam a afluir, as autoridades chilenas aumentaram a referida taxa, de forma a frear a demanda interna e a evitar um superaquecimento. Procuraram, também, facilitar os investimentos de empresas chilenas no Exterior, especialmente na Argentina, buscando, assim, conter a revalorização da moeda chilena. A medida mais surpreendente foi a de obrigar os capitais especulativos, mais precisamente os investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores, a permanecerem ao menos um ano no Chile, de forma a limitar as possíveis consequências associadas aos movimentos especulativos. Não obstante tal medida ter colocado obstáculos aos movimentos de capitais, estes continuaram a ingressar no país, ainda que a um ritmo mais lento (exceto os capitais de curto prazo). A esse respeito, ver o relatório do Banque Sudamérís (1993) e Conceição Tavares (1992).

¹⁷ Ver o artigo de Lautier (1992).

Intensidade do conflito distributivo e alta dos preços

É preciso distinguir entre a intensidade das lutas e seu resultado. A perda do poder de compra pode relançar a inflação, caso torne, de forma permanente, mais crítico o conflito distributivo. Em outras palavras, a queda de um poder de compra elevado pode não ser inflacionária, na hipótese de não provocar lutas objetivando recuperar o poder de compra perdido. Inversamente, tais lutas são propícias a uma aceleração da alta dos preços quando mantêm o conflito distributivo, mesmo se, ao final, a redução do poder de compra foi menor do que no caso anterior. O gráfico seguinte ajuda a demonstrar essas relações. Seja, nas ordenadas, o salário real, e, nas abscissas, o tempo. W_1 é o salário real ao início do período. Em razão da inflação, o salário real diminui e atinge o nível W_3 . Os trabalhadores reagem e conseguem fazer o seu salário recuperar o nível W_1 . Se a operação se repetir e, ao final do mesmo tempo t , o salário baixar e reencontrar seu nível anterior — seja em função da indexação, seja em função das lutas —, o salário real médio estará situado entre o ponto de máxima e o de mínima, ao nível W_2 . Os trabalhadores terão perdido $W_1 - W_2$. Essa situação pode levar a uma reação que modifica o caráter inercial da inflação (inversamente, esse aspecto inercial predominará se os trabalhadores aceitarem a redução do poder de compra, com o restante permanecendo igual). Consideremos dois exemplos. Com os trabalhadores reagindo mais rapidamente ($t' < t$), o salário médio W'_2 , mais baixo que W_1 , mostra-se superior a W_2 , tal como pode ser visto no gráfico. A inflação é maior, mas menor a redução do poder de compra, salvo se os empresários, face a esse aumento da incerteza, reagirem aumentando ainda mais os preços. Os trabalhadores podem também tentar retomar, de forma permanente, o salário do pico. O pico antigo torna-se, então, o salário médio, mas isso implica que o novo pico esteja acima do antigo ($W'_2 > W_1$). Em consequência, acelera-se a elevação dos preços.

O conflito distributivo, mesmo ocorrendo segundo regras "programadas" (indexação), é inflacionário quando se torna mais agudo. A desaceleração da alta dos preços é alcançada quando um dos participantes aceita novas regras do jogo. É preciso notar que esse participante não precisa ser sempre o mesmo, no caso, os trabalhadores.



Não é apenas a política de valorização que leva a uma redução da inflação. Somente se esse conjunto de medidas for aplicado, a política de valorização da moeda nacional tornar-se-á eficaz e influenciará a evolução da alta dos preços. **É então que ela se torna confiável.** Foi esse o caso no México e na Argentina, que, por outras razões e de forma diferente, conseguiram tornar credível sua política de saída da crise, às vezes após sucessivos fracassos. Não foi esse o caso no Brasil. A taxa de câmbio real efetiva foi valorizada e depois depreciada e mais ou menos estabilizada a um nível intermediário, tendo passado do índice 104 em 1987 (base 100 em 1985) para 65 em 1990 (valorização), voltando a subir (depreciação) uns 20 pontos em 1992 (Tabela 1). Não houve anúncio de desvalorização regular, nem liberação tão importante do câmbio (subsiste um mercado paralelo), tendo sido também menos significativa a liberalização externa, o mesmo ocorrendo com a interna. Os conflitos distributivos não resultaram em calmaria durável. Ao contrário, a redução do poder de compra alimentou o conflito distributivo. A repetição dos conflitos distributivos não podia, então, levar a uma redução durável da inflação e demonstrava, mais uma vez — como se ainda fosse necessário —, que não é tanto a importância da perda do poder de compra que é decisiva no processo antiinflacionário, mas, sim, a forma como a mesma ocorre. "Aceita" no México e na Argentina, ela é uma das causas da diminuição da alta dos preços; recusada no Brasil, ela é uma das causas tanto do caráter inercial da inflação como de sua aceleração.

3 - Desinflação competitiva

A desinflação é competitiva quando acompanhada de uma modificação substancial das condições de produção. Sabemos que ela se opõe à melhoria da competitividade alcançada graças à desvalorização da moeda. A primeira seria durável, já que resultaria do aumento da produtividade do trabalho. Agiria, portanto, em profundidade. A segunda, por definição, seria superficial, uma vez que forneceria aos exportadores uma renda, no sentido liberal do termo, ela mesma produzida pela manipulação do câmbio. De acordo com os defensores da desinflação competitiva, valorização e desvalorização da moeda não teriam efeitos simétricos. A primeira pode favorecer a modernização do aparelho produtivo. A segunda apenas gera "círculos viciosos": a inflação conduz à desvalorização e provoca novos avanços inflacionários. A competitividade melhora, então, apenas de forma superficial. Encarada como uma renda obtida graças a esse tipo de intervenção do Estado, leva a uma pequena ou a nenhuma modificação do comportamento das empresas. O aumento dos lucros e a manutenção de parcelas de mercado face à concorrência internacional são resultados mais esperados de uma desvalorização da moeda do que de um acréscimo relativo da produtividade do trabalho.

Não é nosso propósito aqui analisar a pertinência das críticas feitas às desvalorizações. Mas, por outro lado, está no âmbito de nosso estudo a discussão sobre os efeitos positivos atribuídos à valorização e à desinflação competitiva que deveriam seguir-se.

Vimos que uma política de valorização da moeda nacional tem efeitos análogos aos de um progresso técnico do tipo *capital saving*, quando as importações estão concentradas nos bens de capital e nos bens intermediários. A diminuição do valor unitário do capital aumenta sua eficiência (rende mais por um mesmo valor). Com isso, eleva-se o grau de mecanização, resultando em melhoria da produtividade do trabalho,

o que, em prazo maior, deveria aumentar a taxa de lucro e favorecer a retomada da atividade econômica, bem como conduzir à reestruturação do aparelho produtivo.

Reside aí uma das razões da elevação de dois pontos na formação bruta de capital fixo no México (é verdade, a partir de um nível bastante baixo)¹⁸, em uma alta que pode ser explicada igualmente pela criação de novos mercados, uma consequência do Tratado de Livre Comércio.

Esse efeito não parece ter sido suficiente para provocar um aumento da taxa de formação bruta de capital fixo na Argentina. A estabilidade macroeconômica da taxa de formação bruta de capital fixo oculta, todavia, importantes modificações na estrutura dos investimentos. Aumentou a parcela importada, mais eficiente, em detrimento da nacional, via de regra menos eficiente, posto que associada a empresas comprometidas por um processo de obsolescência mais ou menos pronunciado.¹⁹ No início de 1993, observava-se, ao mesmo tempo, uma elevação significativa das importações de bens de capital e um aumento da capacidade de produção não utilizada no setor de bens intermediários e de bens de capital. Nessas condições, parece ter ocorrido um efeito de substituição entre importação e produção local de bens de capital, em detrimento desta última. No conjunto, ainda que a taxa de formação bruta de capital não pareça ter aumentado, a eficácia do investimento poderia ter melhorado devido às razões anteriormente apontadas.

De maneira geral, esse efeito positivo não é, provavelmente, suficiente. Sabemos que a valorização da moeda é facilitada pelo atrativo oferecido por taxas de juros reais muito elevadas. Estas opõem sérios obstáculos à expansão da acumulação para numerosas empresas, salvo na hipótese de poderem tomar empréstimos junto aos mercados financeiros internacionais, beneficiando-se, assim, das baixas taxas de juros aí praticadas.²⁰ Como essa possibilidade é reservada apenas às grandes empresas, pode-se admitir que a política monetária, limitada pela política de câmbio, torna difícil o aumento da taxa de investimento, servindo, assim, de freio à necessária modernização de numerosas empresas.

Por outro lado, a valorização da moeda nacional, associada a políticas de liberalização tanto internas (menos subvenções) quanto externas (menos tributos alfandegários), coloca sérios problemas em termos de competitividade à indústria nacional (e, em menor medida, aos serviços).²¹ A valorização eleva relativamente os

¹⁸ Segundo estatísticas oficiais, o investimento bruto fixo no México passou do índice 100 em 1981 para 68 em 1989, voltando a subir para 90 em 1992.

¹⁹ De fato, a indústria nacional tornou-se relativamente obsoleta em numerosos segmentos, em razão do contexto global de hiperinflação-“financeirização”-desindustrialização, que, durante muito tempo, influenciou negativamente as decisões de investimento das empresas na Argentina.

²⁰ E, é claro, beneficiar-se da manutenção da política de valorização da moeda, já que, nesse caso, o reembolso dos títulos do Tesouro e de outros será feito, no futuro, a um valor mais baixo em moeda local. Por outro lado, essa dolarização dos passivos pode ter efeitos muito prejudiciais em caso de maxidesvalorização. A respeito dessa questão, ver Salama (1989).

²¹ Esses problemas foram analisados pelas correntes estruturalista e liberal. Numerosos economistas liberais se opõem, efetivamente, ao Big Bang e propõem uma periodização na liberalização dos mercados: primeiro os internos e depois os externos. A liberalização simultânea — ou quase simultânea — do conjunto dos mercados, tal como feita por numerosos países latino-americanos, desencadeia efeitos perversos. Sobre essa questão, é possível reportar-se à apresentação realizada por Garay (1993).

preços dos produtos fabricados no país. A diminuição das subvenções leva ao mesmo resultado, e a redução dos tributos alfandegários faz baixar ainda mais o preço dos produtos importados. O impacto sofrido pela indústria é muito forte, ainda mais se considerarmos que os aparelhos produtivos perderam seu dinamismo durante a "década perdida" (o Brasil menos que o México e este último menos que a Argentina).

Casar (1991), ao final de um aprofundado estudo estatístico²², decompôs o setor industrial mexicano em três grupos: o primeiro não é competitivo, o segundo tem uma competitividade que é resultado dos baixos custos salariais, e o terceiro é beneficiário de uma competitividade mais sólida, obtida graças à utilização de tecnologias de ponta, beneficiando-se de uma produtividade elevada do trabalho. O choque externo traduz-se por uma sensível redução das atividades do primeiro grupo. As importações maciças substituem parcialmente a produção desse setor: multiplicam-se os fechamentos de fábricas e as demissões de pessoal. O segundo grupo resiste mais. Seu grau de resistência depende da evolução da relação salário/taxa de câmbio real. Sua competitividade pode ser fortalecida por uma redução de salários e pela modificação da estrutura produtiva, provocada por importações de bens de capital e pela crescente mecanização. O único setor capaz de resistir é aquele que dispõe de uma produtividade do trabalho superior à média.

O choque externo aumenta a elasticidade do aparelho industrial²³, ao preço de numerosas destruições e a um custo social elevado. Pode resultar daí uma modernização a prazo do aparelho produtivo. Contudo a retomada do crescimento, que melhora as perspectivas macroeconômicas do emprego, e a redução da taxa de inflação, que reduz a pobreza, têm efeitos contrários. No conjunto, trazem melhorias à situação global, ainda que, é claro, ao preço de uma maior mobilidade e flexibilidade da mão-de-obra.²⁴

Temos novamente uma situação de crescimento reencontrado e de controle da inflação, o que deveria permitir a obtenção de novos recursos — que iriam juntar-se aos já liberados pela redução do peso do serviço da dívida interna e aos arrecadados com a privatização das empresas públicas —, possibilitando o financiamento de programas direcionados ao combate da pobreza. É o seguinte o encadeamento verificado: política de câmbio e de taxas de juros, investimentos diretos e, principalmente, hot money, retorno a um crescimento compatível com um elevado déficit comercial e diminuição da pobreza. Nesse encadeamento, de tipo liberal, a pobreza constitui a variável residual — está ao final da seqüência, no fim da

²² As nomenclaturas das importações e da produção nem sempre são coincidentes, a partir do momento que se pretende realizar uma análise mais detalhada.

²³ Nos dois últimos anos, a produtividade do trabalho decresceu em 12,2% das empresas mexicanas, aumentou de 0 a 10% em 35,2%, de 10 a 20% em 35,2% e de mais de 20% em 17,4% das empresas. Do total, 56,7% realizaram investimentos de modernização, sendo maior essa percentagem caso se considerem apenas as empresas industriais. O pior desempenho foi apresentado principalmente pelas pequenas empresas. Os dados foram tirados da CEEESP.

²⁴ É provavelmente isso que explica o relativo sucesso político do Presidente Salinas de Gotari no México, ainda mais se se levar em conta o fato de seu mandato ter tido início após um fracasso eleitoral transformado em sucesso. Talvez por razões diferentes o Presidente Menem obtenha, da mesma forma, um certo sucesso na Argentina: menor no setor organizado do mundo do trabalho, maior entre aqueles que haviam empobrecido (os mais pobres entre os pobres) e que recuperaram alguma coisa, e maior, também, entre as camadas mais ricas da população, excetuando-se as camadas médias.

cadeia. Diferentemente das políticas econômicas de inspiração estruturalista, as desigualdades são aqui aceitas, sendo mesmo ampliadas na fase inicial — tudo em nome de um realismo que se opõe ao populismo "devastador"²⁵, representando o sacrifício "necessário" que deverá permitir aliviar o peso da pobreza no futuro.

A retomada do crescimento, a queda da taxa de inflação, a redução das desigualdades e a diminuição da exclusão social formam quatro objetivos cuja complementaridade pode ser buscada. A opção no sentido de alcançar os dois primeiros, esperando que os demais venham atrás, coloca-se, no entanto, como eminentemente perigosa e frágil, já que faz o conjunto depender da possibilidade de manter o par câmbio-juros em níveis adequados. Trata-se de uma aposta com um custo social extremamente elevado, dado os baixos níveis de renda da maioria da população.

3.1 - A situação torna-se cada vez mais frágil e crescentemente aleatória à possibilidade de manter essa via de saída da crise

No México, o déficit do comércio exterior aprofundou-se muito rapidamente. Passou de uma situação de equilíbrio em 1990 para um saldo negativo de US\$ 7 bilhões em 1991, chegando a US\$ 17 bilhões em 1992 (Tabela 4)²⁶ e com estimativas em torno de US\$ 23 bilhões para 1993.²⁷ Esse déficit procede essencialmente do crescimento vertiginoso das importações, não compensado pelo aumento muito modesto das exportações. É em função da importância desse déficit e de sua rápida formação que o governo tomou algumas medidas de contenção, dentre as quais a de uma menor valorização da moeda nacional, que contribuíram para uma ligeira desaceleração da atividade econômica desde o final de 1992. O processo seguido foi mais ou menos semelhante na Argentina, ainda que mais recente e com menor impacto em termos da participação no PIB. É também verdade que o plano de estabilização é mais novo (sendo datado de abril de 1991). De um excedente comercial de US\$ 8 bilhões em 1990 e de US\$ 4 bilhões em 1991, a Argentina passou a um déficit de mais de US\$ 3 bilhões em 1992²⁸, ao qual seria preciso acrescentar o pesado déficit da balança de turismo

²⁵ Seria interessante ler o opúsculo de Dornbush e Edwards (1991), contrário ao populismo à luz de Hirschman (1991).

²⁶ A Tabela 4 não considera as divisas auferidas pelas indústrias de fronteira, conhecidas como maquiladoras, que eram contabilizadas, até recentemente, em outra conta, o que explica os valores superiores aos nossos até 1991. No entanto, para o ano de 1992, a estimativa fornecida pela CEPAL (US\$ 18,3 bilhões) fica abaixo do déficit real. Tal déficit, caso se exclua esse tipo de indústria, passou dos US\$ 20 bilhões, atingindo o valor por nós indicado e que inclui as divisas fornecidas pelas maquiladoras.

²⁷ Foi contabilizado o saldo positivo das empresas de fronteira, chamadas de maquiladoras. As estimativas variam de US\$ 21 bilhões, segundo o Banco de Tóquio e o Banco Morgan, a US\$ 24 bilhões, segundo Salomon Brothers. A fonte é *El Financiero* (2.1.93).

²⁸ *El Economista* (12.2.93). É preciso observar que a estimativa da CEPAL para 1992 (menos US\$ 365 milhões) é oito vezes inferior ao déficit real. O ritmo de aumento desse déficit é muito rápido, superior, inclusive, ao verificado no México.

(estimado em US\$ 1,5 bilhão para a temporada de verão 1992-93). Diferentemente do México e da Argentina, o Brasil tem conseguido obter grandes excedentes em sua balança comercial, da ordem de mais de US\$ 15 bilhões em 1992 (lembremos que sua moeda passou por uma fase de valorização a partir de 1987, voltando, no entanto, a desvalorizar-se desde 1990) (Tabela 4 e Conj. UFRJ). A liberalização de suas trocas com o Exterior não atingiu as proporções observadas nos dois outros países estudados. Por fim, na falta de crescimento, não há estímulo às importações.



É evidente que déficits desse porte são problemáticos. Já tínhamos constatado um primeiro paradoxo: a entrada de capitais externos ocorre mesmo quando a situação econômica global não é muito favorável. Nesse ponto, é preciso acrescentarmos um segundo paradoxo: as entradas de capitais mantêm-se, não obstante o grande crescimento do déficit da balança comercial. Aliás, são essas entradas de capitais que permitem cobrir o déficit da balança, financiar o serviço da dívida externa — que, mesmo atenuado, continua sendo considerável — e, por fim, elevar o nível das reservas internacionais. Contudo é possível **questionar-se a respeito do limite a partir do qual essas políticas deixam de ser confiáveis**. Em outras palavras, parece improvável que tais déficits possam repetir-se ano após ano sem comprometerem a credibilidade e sem desencadear um refluxo maciço dos capitais.

A desinflação competitiva só se mostra possível se uma manipulação do câmbio, acompanhada de outras medidas, for capaz de melhorar a competitividade do país. É por essa razão que não deve ser exclusivamente levada em conta a relação taxa de câmbio/diferencial de taxas de juros, devendo também serem incluídos os investimentos. De certo modo, podemos afirmar que estamos em presença de um **triângulo mágico entre taxas de juros** — mais elevadas do que nos Estados Unidos —, uma taxa de câmbio valorizada e **investimentos diretos externos**, podendo também serem incluídos os investimentos internos. No México, as taxas de juros, mesmo sendo maiores do que nos Estados Unidos, não são muito altas, diferentemente do que ocorre na Argentina e no Brasil, onde se pode afirmar que são colocados obstáculos ao investimento. Essas taxas podem subir no futuro, caso se elevem as dos Estados Unidos, ao mesmo tempo em que aumentaria, nessas condições, o serviço da dívida externa (de acordo com o "menu" escolhido no Plano Brady), tornando mais difícil o investimento e podendo refrear seu crescimento, inclusive no México. O investimento externo direto representava 39% do total dos movimentos de capitais no México, contra 16,7% na Argentina e 9,2% no Brasil em 1991 (GRIFFITH-JONES, RODRIGUEZ, 1993 e Gráfico 3). Tais investimentos foram, em parte, atraídos pelas condições oferecidas pela privatização (deságios) e estimulados pela possibilidade de penetrar em determinados setores estratégicos (nas telecomunicações, por exemplo), e, no caso do México, foram incentivados pela formação de uma zona de livre comércio. Tal como já tivemos ocasião de observar, esses são elementos integrantes da modernização do aparelho produtivo. **Os três ângulos do triângulo mantêm-se enquanto a política de câmbio for confiável**. Se o déficit exterior ultrapassar um determinado limite, as taxas de juros aumentarão, de modo a reter os capitais, colocando, assim, um freio ao investimento no país. Os investidores estrangeiros procurarão afastar-se, repatriando seus lucros, na impossibilidade de "desinvestirem" em função de

custos irrecuperáveis, ao passo que os investidores nacionais serão novamente seduzidos pelos investimentos financeiros, que voltarão a se mostrar atraentes.

Assim, parece estabelecer-se uma corrida entre, de um lado, a desinflação competitiva — iniciada no México e mais improvável na Argentina — e, de outro, a acumulação de crescentes déficits externos. Em se confirmando a desinflação competitiva, as importações crescerão mais lentamente, e as exportações, ao contrário, aumentarão de forma mais rápida que no passado, diminuindo a brecha externa e frustrando a especulação à espreita. Caso essa corrida não seja vencida, a retirada maciça de capitais custará caro aos investidores estrangeiros, que não poderão recuperar suas aplicações, qualquer que seja a sofisticação de suas coberturas de risco. O preço será ainda maior para as empresas que, de certa forma, hipotecaram seus ativos ao se endividarem e abalará principalmente os equilíbrios macroeconômicos, provocando a maxidesvalorização e relançando a inflação, vindo a ameaçar seriamente o pequeno crescimento reencontrado e empobrecendo — finalmente e mais uma vez — os mais carentes.

A saída escolhida para a crise colocou uma "espada de Dâmocles" sobre as economias latino-americanas, parecendo ficar cada dia mais fino o fio que a sustenta. Trata-se de uma das possíveis saídas para a crise. Ao serem relativizados os efeitos benéficos do liberalismo, com a volta a um certo tipo de protecionismo e o novo papel, mais ativo, atribuído ao Estado em numerosos países desenvolvidos, tal saída aparece como algo obsoleto, para não dizer, anacrônico.

Tabela 1

Índices das taxas de câmbio reais efetivas — 1978-92

PAÍSES	DEFLATOR (1)	1978	1979-81	1982-83	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992 (2)
Países exportadores de petróleo													
Bolívia	IPC	143	137	116	88	100	136	139	147	135	191	215	234
Colômbia	IPC	94	88	78	86	100	132	147	150	153	173	171	174
Equador	IPC	74	73	74	102	100	110	125	146	150	159	151	143
México (3)	IPC	95	82	112	101	100	139	145	118	110	108	98	91
Peru	IPC	108	93	79	83	100	89	81	84	52	42	35	33
Venezuela	IPC	97	88	81	99	100	121	161	156	184	192	180	169
Países não exportadores de petróleo													
América do Sul													
Argentina	IPC	101	69	108	95	100	107	131	137	144	113	86	82
Brasil	IPC	65	79	81	97	100	106	104	94	72	65	76	85
Chile	IPC	82	70	72	80	100	123	134	141	133	140	138	133
Paraguai (4)	IPC	88	66	78	81	100	107	115	120	125	125	108	108
Uruguai	IPC	107	78	81	97	100	99	103	111	111	129	111	104
América Central e Caribe													
Costa Rica	IPC	70	90	114	98	100	107	112	117	110	112	121	116
El Salvador	IPC	204	182	137	117	100	162	139	122	105	141	134	135
Guatemala	IPC	123	120	114	113	100	142	185	186	188	220	192	193
Haiti (5)	IPC	136	129	116	107	100	103	123	123	150	156	145	139
Honduras	IPC	136	127	107	101	100	109	117	118	109	195	200	197
Nicarágua	IPC	407	342	186	117	100	38	10	184	220	169	162	162
República Dominicana	IPC	75	74	84	118	100	92	113	131	95	85	87	89

FONTE: CEPAL, a partir de dados do Fundo Monetário Internacional.

NOTA: Os dados correspondem à média dos índices de tipo de câmbio (oficial principal) real de cada país com relação às moedas dos principais países com que este mantém intercâmbio comercial, ponderados pelo peso relativo das exportações dirigidas aos mesmos. As ponderações correspondem à média do período 1986-90. A respeito da metodologia e fontes utilizadas, ver *Estudo Econômico da América Latina, 1981* (1983).

(1) A sigla IPC refere-se a Índice de Preços ao Consumidor. (2) Média de janeiro a setembro. (3) É o seguinte o tipo de câmbio utilizado: tipo intermediário entre os tipos médios de compra e venda declarados pelos principais bancos comerciais ao Banco do México até julho de 1982; tipo preferencial para as importações de primeira necessidade de agosto a novembro de 1982; e tipo intermediário entre os tipos de compra e venda no mercado controlado a partir dessa época. (4) Foi usado o câmbio livre ou paralelo. (5) Foi usado o câmbio comercial a partir de 1987.

Tabela 2

Entradas líquidas de capitais e transferências de recursos
na América Latina e no Caribe — 1975-92

PERÍODOS E ANOS	ENTRADAS LÍQUIDAS DE CAPITAIS (US\$ milhões) (A)	PAGAMENTOS LÍQUIDOS, LUCROS E JUROS (US\$ milhões) (B)	TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS (A-B) (US\$ milhões) (C)	EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS (US\$ milhões) (D)	TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS/ /EXPORTAÇÕES DE BENS SERVIÇOS (%) (C-D)
1975-1979 (1)	104,9	44,6	60,3	287,4	21,0
1975-1979 (2)	21,0	8,9	12,1	57,5	21,0
1980	32,0	18,9	13,1	104,9	12,5
1981	39,8	28,5	11,3	113,2	10,0
1982	20,1	38,8	18,7	102,9	-18,2
1983	2,9	34,5	-31,6	102,4	-30,9
1984	10,4	37,3	-26,9	113,6	-23,7
1985	3,2	35,4	-32,2	108,6	-29,7
1986	10,0	32,6	-22,6	94,8	-23,8
1987	15,3	31,4	-16,1	107,9	-14,9
1988	5,5	34,2	-28,7	123,0	-23,3
1989	9,9	37,9	-28,0	136,5	-20,
1990	20,3	34,7	-14,4	151,1	-9,5
1991	39,2	30,8	8,4	152,2	5,5
1992 (3)	57,0	29,6	27,4	159,9	17,1

FONTE: 1975-1991 - CEPAL, com base em dados fornecidos pelo FMI.
1982 - CEPAL, a partir de dados oficiais.

(1) Acumulado. (2) Média. (3) Estimativas preliminares.

Tabela 3

Valor percentual dos fluxos de capital privado
dirigidos à América Latina — 1991

DISCRIMINAÇÃO	TOTAL	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	MÉXICO	VENEZUELA	REGIONAIS
Empréstimos	39,1	27,0	57,6	31,3	37,8	25,7	10,6
Títulos, aplicações privadas e obriga- ções de médio prazo	21,2	21,6	30,2	12,0	28,7	20,2	-53,1
Papéis comerciais ...	6,3	-	-	-	3,8	4,3	63,7
Certificados de depó- sito	1,6	3,4	3,8	-	0,1	-	-
Financiamentos comer- ciais	4,2	-	9,4	-	3,6	-	-
Financiamentos bancá- rios a prazo	5,9	1,9	14,1	19,3	1,6	1,2	-
Aplicações em carteira	16,0	14,6	2,1	3,1	23,0	-	32,0
Fundos	3,7	2,2	2,1	3,1	1,2	-	32,0
ADR (1)	12,3	12,5	-	-	26,8	-	-
Investimentos externos diretos	34,8	45,7	11,1	65,7	34,2	74,3	57,4
Entradas de recursos através da privati- zação	8,8	27,0	-	-	-	74,3	-
Outros	26,0	18,7	11,1	65,7	34,2	-	57,4
Outros fluxos (2)....	10,1	12,6	29,3	-	-	-	-

FONTE: GRIFFITH-JONES, St., RODRIGUEZ, A.M.A. (1993). El retorno de capital a América latina. **Comercio Exterior**, México. jan.

(1) ADR = American Depositary Receipts (Certificados de Depósito dos Estados Unidos). (2) Identificados pelos Bancos Centrais de cada país.

Tabela 4

Balança comercial da América Latina e do Caribe — 1990-92

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ milhões)								
	EXPORTAÇÕES FOB			IMPORTAÇÕES FOB			BALANÇA COMERCIAL		
	1990	1991	1992 (1)	1990	1991	1992 (1)	1990	1991	1992 (1)
América Latina e Caribe	121 823	121 284	126 100	94 417	111 540	132 010	27 406	9 774	-5 910
Países exportadores de petróleo									
Bolívia	58 138	56 525	55 445	48 564	59 325	71 550	9 574	-2 800	-16 105
Colômbia	831	760	620	776	804	885	55	-44	-265
Equador	7 080	7 572	7 135	5 108	4 535	5 570	1 972	3 037	1 565
México	2 714	2 851	2 965	1 711	2 207	2 260	1 003	644	705
Peru	26 838	27 121	27 375	31 271	38 184	46 205	-4 433	-11 063	-18 830
Venezuela	3 231	3 329	3 335	2 891	3 494	3 970	340	-165	-63
Países não exportadores de petróleo	17 444	14 892	14 015	6 807	10 101	12 660	10 637	4 791	1 355
América do Sul									
Argentina	63 685	64 759	70 655	45 853	52 215	60 460	17 832	12 544	10 105
Brasil	55 147	55 399	61 045	34 164	38 988	45 620	20 983	16 411	154 25
Chile	12 354	11 972	12 700	3 726	7 400	13 065	8 628	4 572	-365
Paraguai	31 414	31 625	35 600	20 661	21 010	20 100	10 753	10 615	15 500
Uruguai	8 310	8 929	9 965	7 037	7 354	9 170	1 273	1 575	795
América Central e Caribe	1 376	1 268	1 100	1 473	1 680	1 575	-97	-412	-475
Costa Rica	1693	1 605	1 680	1 267	1 544	1 710	426	61	-30
El Salvador	8 538	9 360	9 610	11 689	13 227	14 840	-3 151	-3 867	-5 230
Guatemala	1 354	1 491	1 770	1 797	1 698	2 205	-443	-207	-435
Haiti	580	588	585	1 180	1 294	1 435	-600	-706	-850
Honduras	1 211	1 230	1 310	1 428	1 673	2 095	-217	-443	-785
Nicarágua	160	163	95	247	300	205	-87	-137	-110
Panamá (2)	848	808	885	870	864	900	-22	-56	-15
República Dominicana	332	268	235	570	688	730	-238	-420	-495
	3 318	4 154	4 140	3 804	4 981	5 190	-486	-827	-1 050
	735	658	590	1 793	1 729	2 080	-1 058	-1 071	-1 490

FONTE: CEPAL (1992). Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.

(1) Estimativas preliminares. (2) Excluindo as reexportações e o comércio da Zona Franca de Colón, o total das exportações alcançou US\$ 321 milhões em 1990, US\$ 452 em 1991 e US\$ 465 em 1992, e as importações, US\$ 1.495 milhões em 1990, US\$ 1.695 milhões em 1991 e US\$ 1.955 milhões em 1992. Em consequência, os resultados da balança foram de menos US\$ 1.174 milhões em 1990, menos US\$ 1.270 milhões em 1991 e menos US\$ 1.490 em 1992.

Tabela 5

Estimativa de fuga e repatriação de capitais em alguns países
da América Latina — 1983-90

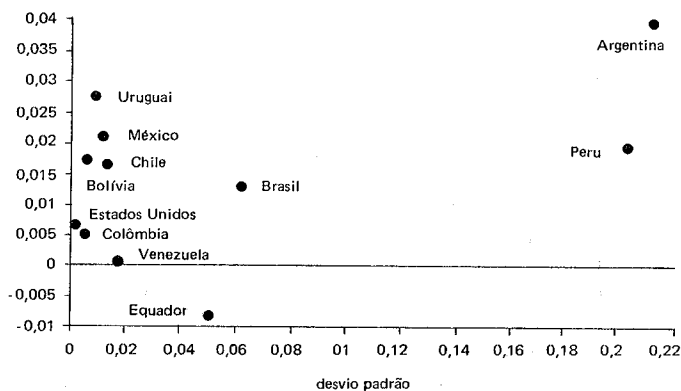
						(US\$ milhões)
ANOS	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	MÉXICO	VENEZUELA	TOTAL
1983	(1)1,7	(1) 4,3	(2)0,2	(1)1,8	(1)4,5	(1)12,1
1984	(2)0,9	(1) 6,4	(2)1,2	(1)3,1	(1)1,6	(1) 9,0
1985	(2)0,4	(1) 1,3	(2)1,0	(1)4,1	(2)0,4	(1) 3,6
1986	(2)1,6	(1) 0,4	(2)0,6	(1)2,1	(2)1,2	(2) 1,0
1987	(1)1,8	(1) 1,0	(2)0,2	(1)1,6	(2)0,9	(1) 3,2
1988	(2)0,8	(1) 1,5	(1)0,6	(1)5,3	(2)1,8	(1) 4,7
1989	(1)1,3	(1) 1,7	0,0	(2)5,2	(2)1,2	(2) 3,4
1990	(2)0,3	(1) 1,0	(2)1,4	(2)5,5	(2)0,7	(2) 7,0
1983-90	(1)0,7	(1)17,6	(2)4,1	(1)7,3	(2)0,2	(1)21,3

FONTE: GRIFFITH-JONES, St., RODRIGUEZ, A.M.A. (1993). El retorno de capital a América Latina. **Comércio Exterior**, México. jan.

(1) Fuga. (2) Repatriação.

GRÁFICO 1

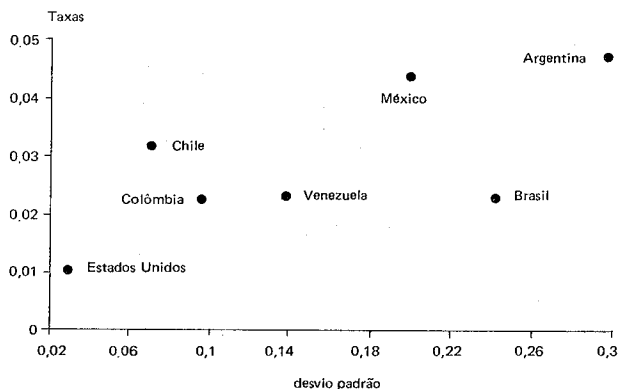
TAXAS DE JUROS DOS EMPRÉSTIMOS NOS MERCADOS DE CRÉDITO DE ALGUNS PAÍSES



FONTE: CARDENAS, S. M., GARAY, S. L. J., ed. (1993). **Macroeconomia de los flujos de capital en Colombia y América Latina**. Bogotá: TM Editores.

GRÁFICO 2

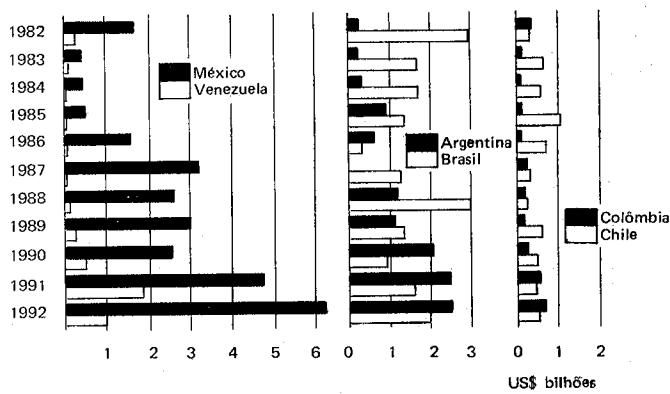
RENDIMENTO MÉDIO MENSAL DA BOLSA DE VALORES NOS EUA E EM ALGUNS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA



FONTE: CARDENAS, S. M., GARAY, S. L. J., ed. (1993). **Macroeconomia de los flujos de capital en Colombia y América Latina**. Bogotá: TM Editores.

GRÁFICO 3

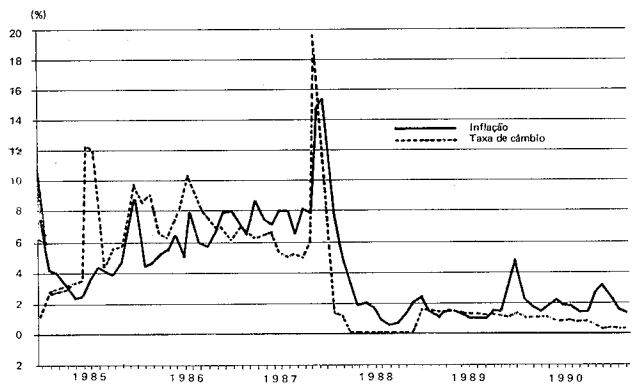
INVESTIMENTOS EXTERNOS DIVERSOS EM ALGUNS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA — 1982-92



FONTE: FINANCIAL TIMES (29.2.93), com base em dados do Banco Mundial.

GRÁFICO 4

TAXA DE CRESCIMENTO MENSAL DA INFLAÇÃO E TAXA DE CâMBIO DO MÉXICO — 1985-90



FONTE: HUSSON, M. (1992). La modernisation libérale du Mexique. Problèmes d'Amérique Latine, Paris.

Bibliografía

- BANQUE SUDAMÉRIS (1993). *L'économie du Chili: situation et perspectives*. Paris, fev.
- BOLETIM DE CONJUNTURA UFRJ. Rio de Janeiro:UFRJ/IEI. (vários números)
- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L., REINHART, C. M. (1993). Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio real en América Latina: el papel de los factores externas. In: CARDENAS, S. M., GARAY, S. L. J., ed. **Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina**. Bogotá: TM Editores.
- CARDENAS, S. M., GARAY, S. L. J., ed. (1993) **Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina**. Bogotá: TM Editores.
- CASAR, J. C. (1991). *La competitividad de la industria manufacturera mexicana 1980 - 1990*. México: ILET. (mimeo).
- CEPAL (1992). *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe*. Santiago do Chile.
- DORNBUSH, R., EDWARDS, S. (1991). O populismo macroeconômico na América Latina. In: PEREIRA, L. C. Bresser, ed. **Populismo econômico: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina**. São Paulo: Nobel.
- EL ECONOMISTA (12.2.93). Buenos Aires.
- ESTUDIO ECONÔMICO DE AMÉRICA LATINA 1981 (1983). Santiago do Chile: Nações Unidas/ CEPAL.
- FANELLI, J., FRENKEL, R., ROZENWURCEL, G. (1990). *Growth and structural reform in latin america: where we stand*. Buenos Aires: CEDES.
- FANELLI, J., FRENKEL, R., ROZENWURCEL, G. (1992). *Transformación estructural, estabilización y reforma del estado en la Argentina*. Buenos Aires: CEDES.
- EL FINANCEIRO (2.1.93). Buenos Aires.
- FINANCIAL TIMES (29.4.93). Londres.
- FONTAINE, J. M. (1993). *Demande et investissements les processus dans les d'ajustement*. Paris: Tiers Monde.
- GARAY, S. L. J. (1993). Análisis recientes sobre el ingreso de capitales en países en desarrollo (una syntesis reflexiva). In: CARDENAS, S. M., GARAY, S. L. J., ed. **Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina**. Bogotá: TM Editores.
- GRIFFITH-JONES, S., RODRIGUEZ, A. M. A. (1993). El retorno de capital a América Latina. *Comércio Exterior*, México: Banco Nacional de Comercio Exterior, v.43, n.1, ene.
- HIRSCHMAN, A. O. (1991). *Deux siècles de rhétorique réactionnaire*. Paris: Fayard.
- HUSSON, M. (1992). *La modernisation libérale du Mexique. Problèmes d'Amérique Latine*, Paris.

- LAUTIER, B. (1992). **L'État providence en Amérique Latine**: utopie légitimatrice ou moteur du développement? Bruxelles. (Colloque du CELA-IS, mimeo)
- LUSTING, Nora (1992). Tipos de cambio, protección efectiva y exportaciones manufactureras: México 1983-1987. **Investigación Económica**, Mexico, n.200.
- OKS, Daniel, VAN WIJNBERGEN, Sweder (1992). Le Mexique après la crise de l'endettement: la croissance est-elle durable? **Forum International sur les perspectives latino-américaines**. Paris: BID-OCDE.
- PEREIRA, L. C. Bresser, MARAVALL, J. M., PRZEWORSKI, A. (1992). **East south system transformations**. University of Chicago. (Working paper, n.2)
- SALAMA, Pierre (1989). **La dollarisation**. Paris: La Découverte.
- SALAMA, Pierre, VALIER, Jacques (1990). **L'économie gangrenée**: essai sur l'hyperinflation. Paris: La Découverte.
- TAVARES, Maria da Conceição (1992). **Las políticas de ajuste de Brasil**: los limites de la resistencia. Washington: BID.
- THÉRET, Bruno (1993). Hyperinflations de producteurs et hyperinflations de rentiers: le cas du Brésil. **Tiers Monde**, Paris: IEDES, n.133.
- TIERS MONDE (1987). Paris: IEDES, n.117. (Numero especial)
- WILLIAMSON, J., ed. (1990). **Latin american adjustment**: how much has happened? Washington: Institute for International Economics.