

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 42

Complementação versus Integração:

Estilos Latino-Americanos de  
Abertura Financeira ao Exterior

Edmar Lisboa Bacha



PUC-Rio – Departamento de Economia  
[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)

Janeiro de 1983

Sumário: Os processos de abertura financeira ao exterior na América Latina podem ser classificados segundo sua natureza e sua intensidade. A intensidade da abertura pode ser medida pelos coeficientes usuais de endividamento externo. As magnitudes desses coeficientes, entretanto, são insuficientes para caracterizar a natureza dos processos. Pois a abertura financeira ao exterior pode dar-se por complementação, como no Brasil e na Colômbia, ou por integração, como no Cone Sul. O texto utiliza esta taxonomia para explorar aspectos salientes das distintas experiências latino-americanas na década de setenta. Estudam-se os instrumentos de captação financeira externa utilizados por Brasil e Colômbia e analisam-se as inter-relações entre o endividamento externo, a abertura comercial e o enfoque monetário do balanço de pagamentos, no caso do Cone Sul.

## Introdução<sup>1</sup>

A tese deste trabalho é que os processos de abertura financeira ao exterior na América Latina na década de setenta podem ser visualizados através de um sistema de classificação, que faça uma distinção entre “estilos” e “intensidades” de abertura. Com o conceito de intensidade da abertura queremos distinguir os diversos casos segundo critérios quantitativos que indiquem o grau de endividamento externo do país em causa. Por exemplo, se medirmos a intensidade da abertura pela relação entre o endividamento externo líquido e as exportações ao final da década, classificaríamos a Colômbia e o Uruguai como menos abertos, e a Argentina, o Brasil, o Chile e o México, como financeiramente mais abertos ao exterior.

O posicionamento relativo desses países já sugere que o critério quantitativo é insuficiente para caracterizar inteiramente o processo de abertura financeira. Introduce-se então o conceito de estilos de abertura, para distinguir entre casos nos quais o endividamento externo se deu predominantemente segundo o livre jogo das forças de mercado, estando imerso num processo de integração financeira ao exterior, daqueles nos quais esse endividamento foi principalmente fruto de um processo de planejamento nacional, sujeitando-se às necessidades de cobertura do déficit do balanço de pagamentos em conta corrente. Por razões que ficarão mais claras posteriormente, denominamos de abertura por integração o primeiro estilo, e o segundo, de abertura por complementação. Cinco dos seis países anteriormente mencionados, então, encontram naturalmente suas novas classificações, colocando-se como casos de abertura por complementação o Brasil e a Colômbia, e de abertura por integração, a Argentina, o Chile e o Uruguai. O México, entretanto, permanece como um caso híbrido,

<sup>1</sup> Absolvendo-os das consequências, agradeço as críticas e sugestões de Carlos F. Díaz-Alejandro e José Antonio Ocampo, bem como as dos demais participantes do Seminário sobre Política Monetária e Cambiária, patrocinado pelo CEDE e o Banco de La República, realizado em Bogotá em 22 e 23 de novembro de 1982. Partes deste trabalho reproduzem e desenvolvem seções do ensaio “Quatro experiências de abertura financeira ao exterior: semelhanças, contrastes e lições latino-americanas”, incluído em Edmar Bacha, *Abertura Financeira ao Exterior: Perspectivas Latino-Americanas*, Relatório de Pesquisa s/n, PUC-Rio, Julho 1982. Agradeço também o apoio de pesquisa do PNPE/IPEA.

onde a vontade do governo aparentemente seria ter uma abertura por complementação, mas os condicionantes geoeconômicos impuseram um tipo de abertura por integração.

Num quadro de dupla entrada, os cinco casos nacionais que estaremos considerando posicionarem-se-iam conforme indicado na Tabela 1 abaixo.

Tabela 1

América Latina: Estilos e Intensidades de Abertura Financeira ao Exterior na Década de Setenta

Estilos \ Intensidade	Maior Endividamento	Menor Endividamento
Integração Financeira	Argentina, Chile	Uruguai
Complementação Financeira	Brasil	Colômbia

Dada a natureza híbrida de seu processo de abertura financeira ao exterior, deixamos o México de lado, para centrar atenção nos casos mais puros apresentados na Tabela 1.

Aspectos salientes das experiências do Brasil e da Colômbia na década de 70 são discutidos na próxima na próxima seção. Considerações sobre as liberalizações financeiras da Argentina e Chile (e, em menor medida, Uruguai) ocupam a seção seguinte. O trabalho se encerra com uma breve seção de conclusões.

#### Complementação Financeira com o Exterior: Brasil e Colômbia

Parece, a princípio, estranho que se coloquem Brasil e Colômbia numa mesma categoria *vis-à-vis* a abertura financeira, uma vez que se trata de polos opostos no que se refere à absorção de capital financeiro externo na década de 70. Enquanto que Colômbia optou por uma estratégia de minimizar o endividamento externo, a estratégia brasileira envolveu a manutenção de altas taxas de crescimento do produto às custas de um endividamento externo crescente.

Estas diferenças são ilustradas na Tabela 2 em que a tendência fortemente decrescente da dívida externa colombiana na década (quando medida em termos do PIB, das exportações, ou das reservas internacionais) contrasta-se com a forte ascensão dessas mesmas variáveis para o caso brasileiro.

O quadro externo foi algo distinto, pois a Colômbia se beneficiou da “bonança cafeeira” provocada pelas geadas no Brasil, enquanto que este país sofreu um ônus maior da crise do petróleo, devido a sua maior dependência do produto importado. Isto, entretanto, explica apenas parte da

história, já que antes mesmo do primeiro choque do petróleo o Brasil havia optado por uma estratégia de crescimento com endividamento externo, enquanto que a Colômbia, quando lhe foi dada esta oportunidade, optou por um ritmo de crescimento mais lento, porém com uma menor taxa de inflação.

O contraste entre estes dois países parece situar-se exatamente aí, ou seja, nas preferências reveladas por seus governantes entre crescer e evitar a alta de preços. Assim é que, no final da década de 70, a inflação brasileira foi cerca de cinco vezes maior do que no início da década, enquanto que na Colômbia a proporção foi “apenas” de duas vezes e meia.

Tabela 2  
Brasil e Colômbia: Coeficientes de Endividamento Externo 1970-79

Razões entre dívida externa bruta e:	Brasil		Colômbia	
	1970	1979	1970	1979
PIB	0,12	0,26	0,30	0,16
Exportação de mercadorias	1,9	3,3	3,0	1,5
Reservas internacionais	4,5	5,2	13,3	1,3
Taxa média de crescimento do PIB na década	8,0		6,0	

Fontes: Brasil, Bacha (1978), Malan; Colômbia, Perry, Junquito e de Junquito.

Um novo paradoxo parece, entretanto, estabelecer-se. Pois se é verdade que as autoridades colombianas rejeitaram a alternativa expansionista, como então se explica o fato de terem mantido tão altos níveis de reservas internacionais, como aqueles indicados para 1979 na Tabela 2? Diria um crítico: por um lado, essas reservas poderiam ser usadas para aumentar as importações, reduzindo eventuais excessos de demanda interna; por outro, a monetização interna dessas reservas pode haver provocado pressões expansionistas acentuadas.

#### Prioridade da Industrialização

A explicação dessa contradição aparente nos permitirá na verdade ilustrar a semelhança entre os casos brasileiro e colombiano, apesar das diferenças até agora identificadas. O ponto de partida, que é básico para a compreensão do modus operandi de economias semi-industrializadas como as latino-americanas, situa se numa diferenciação das importações, entre competitivas e não-competitivas.

A utilização das reservas internacionais colombianas, para aumentar as importações

competitivas, implicaria ou uma desproteção da indústria nacional – através de uma rebaixa tarifária –, ou uma associação desse efeito com o de uma despromoção das importações – através de uma valorização da taxa de câmbio real. Tal aumento das importações competitivas – associado ou não a uma elevação da disponibilidade interna de produtos exportáveis – inegavelmente implicaria uma redução das pressões de demanda internas. Entretanto, o custo seria abdicar de uma estratégia de industrialização que, como a do Brasil, privilegia a substituição de importações e a promoção de exportações. Este é um preço que a Colômbia não se dispôs a pagar. Assim, a prioridade colombiana, como no caso brasileiro, foi pelo crescimento e diversificação industriais.

Dada a prioridade da industrialização, cabe perguntar por que a Colômbia não utilizou suas reservas cambiais para elevar as importações não-competitivas. A resposta esclarece o contraste com o Brasil: é que esta decisão implicaria uma aceleração prévia da taxa de crescimento do produto, que requeresse as importações adicionais. Para que essa aceleração se desse, a partir de uma taxa normal de utilização da capacidade instalada, seria necessária a liberação prévia de recursos domésticos complementares às importações. De outro modo, acentuar-se-iam as pressões internas pelo lado da demanda. A Colômbia optou contra esta alternativa, enquanto que o Brasil decidiu correr os riscos da aceleração inflacionária, para não perder a oportunidade de crescimento adicional, que a situação cambial lhe oferecia.

Resta a observação a respeito do impacto monetário interno das reservas internacionais. Dada a opção de não aumentar as importações, seja as competitivas, seja as não-competitivas, a política econômica apropriada seria a de esterilização do impacto monetário das reservas internacionais, através de uma redução compensatória do crédito interno. E isto as autoridades colombianas trataram de fazer, mesmo a risco de uma redução da taxa de crescimento da economia.

Note-se de início que, aparentemente por se verem face a uma situação externa mais favorável, as autoridades colombianas foram mais bem-sucedidas do que as brasileiras, no que se refere à perturbação imposta ao manejo da política monetária interna pela volatilidade dos fluxos internacionais de capitais. Ao longo da década, a Colômbia simplesmente foi restringindo de maneira crescente o acesso do setor privado ao financiamento externo. No começo, existia uma grande amplitude de atividades para as quais se permitia o endividamento externo. Ao finalizar a década, estas se limitavam praticamente ao financiamento das importações. Assim, o financiamento externo das atividades de inversão privada deixa progressivamente de ser feito por entendimento direto, para ser realizado preferencialmente através de créditos externos contratados pelo Banco da República, para repasse ao setor privado.

À medida em que as restrições aumentaram, observaram-se deslocamentos entre as diferentes atividades financiadas, dependendo do grau de controle imperante para cada uma. Também se apresentaram sintomas de possíveis ingressos de créditos não registrados, nem autorizados pela lei.

De um modo geral, entretanto, pode concluir-se da análise de Perry, Junguito e de Junguito (1981) que as autoridades colombianas conseguiram isolar eficazmente o mercado interno de crédito dos fluxos internacionais de capitais, garantindo por esta parte a autonomia de sua política monetária.

Sem embargo, foi mais problemática a tentativa do governo colombiano de neutralizar o impacto sobre a demanda agregada da elevação da renda cafeeira e do aumento das reservas internacionais, derivados das geadas nos cafezais brasileiros em 1975, com uma consequente significativa elevação dos preços internacionais do produto. Em 1976 e 77 acentuam-se as pressões de demanda, tendo como origem o incremento da renda cafeeira e a monetização interna das reservas internacionais acrescidas. Simultaneamente, manifesta-se uma tendência à alta dos preços relativos dos alimentos, face a uma sucessão de safras pouco expressivas. Não dispondo dos recursos políticos necessários para, de forma significativa, esterilizar na fonte, por via fiscal, o aumento da renda monetária cafeeira e relutando, seja em liberalizar as importações competitivas, seja em revalorizar o câmbio, face às pressões inflacionárias emergentes o governo optou por uma política monetário-fiscal bastante restritiva. O resultado, cujo paradoxo é apontado por Ocampo e Revéiz, foi que à bonança cafeeira não correspondeu uma similar expansão do produto interno bruto, que cresceu a taxas inferiores à tendência histórica em 1976 e 1977. Entretanto, o grau de esterilização do impacto monetário do aumento das reservas internacionais no período é indicado pelo fato de que, embora o valor em pesos das reservas tenha crescido de 324 por cento entre o final de 75 e o final de 77, os meios de pagamento expandiram-se em apenas 76 por cento, no mesmo período. Em valores absolutos, a variação das reservas foi 19 por cento superior ao aumento dos meios de pagamento nesse período<sup>2</sup>.

#### Instrumentos de Captação Externa: Setor Privado

Tendo sua tarefa de equilibrar o balanço de pagamentos facilitada pela bonança cafeeira, as autoridades colombianas tiveram que preocupar-se menos do que as brasileiras em desenvolver instrumentos de sintonia fina para regular o fluxo internacional de capitais, no que concerne ao financiamento externo das inversões e do capital de trabalho das empresas. Entretanto, conforme ilustra o trabalho de Jaramillo e Montes, o aperfeiçoamento de tais instrumentos de política foi bastante importante para a Colômbia, no caso do endividamento privado externo para o financiamento das importações.

Grosso modo, podem caracterizar-se cinco tipos de instrumentos externos necessários para

<sup>2</sup> Dados retirados do Quadro 1-4 de Perry, Junguito e de Junguito, p. 205.

fechar o balanço de pagamentos, a uma dada taxa de crescimento econômico. Dois destes caracterizam uma ação indireta do Estado, enquanto que três outros são de natureza mais direta.

O primeiro dos instrumentos indiretos é o manejo da *taxa de câmbio*, de tal maneira que, do ponto de vista dos agentes privados, torne-se relativamente barato contratar empréstimos no estrangeiro. Trata-se de reduzir as expectativas de desvalorizações futuras, induzindo o setor privado a obter financiamento externo, ao invés de pressionar o mercado interno de crédito. Esta política também favorece o controle da inflação, ao diminuir o ritmo de aumento dos preços dos produtos importados. Entretanto, pode criar problemas do lado do balanço comercial, a atrasar o ajuste cambial, prejudicando o crescimento das exportações. No curto prazo, é possível que o benefício da entrada de capitais seja maior do que o prejuízo das exportações. Porém, as exportações dependem do *nível* da taxa de câmbio real, enquanto que a entrada de capitais depende da diferença entre a *taxa de variação* da taxa de câmbio e a do nível interno de preços (admitindo, como primeira aproximação, que a taxa de juros interna esteja indexada à inflação doméstica). Se esta diferença é positiva, deve ocorrer um influxo constante de capitais externos, porém o nível das exportações irá ser cada vez menor ao longo do tempo. Assim, esta política inevitavelmente está fadada ao fracasso no médio prazo, mesmo porque o “country risk” dos empréstimos externos irá aumentando à medida em que as exportações caíam, terminando por ocorrer um racionamento da oferta de créditos externos quando os credores internacionais passarem a descrever da capacidade futura de geração de divisas do país devedor.

O segundo instrumento indireto, utilizado para facilitar a cobertura de eventuais déficits do balanço de pagamentos a través do fluxo internacional de capitais, é a adoção de uma política de *taxas de juros internas flexíveis*, implicando, no limite, uma política monetária passiva, característica de uma economia aberta com taxa de câmbio fixa. Neste caso, por exemplo, quando uma elevação da taxa de investimento doméstica pusesse pressão no mercado interno de crédito, a taxa de juros interna se elevaria e, em consequência, ocorreria um influxo de capitais externos. Uma dificuldade com este instrumento é que ele reduz o controle das autoridades nacionais sobre a política monetária e torna difícil o uso de uma política monetária ativa, que pode ser desejável dados outros objetivos econômicos como, por exemplo, o de manter elevada a taxa de investimento do setor privado. Pois se a taxa de juros passa a regular o balanço de pagamentos, ela não pode simultaneamente cumprir o papel de contribuir para a manutenção de uma taxa adequada de crescimento da economia. Deste modo o país se torna mais vulnerável, por exemplo, a “choques financeiros externos”, pois deverá responder a elevações das taxas de juros internacionais com uma contração do crédito interno para evitar que ocorra uma fuga de capitais para o exterior.

Outros três instrumentos implicam uma atuação mais direta do Estado, o que parece ser inevitável, dados os efeitos colaterais perversos dos instrumentos de ação indireta antes mencionados.

Um deles consiste na introdução de um *imposto variável* sobre os fluxos de capitais externos. Do ponto de vista do setor privado, o que interessa é a diferença entre os custos finais dos empréstimos domésticos e os dos empréstimos externos. Esta diferença pode ser aumentada ou diminuída pelo governo através de requisitos diferenciais de reservas, depósitos prévios, alíquotas variáveis de impostos sobre transações financeiras ou sobre a renda, deduções fiscais, etc. Há três problemas com a adoção dessas medidas. O primeiro é a dificuldade de estimar as elasticidades relevantes, para cálculo das taxas apropriadas de impostos e/ou subsídios. Em segundo lugar, estas elasticidades tendem a ser voláteis, e a mudar de valor com rapidez maior do que o governo consegue alterar as alíquotas relevantes. Em terceiro lugar, há o problema fiscal. Impostos e subsídios afetam o orçamento público e, se as magnitudes envolvidas forem significativas, nem sempre se poderá dispor da flexibilidade fiscal necessária para atender aos objetivos de balanço de pagamentos.

O quarto instrumento é uma variante do terceiro, tratando-se da introdução de mecanismos de *contingenciamento* de créditos externos. No caso de, à taxa de juros vigente no mercado financeiro internacional, haver uma demanda excessiva de créditos externos por parte do empresariado nacional, o governo pode simplesmente predeterminar um volume máximo de financiamento externo admissível durante um dado período de tempo, proibindo o acesso do setor privado ao sistema bancário internacional para endividamento acima daquele limite. À parte de questões alocativas e distributivas envolvidas na distribuição do crédito contingenciado, o principal problema prático desta política se apresenta quando a situação é de insuficiência de demanda privada por créditos externos. Neste caso, o governo tem que forçar o setor privado a tomar mais empréstimos externos do que ele quer, e isto é bem mais difícil do que simplesmente proibir seu acesso ao mercado internacional de capitais. Além da provisão de seguros contra riscos de câmbio, o que o governo pode fazer neste caso é condicionar a obtenção de algum favor governamental (p. ex., acesso a crédito interno subsidiado) à contrapartida da obtenção de um determinado volume de crédito externo. Na experiência brasileira recente, foram estabelecidos limites creditícios rígidos para a expansão dos empréstimos do setor financeiro doméstico, limites estes, entretanto, que não precisam ser observados desde que os recursos para financiamento sejam externos. Como isto não resolve o problema no nível do tomador final, tem sido sugerido que os créditos do sistema financeiro doméstico sejam obrigatoriamente formados a partir de um *blend* de recursos domésticos e externos, em proporções determinadas a partir da necessidade de captação de financiamento externo para cobertura do balanço de pagamentos. Uma dificuldade aqui é que os resultados de outras políticas – p. ex., a de subsídios creditícios internos ou a de limites globais de crédito – ficam condicionados à situação do balanço de pagamentos, perdendo, portanto, o governo alguns graus de liberdade para alcançar seus múltiplos objetivos.

## Papel do Setor Público

Resta o último instrumento, a saber, o *endividamento externo do setor público*. Este, na verdade, tem sido o fator mais importante de captação externa, tanto no caso do Brasil quanto do de Colômbia. Em 1970/71, a dívida externa do setor público representou 62 por cento do total da dívida externa colombiana, passando para 69 por cento em 1978/79 (Perry, Junguito e de Junguito, Quadro 5). No caso brasileiro, o setor público respondia por 52 por cento da dívida externa de médio e longo prazos em 1973, alcançando sua participação para 66 por cento em 1978/79 (Malan, Quadro 5). Parece natural que uma função de tamanha importância para o crescimento econômico desses países tenha cabido diretamente a seus respectivos setores públicos, dadas as dificuldades antes analisadas de induzir o setor privado a endividar-se externamente nas proporções requeridas para preservar o equilíbrio no balanço de pagamentos. Entenderam tanto o Brasil como a Colômbia que o endividamento externo era uma questão macroeconômica de crítica importância, dificilmente reconciliável com cálculos de rentabilidade privada, nas condições de países semi-industrializados, permanentemente operando sob a sombra da restrição externa.

O problema com esta solução é mais de ordem política do que propriamente econômica. Ao outorgar ao setor público a função de regular o endividamento externo, ela supõe que o Estado assumira um papel central no processo de formação de capital, seja diretamente pelo investimento das empresas estatais, seja indiretamente pela intermediação financeira entre a poupança externa e o investimento privado doméstico. Ambos fenômenos de fato ocorreram, tanto no Brasil como na Colômbia, porém depararam-se com uma resistência política crescente. No caso da Colômbia, por trás do endividamento público externo, parece ter estado o desejo de reservar o mercado financeiro interno para a inversão e a atividade privadas. Isto, no entender de diversos autores (p. ex., Perry, Junguito e Junguito), tendeu a restringir o investimento público, especialmente em períodos de relativa folga cambial, como na década de 70. No Brasil, o debate pós-74 sobre a “excessiva estatização” da economia acabou por contribuir para uma redução do investimento das empresas estatais, daí resultando simultaneamente uma queda na taxa de crescimento do produto e uma piora nos mecanismos de captação externa de recursos financeiros. O Estado passou a deixar de usar em toda sua extensão o poder de barganha externo superior de que é dotado para fazer a interinação financeira dos recursos externos. Para induzir os bancos privados a captarem no exterior, a partir de 1981 o Banco Central estabeleceu rígidos limites à expansão creditícia baseada em captação doméstica. Ao mesmo tempo, a percepção de um risco cambial crescente aliada a uma política fiscal restritiva reduziram a demanda de empréstimos por parte do setor privado. À falta de tomadores para os recursos externos captados, os bancos privados depositaram o produto de sua captação externa junto ao Banco Central, que então passou a utilizar esses recursos para cobertura de déficits no orçamento

público. Esta custosa “ciranda financeira” dramatiza algumas dificuldades de execução da política econômica no Brasil. Mas parece claro que uma das raízes tanto dessa situação como dos limites estabelecidos para o acesso das empresas públicas ao mercado financeiro interno na Colômbia reside na falta de uma solução política que legitime o papel do Estado no processo de formação de capital dessas economias.

### Integração Financeira com o Exterior: Cone Sul

Brasil e Colômbia firmaram ao longo da década estratégias semelhantes de utilização dos fluxos internacionais de capitais, condicionando-os ao suprimento das divisas requeridas pelos planos domésticos de investimento e submetendo-os à prioridade de diversificação de suas respectivas bases industriais. Neste contexto, face ao desafio proposto pela abertura financeira à capacidade de os governos brasileiro e colombiano adotarem políticas monetárias autônomas, na medida de suas possibilidades, eles responderam impondo controles sobre os fluxos privados de capitais.

Ao contrário, no Uruguai pós-74 e na Argentina pós-76, em alguma medida, e no Chile pós-73, dramaticamente, a postura de política econômica foi a de forçar uma “racionalização” da indústria nacional, através da abertura dos respectivos mercados internos à concorrência de manufaturas importadas. Num contexto de taxas de câmbio administradas, uma consequência desta postura foi a tendência para o estabelecimento de um novo critério para a determinação do nível interno de preços, a chamada *lei de um só preço*: os preços em moeda nacional – dos produtos comercializáveis, diretamente, e dos produtos não-comercializáveis, indiretamente – passariam a ser determinados pelos preços internacionais, convertidos em moeda nacional a uma taxa de câmbio predeterminada. A operação desta lei presume que a política monetária interna seja passiva, ajustando-se a oferta interna de crédito às variações observadas na demanda por moeda. De outro modo, o nível interno de preços continuaria sujeito também a pressões do mercado monetário.

Neste contexto, a abertura financeira assumiria um papel na estabilização das taxas de juros internas, atrelando-se às taxas de juros externas para dadas expectativas de desvalorização cambial. Devido a abertura financeira exercer este papel, os reformadores econômicos, especialmente no caso da Argentina, parecem a ter encarado como uma forma de disciplinar a ação do governo, forçando-o a tornar passiva a oferta interna de crédito. De outro lado, ao expandir-se autonomamente o crédito interno, haveria uma tendência incipiente para a queda das taxas de juros domésticas, a qual seria contraposta por uma imediata fuga de capitais para o exterior. É nesta perspectiva que a abertura financeira pode ser entendida como um reforço à operação da lei de um só preço. Pois, se não houvesse abertura financeira e o governo fosse “indisciplinado”, apenas lentamente essa indisciplina, refletindo-se numa apreciação da taxa de câmbio real, provocaria uma deterioração do balanço

comercial, a qual, eventualmente, forçaria a adoção de uma política fiscal mais austera. Já se o país está aberto financeiramente ao exterior, é imediata a deterioração da conta capital do balanço de pagamentos, quando a execução orçamentária do governo se traduz numa expansão excessiva do crédito interno. Ou seja, ao tornar supostamente imperativo o equilíbrio das contas fiscais, a abertura financeira permitiria que se instaurasse sem maiores embaraços a lei de um só preço no país.

Uma segunda função da abertura financeira neste contexto parece ter sido a de assegurar uma convergência menos penosa da taxa de inflação doméstica para a taxa de inflação internacional em termos seja da taxa de desemprego, seja do saldo do balanço de pagamentos.

Ao iniciar-se um plano de estabilização, seguindo os cânones do enfoque monetário do balanço de pagamentos, a taxa de inflação doméstica supera a taxa de inflação internacional. O governo então passa a praticar uma política de desvalorização da taxa de câmbio a um ritmo inferior a diferença entre essas taxas de inflação, a ideia sendo que a desvalorização vá diminuindo progressivamente, até estabilizar-se a taxa cambial, à medida em que se reduza o diferencial entre as taxas de inflação doméstica e internacional. Ao longo desse processo, antes que se atinja a estabilização cambial, o balanço comercial é penalizado uma vez que deve manifestar-se algum atraso cambial. Entretanto, ao configurar-se uma taxa inferior de desvalorização, reduzem-se os custos dos empréstimos externos em moeda nacional e, portanto, eleva-se o influxo de financiamentos externos. Ao eventual déficit em conta comercial contrapõe-se um superávit da conta capital do balanço de pagamentos. Por outro lado, a redução dos custos dos empréstimos tenderia a fazer expandir a demanda agregada interna (especialmente o consumo de bens duráveis, os estoques de mercadorias e as construções), compensando-se, assim, a queda do emprego causada por uma eventual redução das exportações ou aumento das importações.

Paralelamente, a liberalização financeira externa ampliaria os mecanismos de intermediação financeira, enriquecendo as opções de seleção de carteiras dos detentores de riqueza, e multiplicando as facilidades de financiamento das firmas locais. Trata-se, enfim, de uma *rationale* bastante distinta dos casos de Brasil e Colômbia, para o acesso aos mercados internacionais de capitais.

Atraente do ponto de vista ortodoxo como pudesse parecer a proposta do Cone Sul de integração financeira com o exterior, sugere a experiência recente destes países que existe uma série de dificuldades para a execução desse curso de política.

Colocam-se, assim, três interrogações de caráter mais estrutural, referindo-se à dinâmica da inflação, à natureza do processo de acumulação de capital e ao estrangulamento externo. Sugerem-se, também, três outras questões, de natureza mais conjuntural, tendo a ver com a especulação cambial, as consequências recessivas do atraso cambial, e a administração do orçamento público.

## Dinâmica da Inflação

Um problema estrutural sério parece situar-se na lógica da determinação da taxa de inflação. Nos três casos em pauta, o componente inercial deste processo demonstrou ser muito mais importante do que previram os arquitetos da nova política econômica. No caso chileno, este problema foi minorado porque a lógica da lei de um só preço – na forma das “tablitas” cambiais – passou a ser imposta ao país somente em dezembro de 1977, depois de quatro anos de política de estabilização, e com um nível de desemprego cerca de três vezes maior do que no início dos anos 70. Pôde assim perdurar por quase três anos – de agosto de 1979 a junho de 1982 – a experiência de manter fixa, em relação ao dólar, a taxa de câmbio chilena, como forma principal de controlar o nível interno de preços.

O desastre argentino na condução da política cambial é bem conhecido. A prefixação do curso do câmbio a partir do final de 1978 conduziu a um atraso cambial de tal magnitude que, segundo algumas estimativas, em relação ao dólar a taxa de câmbio média real do peso argentino em 1980 foi inferior em cerca de 40 por cento àquela existente em 1978 (Frenkel, Quadro 12). O atraso aprofundou-se mais ainda a princípios de 1981, conduzindo a uma explosão especulativa da qual resultou um abandono completo deste curso de política em abril daquele ano.

Na interpretação ortodoxa, o Chile teve relativo sucesso nesta experiência enquanto que a Argentina nela fracassou, primeiro porque o programa chileno de desproteção industrial foi levado mais a fundo do que o argentino, melhorando, assim, as condições objetivas de operação da lei de um só preço. Em segundo lugar, porque o Chile, ao contrário da Argentina, teria efetivamente controlado o déficit fiscal, não dando assim oportunidade para uma expansão autônoma da oferta de moeda. Críticos da experiência chilena, entretanto, sugerem que a maior flexibilidade da taxa de inflação no Chile vis-à-vis a da Argentina foi garantida funda mentalmente pela manutenção de um alto nível de desemprego por um longo período de tempo, fenômeno este não compartilhado pela experiência argentina. Uma avaliação desses argumentos poderá ser feita após um maior acúmulo de pesquisas sobre o assunto. Por ora, cabe apenas repetir uma observação de John Williamson, para quem “(...) o falso suposto de que a inflação possa ser controlada via arbitragem é o responsável por que as políticas monetaristas globais tenham sido tão danosas onde quer que tenham sido implementadas. Mas ainda que tenhamos uma evidência empírica considerável de que tal suposto é falso, não temos clareza acerca de sua explicação teórica”.

## Acumulação de Capital

Um outro conjunto de interrogações, levantado pelas experiências no Cone Sul, tem a ver com

a possibilidade de, preservando-se a soberania nacional, promover-se um processo de industrialização retardatária sem uma forte intervenção do Estado, no que se refere a: (i) intermediação financeira para inversões de longo prazo; (ii) investimento direto em infraestrutura e indústrias de base, e (iii) promoção do parque industrial doméstico, a través de barreiras às importações e apoio às exportações de manufaturas .

De novo, é negativa a experiência da Argentina a esse respeito. Mas o Chile – depois de um bisonho desempenho econômico em 1973-4 e de uma profunda recessão em 1975 – entre 1976 e 1981 conseguiu manter uma taxa de crescimento do PIB bastante superior à média histórica. O Uruguai até recentemente também vinha experimentando uma expansão econômica sem paralelo na história recente do país. Análises recentes, entretanto, sugerem que o “milagre uruguaio” pouco tenha a ver com o receituário ortodoxo, pois esteve associado a uma firme política de promoção de exportações não-tradicionais, muito ajudada pelo atraso cambial da Argentina, e apoiada por uma contínua presença do Estado na economia (Cf. Macadar).

Pesquisas comparativas mais detalhadas poderão no futuro precisar as lições que efetivamente cabe retirar das experiências “desestatizantes” do Cone Sul, todas elas, de qualquer modo, dramaticamente afetadas pela recessão econômica mundial em 1982.

### Estrangulamento Externo

Também nesse contexto se coloca uma questão adicional de longo prazo. Será mesmo – como quer a ortodoxia prática – que a abertura ao exterior é uma condição suficiente para tornar o estrangulamento externo em relíquia de um passado de políticas irracionais? O Sr. Pfeffermann, do Banco Mundial, por exemplo, recentemente afirmou, de modo típico: “Ideias tais como o modelo de dois hiatos... perderam vigência nos países que abriram suas economias ao exterior e liberalizaram seus mercados de capitais externos”. Uma economia semi-industrializada necessita importar matérias primas, produtos intermediários e bens de capital complementares à produção doméstica, para manter uma taxa adequada de crescimento econômico. O modelo do Cone Sul, porém, pressupõe que, além de importar esses bens, o país possa também importar bens de consumo e outros produtos competitivos com a produção doméstica. É vital para o sucesso deste modelo que haja um crescimento sustentado das exportações.

Deste ponto-de-vista, as experiências do Cone Sul foram totalmente prejudicadas, uma vez que o manejo das políticas cambiais, desde 1978 em total desacordo com a evolução das inflações domésticas, terminaram por causar atrasos cambiais de tais proporções que eventualmente cortaram

a possibilidade de uma expansão contínua das exportações<sup>3</sup>. Parece assim difícil responder à questão do que teria ocorrido caso políticas cambiais mais sensatas houvessem sido adotadas. A recessão econômica mundial desde 1980 sugere, entretanto, ser uma ficção o conceito de “país pequeno” dos textos de comércio internacional, pois mesmo pequenos exportadores não conseguem escapar do protecionismo não tarifários dos países industriais ou do fechamento dos mercados dos países em desenvolvimento. A demanda externa pode, assim, ser limitativa, mesmo no caso dos “países pequenos”. Se a receita de divisas é deste modo restrita, bem pode ser o caso de que se requeira limitar as importações competitivas, para que sobre cobertura cambial para as importações imprescindíveis ao crescimento econômico dos países semi-industrializados.

Ao lado dessas questões de mais longo prazo, as experiências do Cone Sul sugerem alguns problemas mais especificamente de curto prazo, para uma estratégia de liberalização financeira interna e integração financeira com o exterior.

### Espeulação Cambial

Em primeiro lugar, a mobilidade de capitais de curto prazo dá condições excepcionais para o setor privado especular com a política cambial do Banco Central. A factibilidade de uma determinada trajetória prefixada da taxa de câmbio não depende apenas de seus efeitos de médio prazo sobre o nível interno de preços e as exportações líquidas, mas também do que a opinião mede pense sobre a natureza desses efeitos. Numa situação em que, por falta de tradição, as convenções e os modismos dominam a formação das expectativas, uma política cambial, mesmo que adequada do ponto-de-vista do médio prazo, pode fracassar devido simplesmente aos jogos que os especuladores se tornam capazes de jogar contra os desígnios das autoridades monetárias, dado seu livre acesso ao mercado de divisas estrangeiras. A experiência argentina, se já não bastasse a do México, deixa poucas dúvidas sobre a propriedade de as autoridades cambiais regularem os movimentos de capitais a curto prazo caso tenham condições para fazê-lo.

### Atraso Cambial com Arrocho Creditício

Em segundo lugar, a liberalização dos movimentos de capitais, *antes* que as autoridades monetárias tenham se educado para seguir uma política passiva, e estejam, ao contrário, persistindo na adoção de uma política monetária ativa como instrumento de combate à inflação, leva a uma acumulação excessiva de reservas internacionais, pelo mero fato de que o arrocho creditício interno

<sup>3</sup> Uma exploração mais detalhada desses temas é oferecida em Bacha (1983).

tende a colocar a taxa interna de juros em patamares inusitadamente elevados. Este *embarras de richesses*, se não induz, seduz o Banco Central a persistir numa política de atraso cambial, com consequências funestas para as atividades de exportação e de substituição de importações no país.

Embora mantendo o “prêmio pelo risco cambial” a taxas surpreendentemente elevadas, conforme ilustram as experiências argentina e chilena (Frenkel e French-Davis/Arellano), a mobilidade internacional de capitais impede que as taxas de juros internas se elevem tanto quanto seria o caso numa economia financeiramente fechada, em resposta a uma contração monetária do crédito interno. Em contrapartida, dá condições para um relaxamento dos controles cambiais e a manutenção de uma taxa de câmbio real mais valorizada do que seria o caso. Assim, o que se deixa de perder no investimento privado tende a ser perdido nas exportações líquidas. A queda do nível das atividades de exportação e de substituição de importações tende a criar um déficit em conta corrente, através do qual eventualmente se dá a absorção real do capital financeiro externo. A este déficit não corresponde, seja um aumento do investimento, seja uma redução da propensão a poupar.

É importante ressaltar este aspecto, porque a ortodoxia prática tem insistido em dar um caráter “voluntário” a qualquer déficit observado em conta corrente. Contabilmente, a um déficit em conta corrente de fato deve corresponder um excesso de investimento sobre a poupança doméstica. Daí, entretanto, não se pode concluir que, se há uma absorção real dos recursos financeiros externos, é porque o país *decidiu* aumentar o investimento ou reduzir a propensão a poupar. Este raciocínio supõe que o mecanismo de preços garanta a manutenção do pleno emprego na economia. Nada mais enganoso, pelo menos no curto prazo em que a trajetória da inflação interna está em boa medida predeterminada. Neste contexto, ao prefixar uma desvalorização cadente da taxa de câmbio nominal, as autoridades monetárias produzem uma valorização da taxa de câmbio real e, portanto, agravam o déficit em conta corrente. Ao incrementarem-se as importações competitivas e reduzirem-se as exportações cai o nível de atividade e com ele a poupança doméstica. Assim, o que ocorre é um ajuste “involuntário” da poupança ao déficit em conta corrente induzido pelo atraso cambial.

No segundo estágio desse processo, ao agravar-se a deterioração da conta comercial tende a haver uma reversão do movimento de capitais devido ao maior risco cambial, com um conseqüente aumento da taxa de juros interna. Colocada esta situação na Argentina, em 1980, a arguição dos monetaristas foi a de que se devia deixar a taxa de juros subir no montante requerido para novamente inverter o movimento de capitais. Porém, mesmo um governo tão autoritário quanto o argentino não teve condições para levar esta experiência a seus limites recessivos mais extremos. No final, quem cedeu vez foi a política de prefixação cambial e não o que restava de autonomia na condução da política monetária interna.

## Aspecto Fiscal

Um terceiro lugar, há um aspecto fiscal envolvido na liberalização financeira. Por um lado, ao liberalizarem-se as taxas de juros internas, elevam-se os encargos financeiros da dívida pública bem como os de setores privados apoiados pelo governo, os quais antes tinham acesso ao crédito interno a taxas de juros controladas. Por outro lado, ao abrir-se a possibilidade de o público reter ativos financeiros de curto prazo que rendem juros, tende a ocorrer uma redução dos depósitos à vista nos bancos comerciais, sobre os quais incide uma taxa indireta do governo, na forma de encaixes obrigatórios junto ao Banco Central. Portanto, tanto do lado das despesas como do lado das receitas tende a agravar-se o déficit fiscal em consequência da “desrepressão” financeira. À falta de pesquisas empíricas, é difícil dizer quão importante este efeito fiscal possa ser, embora Mckinnon e Mathielson cheguem ao ponto de imputar o fracasso da experiência de liberalização econômica da Argentina a uma suposta elevação do déficit global do governo, que teria sido causada pelos efeitos acima assinalados. Esta opinião, à primeira vista, parece ser apenas expressão do desejo desses autores, de encontrar uma explicação “fiscal” para o insucesso argentino, já que não existem informações estatísticas adequadas sobre esta questão.

## Conclusões

Os processos de abertura financeira ao exterior na América Latina estiveram associados à reemergência do mercado financeiro internacional de capitais, na década de sessenta, a qual, ao modificar a natureza dos incentivos e penalidades econômicas externas, empurrou gradativamente as economias latino-americanas para um novo modelo na década de setenta.

Neste contexto, as regras de acesso estabelecidas pelos responsáveis domésticos pela política econômica parecem ter sido um determinante básico das consequências de curto e médio prazos da abertura financeira.

Neste trabalho, propusemos uma distinção entre países que trataram de fazer um uso instrumental do capital financeiro externo, como o Brasil e a Colômbia, daqueles que simplesmente buscaram uma integração entre os mercados financeiros externos e o interno, como no Cone Sul.

Os fatos estilizados sobre o Brasil e a Colômbia são os de que se trata de países relativamente fechados às importações competitivas com a produção doméstica e com coeficientes mais ou menos estáveis de participação das exportações no produto. Nessas circunstâncias, as variações no endividamento externo tendem a estar diretamente relacionadas à taxa de investimento e inversamente associadas aos termos de intercâmbio, pois são esses, ao lado da taxa de juros internacional, os determinantes básicos dos requisitos de divisas para cobertura do déficit do balanço

de pagamentos em conta corrente. À parte da evolução dos termos de intercâmbio, certamente mais favorável no caso colombiano, as diferenças no endividamento externo desses países parecem estar associadas principalmente a variações das respectivas taxas de investimento. Essas, por sua vez, não podem explicar-se em termos de elaborados cálculos de custos e benefícios privados ou sociais, pois, dominadas pela inversão pública, parecem simplesmente retratar distintas preferências nacionais entre evitar a inflação e obter o crescimento.

No caso da integração financeira ao exterior no Cone Sul, parece ser muito mais tênue a relação entre as variações no endividamento externo e a taxa de investimento. Pois neste caso, intervieram outros ingredientes de política econômica, a saber, a abertura comercial ao exterior e o enfoque monetário do balanço de pagamentos. Assim, o endividamento externo parece ter estado crescentemente associado à cobertura de déficits em conta corrente, causados por uma política deliberada de atraso cambial. Tais déficits podem ter sido magnificados pelo comportamento da absorção doméstica (consumo + gastos do governo + investimento), mas se explicam fundamentalmente por reduções das propensões a exportar e elevações das propensões a importar bens competitivos com a produção doméstica, devido à abertura comercial e o atraso cambial. A integração financeira ao exterior, nesse caso, apenas permitiu que os governos desses países perseverassem na execução de políticas econômicas equivocadas, às custas de um crescente endividamento externo e conseqüente penhora do futuro econômico desses países.

#### Referências

- Bacha, E., "O Brasil e a crise de petróleo: análise e perspectivas", *Revista de Finanças Públicas*, 38(335), jul./ago./set., 1978, pp. 42-60.
- Bacha, E., "A Contribution to the Critique of Southern Cone Monetarism", in UNESCO, *International Journal of Social Sciences*, 1983.
- Ffrench-Davis, R. e J. P. Arellano, "Apertura financiera: Chile, 1973-1980", *Estúdios CIEPLAN*, 5, julho 1981, pp. 5-52.
- Frenkel, R., "A abertura financeira externa: o caso argentino", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 11(2), agosto 1981, pp. 323-82.
- Jaramillo, J. C. e F. Montes, "El comportamiento del endeudamiento privado externo para la financiación de importaciones, 1971-1977", *Revista del Banco de la República*, março de 1978, pp. 3-21.
- Macadar, L., *Uruguay 1974-1980: Um Nuevo Ensayo de Reajuste Económico?* Montevidéo: Ediciones de la Banda Oriental, 1982, 319 ppg.
- McKinnon, R. e D. J. Mathieson, *How to Manage a Repressed Economy*. Princeton University, New Jersey: *Essays in International Finance*, nº 145, December 1981.

- Malan, P., “Las relaciones financieras externas: el caso de Brasil”, em R. Ffrench-Davis (org.), *Relaciones Financieras Externas y su Impacto en las Economías Latinoamericanas*, a sair.
- Ocampo, J. A. e E. Revéz, “Bonanza cafetera y economía concertada”, *Desarrollo y Sociedad*, 2, julho 1979.
- Perry, G., R. Junguito e N. de Junguito, “Política econômica y endeudamiento externo en Colombia, 1970-1980”, *Desarrollo y Sociedad*, 6, julho de 1981, pp. 195-250.
- Pfefferman, G., “Panel: problemas y escenarios alternativos de los mercados internacionales de capitales y la deuda externa”, em R. Ffrench-Davis (org.), *Relaciones Financieras Externas y su Impacto en las Economías Latinoamericanas*, a sair.
- Williamson, J., “Comentários sobre R. Frenkel, La Apertura Financiera Externa: el caso argentino”, em R. Ffrench-Davis (org.), *Relaciones Financieras Externas y su Impacto en las Economías Latinoamericanas*, a sair.