

Mercados Financeiros Internacionais' Uma Perspectiva Latino-Americana *

EDMAR L. BACHA
CARLOS F. DIAS ALEJANDRO**

A intermediação financeira privada internacional passou por sucessivos ciclos nos últimos 160 anos. Neste século, ela floresceu antes da Primeira Guerra Mundial e durante os anos 20. Nas décadas dos 30 e 40, os mercados privados de capitais eclipsaram-se, para reaparecerem timidamente nos anos 50, expandindo-se rapidamente nos anos 60 e 70. A teorização acerca dos mercados financeiros seguiu, de modo geral, esses ciclos. Poucos são os exemplos de proposições poderosas emergentes de teorias gerais das finanças, independentes de arranjos institucionais historicamente específicos.

Este artigo discute a interação entre os aspectos financeiros da história do capitalismo mundial e a teorização acerca dos mercados financeiros desenvolvida principal-

mente nos países do Norte. Sua organização é a seguinte: inicialmente, comentam-se, de modo breve, os arranjos financeiros e as teorias em três períodos, dando-se ênfase especial ao seu impacto nos países periféricos. São os anos "pré-1929", 1944-1973 e 1973-1980. Segue-se uma longa seção sobre os fatos estilizados da década dos 70. Algumas questões sistemáticas dos arranjos financeiros internacionais para a década dos 80 são então discutidas. Finalmente, são mencionados alguns aspectos do impacto dos mercados financeiros internacionais sobre a América Latina, e são debatidos os problemas analíticos sugeridos por conseqüências inesperadas das tentativas recentes de reforma financeira na América Latina.

Referências freqüentes serão feitas à ortodoxia. Este termo não se define facilmente; pode ser útil separar a "ortodoxia acadêmica" da "ortodoxia prática". A primeira é o produto dos centros acadêmicos mais importantes da época; tende a ser flexível e agnóstica. Seus pensadores mais importantes são também, com freqüência, seus prin-

Os autores agradecem ao Programa Nacional de Pesquisa em Economia (PNPE) do IPEA e à Fundação Ford, através do CEPLAN, pelo financiamento da pesquisa que gerou este artigo.

** Da PUC/Rio de Janeiro e da Yale University, respectivamente.

cipais críticos, usualmente curiosos sobre noções heterodoxas. A ortodoxia prática é mais assertiva. É encontrada nos editoriais da imprensa de negócios, entre executivos privados ou públicos com grau de mestrado, e entre alguns dos acadêmicos mais ambiciosos política e economicamente. Estes últimos, algumas vezes, desempenham um duplo papel: nas universidades do Norte, disciplinados por seus colegas, são cientistas cautelosos; nos seus "tours" de verão pela periferia, com sua "libido imperante" à solta, tornam-se mananciais da ortodoxia prática. É a ortodoxia prática que põe o sistema em funcionamento e tipicamente dá o tom nortista nos debates Norte/Sul. Como tal, será o principal foco desta análise.

1 A Pax Britannica

A ordem financeira internacional pré-1929 desfrutou de um grau de hegemonia intelectual nunca mais recuperado. O padrão ouro de câmbio era visto como o regulador natural do balanço de pagamentos. Os déficits em conta corrente e os aumentos nas reservas internacionais eram financiados por meio de títulos com longo prazo de vencimento e com taxas de juros fixas, assim como por meio de investimento direto. Sob a longa Pax Britannica, alguns países (Alemanha, Estados Unidos) promoveram-se da posição de importadores de capital para a de exportadores de capital. Pelo menos até a década dos 20, Londres ditava o ritmo e regulava todo o sistema cujas crises ocasionais eram vistas como aberrações passageiras ou como uma purgação necessária de "excessos"⁽¹⁾.

(1) Alguns autores sustentam que Paris era o centro financeiro mais forte no mundo antes de 1914. Kindleberger conclui que toda a questão está centrada na rivalidade entre a França e o Reino Unido, como também na sensibilidade política própria à natureza das finanças internacionais. Vide KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, panics and crashes; a history of financial crisis*. New York, Basic Books, Inc. Publishers, 1978, p. 191-92. Para a demonstração de que o investimento direto constituiu uma parcela importante do investimento estrangeiro como um todo no Terceiro Mundo,

Os sistemas financeiros nacionais apresentaram maior heterogeneidade. Nos Estados Unidos, as pressões populistas bloquearam a criação de um banco central até o início deste século. A França e a Alemanha desenvolveram sistemas financeiros mais centralizados e dominados pelo Estado do que o Reino Unido, como analisou Alexander Gershenkron. Ao que tudo indica, a hegemonia britânica em todo os tipos de relações internacionais explica a maior homogeneidade das regras do jogo financeiro internacional, em contraste com as regras aplicáveis apenas nacionalmente.

As colônias africanas e asiáticas tiveram pouca opção quanto a seus sistemas financeiros e tenderam a seguir a ortodoxia prevalente. Diversos países independentes da América Latina, todavia, tiveram dificuldades em aderir fielmente ao padrão ouro⁽²⁾. O México seguiu o padrão prata por muitos anos, enquanto a prata depreciava-se "vis-à-vis" o ouro. A Argentina e o Brasil recorreram muitas vezes a um "padrão papel não conversível", freqüentemente acompanhado de déficits fiscais e inflação (os Estados Unidos atravessaram um período similar após a Guerra Civil).

Essas experiências latino-americanas com taxas de câmbio flexíveis eram vistas com grande aversão pelos "scholars" ortodoxos e pelos banqueiros. A necessidade recorrente de financiamento estrangeiro, assim como as pressões políticas internas para impedir que o serviço da dívida absorvesse uma parte muito grande do orçamento, esporadicamente ditariam uma volta ao padrão ouro e maiores controles sobre a expansão doméstica de crédito. As missões estrangeiras desempenharam papéis importantes nas tentativas de retorno à ortodoxia. Os exemplos incluem a Missão Montagu ao

mesmo antes de 1914, vide SVEDBERG, Peter. The portfolio-direct composition of private foreign investment in 1914 revisited. *The Economic Journal*, December 1978.

(2) Vide especialmente FURTADO, Celso. *Formação Econômica da América Latina*. Rio de Janeiro, 1969, c. 9.

Brasil⁽³⁾. Os resultados econômicos do retorno ao padrão ouro são considerados negativos, ao menos no caso do Brasil nos anos 20. Durante essa década, a Liga das Nações também participou de missões associadas a planos de estabilização em países como a Áustria e a Hungria⁽⁴⁾.

A condicionalidade atrelada aos empréstimos internacionais antes de 1929 não se limitava àquela ligada ao desejo natural dos banqueiros de receberem pontualmente, ao menos, os juros sobre os empréstimos. Considerações políticas desempenharam um papel na regulação do acesso aos mercados de capitais. Os empréstimos franceses e alemães eram fortemente influenciados por fatores políticos, o que se verifica pelos empréstimos franceses à Rússia Czarista e pelos empréstimos alemães ao Oriente Médio⁽⁵⁾. O acesso do Brasil ao mercado de Nova Iorque foi bloqueado por Herbert Hoover, então secretário norte-americano do Comércio, em represália pelo esquema brasileiro de valorização do café; o acesso brasileiro ao mercado londrino no final dos anos 20 também foi discretamente vetado pelo Foreign Office, em represália à retirada do Brasil da Liga das Nações⁽⁶⁾.

A condicionalidade imposta antes de 1929 aos países mais fracos da periferia incluía o controle estrangeiro sobre suas receitas tarifárias e sobre outros aspectos de sua máquina fiscal e monetária; esse foi o caso de algumas nações do Caribe e da América Central, de modo similar ao caso do Zaire nos anos 70.

(3) Para uma análise fascinante da Missão Montagu vide FRITSCH, Winston. 1924. São Paulo, ANPEC. p. 673-732. (VII Encontro Nacional de Economia, 2).

(4) Vide KINDLEBERGER, Charles P. *op. cit.* p. 194.

(5) Vide KINDLEBERGER, Charles P. The cyclical pattern of long-term lending. MIT, 1980, p. 6-9, mimeo.

(6) ABREU, Marcelo de Paiva. O Brasil e a economia mundial, 1929-1945, Rio de Janeiro, 1980, mimeo.

A grande depressão de 1930 destruiu o padrão ouro e a forma que os mercados internacionais de capitais possuíam antes de 1929. O prestígio das altas esferas financeiras sofreu um colapso; nos Estados Unidos, os financistas foram alvo de ataques do New Deal, e uma nova legislação limitou a flexibilidade dos intermediários financeiros nacionais e internacionais. O nazi-facismo europeu popularizou os controles cambiais e financeiros, que ultrapassaram os praticados em outros países industrializados. Diversos países industriais declararam moratória das dívidas domésticas e presenciaram a reestruturação drástica de seus sistemas financeiros.

Os países periféricos com alguma autonomia política, tais como Argentina, Brasil e Colômbia, reagiram à Grande Depressão com o abandono, bastante rápido, da ortodoxia do padrão ouro, evitando sabiamente os remédios clássicos. O Brasil foi aconselhado por uma missão liderada por Sir Otto Niemeyer, do Banco da Inglaterra, a retornar a uma taxa fixa de câmbio e a manter a convertibilidade, já em julho de 1931⁽⁷⁾. Esses países latino-americanos ativos, ou de grande extensão, permitiram depreciações substanciais de suas taxas de câmbio, impuseram controles cambiais e mantiveram um grau razoável de liquidez interna. O serviço normal da dívida foi suspenso na maior parte dos casos, da mesma forma como os fazendeiros norte-americanos suspenderam o pagamento de suas hipotecas. Em razão, parcialmente, do fechamento dos mercados internacionais, os países latino-americanos mostraram interesse maior em mobilizar recursos domésticos via sistema tributário e criação de novas instituições de crédito controladas pelo governo. O desempenho econômico desses países durante a década dos 30 foi notavelmente bom, melhor do que o dos principais países industrializados.

(7) ABREU, Marcelo de Paiva. A Missão Niemeyer. *Revista de Administração de Empresas*. Rio de Janeiro, julho/agosto 1974, p. 15. O Reino Unido abandonou o padrão ouro em setembro de 1931.

2. Pax Americana

A ordem financeira internacional que emergiu de Bretton Woods em 1944, e perdurou até 1973, refletiu, inicialmente, o desencanto dos anos 30 com o "laissez-faire" nas transações financeiras e foi influenciada pelas noções fabianas/intervencionistas então dominantes no Reino Unido e nos Estados Unidos. O então secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Henry Morgenthau, considerava Bretton Woods como a realização da aspiração de sua existência: "afastar (...) os agiotas do templo das finanças internacionais."⁽⁸⁾

O Fundo Monetário Internacional (FMI) veio ao mundo acatando alterações nas taxas de câmbio para corrigir "desequilíbrios fundamentais" e permitindo controles sobre os movimentos de capitais. O Banco Mundial (BIRD) refletia o pessimismo quanto à viabilidade da intermediação financeira privada no mundo do pós-guerra. Nos Estados Unidos, o organismo oficial EXIMBANK, criado originalmente nos anos 30 para financiar o comércio com a União Soviética, desempenhou, mais tarde, um papel importante no financiamento das exportações norte-americanas de bens de capital e foi uma instituição crítica nas relações econômicas entre Estados Unidos e América Latina. Já nos anos 50, e mais ainda nos 60, a inspiração fabiana/intervencionista original das instituições de Bretton Woods diluiu-se, mas elas continuaram a refletir um certo ecletismo teórico e prático, ausente da ordem financeira internacional pré-1929.

Ao menos durante o final dos anos 40 e durante os 50, tanto a intermediação financeira nacional quanto a internacional não receberam prioridade. A noção ultrakeynesiana de que "a moeda não importa" pôde ser

facilmente estendida para "a intermediação financeira não importa" Somente ao final dos anos 50 a Europa abandonou os controles cambiais rigorosos (o Reino Unido manteve-os até 1979).

No início do pós-guerra, uma nova ortodoxia prática surgiu, com respeito aos movimentos de capitais. Tornaram-se correntes os conselhos dirigidos aos países periféricos com respeito à importância de manter um clima favorável aos investimentos estrangeiros diretos provenientes do Norte. Antes de 1929, especialmente antes da Primeira Guerra Mundial, os investimentos em portafólios dominaram os investimentos de natureza direta, e um bom clima para os mesmos envolvia principalmente o pagamento pontual do serviço da dívida. O investimento estrangeiro direto, o crédito dos fornecedores e a assistência oficial, de vários tipos, ao desenvolvimento representaram a maior parcela dos fluxos de ingresso de capitais na periferia até boa parte dos anos 60. Todas essas formas de financiamento implicavam um relacionamento complexo e razoavelmente íntimo entre os que tomavam e os que cediam empréstimos.

A ortodoxia acadêmica, surpreendentemente, pouco se manifestou acerca dos custos e benefícios da estrutura dos fluxos de capitais do pós-guerra entre Norte e Sul. Havia a tendência de somar todos os tipos de fluxos de capitais em um único agregado necessário ao financiamento do "hiato de divisas" Uma postura usual era a de que quanto maior este fluxo, tanto melhor. Essa complacência acadêmica foi primeiramente rebatida pela crítica da periferia (e australiana, canadense e européia) a algumas das conseqüências do investimento estrangeiro direto e das corporações multinacionais. Alguns aspectos da assistência oficial ao desenvolvimento também foram alvo de investigações mais minuciosas, com avaliações mais sofisticadas do componente de doação envolvido nestes fluxos.

Como foi mencionado anteriormente, já nos anos 50 o FMI e o BIRD começaram a

(8) GARDNER, Richard N. Sterling-Dollar diplomacy in current perspective; the origins and the prospects of our international economic order. New York, Columbia University Press, 1980, p. 19. Tal afirmativa hoje provavelmente seria rotulada de "retórica emocional terceiro mundista" pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos.

abandonar a visão de pelo menos alguns de seus patriarcas, especialmente a de John Maynard Keynes. O BIRD ateu-se ao financiamento de projetos específicos, evitando os programas de empréstimos e recusou-se a emprestar a empresas estatais de petróleo, argumentando que havia muitas empresas privadas de petróleo desejando investir. O "staff" do FMI favoreceu, progressivamente, as taxas rígidas de câmbio, ancoradas em políticas creditícias rigorosas, num padrão similar ao das regras do jogo prevaletentes antes de 1929. Nas suas negociações com os países periféricos dados à heterodoxia, como diversos países latino-americanos, as missões do FMI reviveram o espírito de Montagu e Niemeyer, advogando por planos rígidos de estabilização. Poder-se-ia argumentar que, pelo menos durante os anos 50, a força impositiva das missões do FMI não era menor do que as de Montagu e Niemeyer, uma vez que as forças de crédito internacional eram limitadas e tendiam a seguir a liderança do FMI (e a do Tesouro dos Estados Unidos). As consequências da ortodoxia prática do FMI não foram muito diferentes das da Missão Montagu.

Até os anos 60, aqueles que defendiam maiores transferências de recursos do Norte para o Sul reivindicavam maior assistência oficial ao desenvolvimento, sob várias formas. Foram criados bancos regionais de desenvolvimento, acrescentando novos intermediários financeiros oficiais. Procuraram-se novas relações de ajuda e também foram expressas esperanças de um novo espírito com respeito ao investimento estrangeiro direto.

Enquanto isso, a grande expansão econômica do pós-guerra, que atingiu o ápice no começo da década dos 70, criava condições que acabaram por erodir a ortodoxia prática do pós-guerra. Quase acidentalmente, um mercado de capitais verdadeiramente internacional emergiu por volta do meado dos anos 60, na forma de créditos em euromoe-da.

O mercado do eurodólar, baseado nos depósitos em dólar em bancos fora dos Esta-

dos Unidos, surgiu da aspiração de demandantes e ofertantes destes depósitos de evitar os regulamentos efetivos ou potenciais do sistema bancário dos Estados Unidos. Os soviéticos foram um dos primeiros depositantes de dólares em bancos localizados na Europa; eles temiam que as contas abertas nos Estados Unidos pudessem vir a ser apropriadas por cidadãos norte-americanos que tivessem reivindicações contra a URSS.

Durante a fase de compressão do crédito, em 1968 e 1969, os bancos comerciais norte-americanos tentaram obter dólares no mercado do eurodólar oferecendo rendimentos acima daqueles permitidos nos Estados Unidos pela Regulation Q, que data de 1933. Bancos com sede em Londres e outros centros financeiros europeus descobriram que a atividade de aceitar depósitos em dólar e estender empréstimos nessa moeda era lucrativa, com os requisitos de encaixe ditados apenas pelo que cada banco considerava prudente. A aprovação tácita dos bancos centrais foi, evidentemente, necessária. A prática de aceitar depósitos em outras moedas que não as utilizadas localmente estendeu-se para a libra esterlina, os marcos alemães, os francos suíços e outras moedas; outros bancos fora da Europa também juntaram-se ao mercado, que atualmente compreende agentes em Singapura, no Caribe etc.

Desarmonias macroeconômicas crescentes entre os países industrializados no fim da década dos 60, o envolvimento norte-americano no Vietnam e a maior mobilidade do capital exerceram enorme pressão sobre as paridades fixas. Estas circunstâncias levaram os Estados Unidos a abandonarem a convertibilidade em ouro em agosto de 1971 e conduziram à flutuação generalizada de moedas-chaves no início de 1973. Este *Annus Mirabilis* culminou com o aumento violento dos preços do petróleo, pondo fim à era da energia barata.

3. Pax Arabica?

O período 1973-1980 foi singular na história das finanças internacionais. Surgiu um

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

tipo novo de exportador de capitais, sem precedente histórico. Hajam vista os seguintes contrastes entre os exportadores de capitais da OPEP e os das épocas anteriores:

a. O poder militar dos principais países da OPEP é insignificante, certamente insuficiente para forçar o cumprimento dos contratos financeiros contra devedores recalcitrantes. Já foi dito que todo emprestador necessita, em última instância, de "marines" na sua retaguarda — a OPEP não os tem⁽⁹⁾.

b. Falta aos países da OPEP indústrias de bens de capital, ou uma base industrial ampla para alcançar a transferência real desejada em última instância pelos importadores de capital, restritos pela falta de divisas. A base tecnológica da OPEP é fraca. É difícil imaginar o equivalente às exportações britânicas de equipamentos para estradas de ferro ou ao investimento estrangeiro direto norte-americano, no seu caso. O petróleo é um ativo não renovável para a OPEP, mas um insumo corrente para os importadores.

c. Durante o período 1973-1980, os exportadores de capitais da OPEP só dispuseram de limitadas instituições financeiras próprias; eles dependeram intensamente de intermediários financeiros dos países industrializados.

d. As moedas nacionais da OPEP são utilizadas apenas marginalmente, como reserva ou meio de transação: a influência da OPEP sobre os arranjos monetários internacionais é crescente, mas ainda modesta.

e. O principal componente da riqueza da OPEP é um recurso não renovável. Se os investimentos em ativos reais ou financeiros geram baixas taxas de retorno, os países da OPEP poderiam ajustar-se diminuindo sua produção de petróleo, ou seja, investindo em petróleo sob o solo. Assim, parte do "investimento doméstico" da OPEP poderia *diminuir* a oferta mundial agregada no curto ou médio prazo.

Estas considerações implicam um alto grau de interdependência entre os velhos e os novos exportadores de capitais, no que concerne a aspectos tanto econômicos quanto políticos. Os aspectos políticos tornaram-se patentes a partir de 1973, em contraste com anos anteriores, nos quais estavam discretamente disfarçados. A malha dos fluxos comerciais também tornou-se mais complexa e multilateral, envolvendo maior triangularidade entre velhos e novos exportadores de capitais e o Terceiro Mundo.

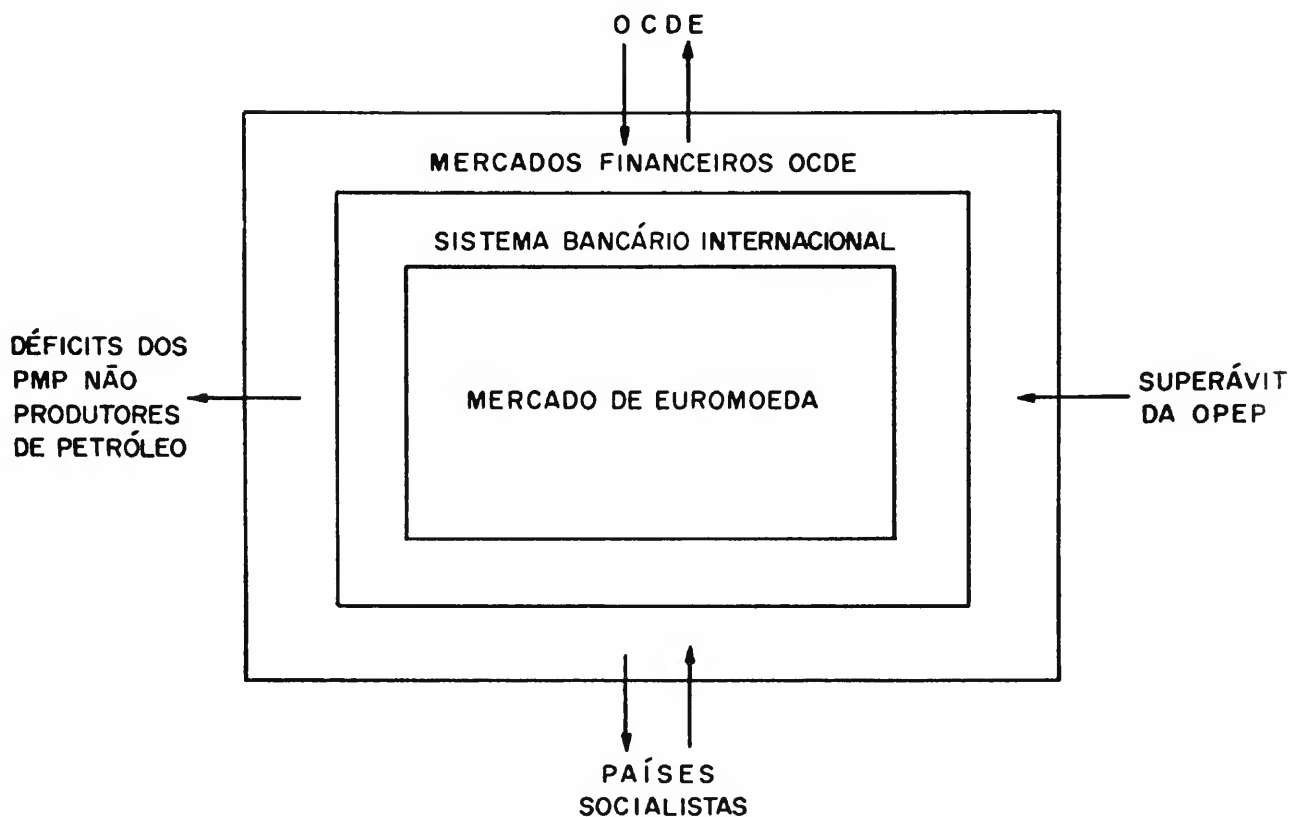
O mercado de euromoeda e o sistema bancário internacional, já vigorosos antes de 1973, mostraram ser, de modo geral, instrumentos flexíveis e eficazes para acomodar os novos exportadores e os principais importadores semi-industrializados de capitais.

Muitas transações nos mercados de euromoeda estabelecem-se ente bancos e produzem uma transformação limitada no perfil dos empréstimos. As corporações internacionais também dedicam-se consideravelmente a tomar e a conceder empréstimos nestes mercados. Dependendo das circunstâncias, os agentes econômicos deslocam-se dos mercados financeiros da OCDE para o mercado de euromoeda e vice-versa. Utilizando uma velha analogia ilustrada na figura 1, os mercados de euromoeda, o sistema bancário internacional e os mercados financeiros da OCDE, de um modo geral, podem ser vistos como uma "banheira" gigantesca, dentro da qual ocorre grande movimentação (intermediação financeira bruta), e onde as ondulações de um segmento são rapidamente transmitidas aos outros segmentos.

Os fluxos líquidos de entrada e os fluxos líquidos de saída desta "banheira" podem ser definidos de várias maneiras, dependendo do foco analítico adotado, inclusive do grau de agregação desejado. O interesse especial deste enfoque é o papel dos mercados financeiros como provedores de financiamento líquido aos balanços de pagamentos de grandes grupos de países menos

(9) Vide MENDELSON, M.S. *Money on the move; the modern international capital market*. New York, McGraw-Hill, 1980, p. 55.

FIGURA 1



desenvolvidos (PMD), assim como seu papel como receptores de fluxos líquidos da OPEP.

Deve ficar claro que os mercados de euro-moeda têm uma vida e um papel financeiro independentes dos superávits da OPEP, da mesma forma como o seu nascimento não foi causado pelos déficits dos anos 60 no balanço de pagamentos norte-americano. O estoque bruto de ativos e obrigações desses mercados é apenas marginalmente influenciado pelos fluxos líquidos gerados num dado ano pelos balanços de pagamentos de diferentes países. Mesmo que todos os países estivessem, de agora em diante, com os balanços de pagamentos em equilíbrio, poder-se-ia esperar que os mercados de euromoeda continuassem a crescer como intermediários financeiros entre os vários agentes participantes do comércio e das finanças internacionais.

Enquanto o desempenho do sistema bancário internacional como intermediário finan-

ceiro durante o período 1973-1980 foi extraordinariamente bom, os arranjos atuais permanecem historicamente anômalos e vulneráveis em muitos sentidos. Além dos contrastes já mencionados entre os velhos e os novos exportadores de capitais, existem ainda os seguintes pontos:

a. O nível das exportações de capital da OPEP depende muito do preço real do petróleo, mais do que de propensões estáveis de longo prazo a poupar e a investir. Entre 1974 e 1977 os superávits da OPEP foram grandes, mas tenderam a diminuir até 1978, quando então praticamente desapareceram, e em 1979 mais uma vez elevaram-se violentamente. No caso de alguns importadores de petróleo e de capitais não é claro se os fluxos de ingresso estão aumentando a capacidade produtiva, ou simplesmente mantendo o consumo acima de níveis sustentáveis no longo prazo (admitindo a persistência de preços reais elevados de energia).

Diversamente de grande parte da experiência histórica da periferia, o fluxo de ingresso de capitais segue-se a uma piora nos termos de troca.

b. A reciclagem de 1973-1980 foi favorecida pela "miragem monetária" por parte dos exportadores de capital. Os retornos reais *ex-post* de ativos financeiros definidos em dólar foram baixos, certamente menores do que o retorno em petróleo sob o solo. É natural perguntar por quanto tempo tal miragem pode durar. Todavia, a insistência dos exportadores de capital em taxas reais de retorno positivas "normais" sobre seus ativos financeiros aumentaria ainda mais os problemas dos importadores de capital.

c. As relações políticas entre velhos e novos exportadores de capital estão longe de ser harmoniosas. As tensões entre o Irã e os Estados Unidos, que provocaram o congelamento dos ativos iranianos nos bancos norte-americanos em 1979, tiveram repercussões negativas importantes nos mercados sindicalizados de euromoeda. Cenários catastróficos são muito facilmente imagináveis.

As anomalias históricas suscitadas pela emergência da OPEP como o principal exportador de capital merecem um exame empírico mais pormenorizado. A próxima seção apresenta as características estruturais dos fluxos e estoques financeiros internacionais a partir de 1973, enfatizando aqueles de especial interesse para a "periferia"

4. A Década dos 70: fatos estilizados e tendências

Nesta seção, os padrões globais dos balanços de pagamentos são comentados, enfatizando-se inicialmente os déficits dos PMD em geral e da América Latina em particular. Os arranjos financeiros mais recentes nos PMD são discutidos e comparados à experiência no início do pós-guerra. A análise dos fluxos financeiros leva ao exame das magnitudes da dívida e do ônus do serviço da dívida, colocados em perspectiva histórica. Se-

gue-se então uma discussão do sistema bancário privado internacional. A seção é encerrada com uma análise comparativa entre os emprestadores oficiais e os outros emprestadores.

PADRÕES GLOBAIS

O padrão global dos déficits e superávits em conta corrente, a partir de 1973, estão sumariados na tabela 1, expressos em dólares de valor constante. Pode-se verificar que os fluxos líquidos de capitais flutuaram consideravelmente de ano para ano; o superávit da OPEP foi de apenas 4 bilhões de dólares em 1978, mas deverá alcançar 71 bilhões de dólares (a preços de 1975) em 1980. É provável que o padrão *médio* de 1974-1980 venha a persistir durante boa parte da década dos 80. De fato, com a indexação dos preços do petróleo e com planos mais regulares e prudentes da OPEP, o padrão indicado poderá ser mais estável na década dos 80 do que o foi na dos 70, quando o superávit real da OPEP declinou violentamente entre 1974 e 1978. Tanto o superávit da OPEP quanto os déficits dos PMD podem ser chamados estruturais, no sentido de que nenhum deles pode ser eliminado, num espaço razoável de tempo, apenas por meio de alterações nas taxas de câmbio e nas políticas macroeconômicas.

Os PMD não produtores de petróleo são, de um modo geral, importadores líquidos de capitais, mas é importante examinar de que forma os déficits foram financiados e se os fluxos de ingresso foram acompanhados da manutenção dos esforços internos de poupança. Também é interessante estabelecer a magnitude das necessidades de financiamento, dados a inflação do dólar e o crescimento econômico.

Os déficits em conta corrente dos países latino-americanos não produtores de petróleo a partir de 1950 são apresentados na tabela 2, como uma porcentagem das exportações de bens e serviços. Esses déficits resultaram de flutuações de curto prazo, assim como da interação entre oferta e de-

TABELA 1

PADRÕES GLOBAIS DAS CONTAS CORRENTES

(em bilhões de US\$ a preços de 1975)

	Países industriais	OPEP	PMD Não produtores de petróleo	(do Hemisfério Occidental)	Países socialistas e erros e omissões
1973	25	9	- 16	(- 7)	-19
1974	-15	76	- 42	(-15)	-20
1975	16	35	- 46	(-17)	- 5
1976	- 2	40	- 32	(-12)	- 6
1977	- 5	29	- 26	(- 8)	1
1978	25	4	- 29	(-10)	-
1979	- 8	48	- 39	(-13)	- 2
1980	-32	71	- 42	(-13)	3
Média					
1974-1980	- 3	43	- 36	(-13)	- 4

Fonte: WORLD ECONOMIC OUTLOOK; A Survey by the Staff of the International Monetary Fund, Washington D.C., May 1980 (adaptada da tabela 11, apêndice C, p. 95). Os dados em dólares correntes foram deflacionados pelos índices do valor unitário em dólar dos países industriais, como publicado em INTERNATIONAL MONETARY FUND, *International Financial Statistics*. Os dados para 1980 são estimativas aproximadas. Os sinais negativos implicam déficits em conta corrente.

manda de capital de longo prazo. Pode-se conjecturar que os déficits de 1960-1962 (o apogeu da Aliança para o Progresso) e 1970-1973, cerca de 22% das exportações, representam aproximações razoáveis dos fluxos de ingresso de capitais desejados no longo prazo. As cifras reduzidas da década dos 50 refletem condições pobres de oferta nos mercados mundiais de capital, enquanto que os déficits extraordinários de 1974-1976 indicam circunstâncias especiais, improváveis de persistirem no longo prazo. Em 1977-1978 o déficit estava em torno dos níveis referentes a 1967-1973, mas elevou-se novamente em 1979.

Duas observações podem ser feitas acerca das magnitudes relativas dos déficits latino-americanos pré e pós-1973, com implicações conflitantes com respeito à perpetuação dos déficits de 1977-1979. A taxa de crescimento do PNB, que acompanhou os déficits latino-americanos pós-1973, foi menor do que a de 1967-1973; a primeira foi de aproximadamente 5% ao ano, em contraste com os 7% dos anos anteriores.

A inflação mundial, todavia, está levando a uma superestimação das magnitudes das poupanças externas. Sob os arranjos institucionais atuais, a alocação do serviço da dívida entre juros e amortização é distorcida em favor dos primeiros (juros) pela inflação do dólar, aumentando, dessa forma, a magnitude dos déficits em conta corrente. Um exemplo numérico esclarece esta questão. Suponha-se que a dívida líquida ao final do ano anterior seja de 1 000 dólares, que as remessas nominais de amortização sejam iguais a zero nesse ano e que a taxa nominal de juros seja de 15% ao ano. A inflação do dólar, afetando os preços das importações e exportações do país devedor, é de 10% ao ano. Conseqüentemente, o valor real da dívida líquida no final desse ano é de 900 dólares. Dos 150 dólares pagos, 50 dólares são os juros reais e 100 dólares a amortização real da dívida. A contabilidade habitual do balanço de pagamentos registra um fluxo de saída de 150 dólares em conta corrente e um fluxo de saída igual a zero na conta de

TABELA 2

DÉFICITS EM CONTA CORRENTE DA AMÉRICA LATINA, EXCLUINDO OS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO, RELATIVAS ÀS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS

ANO	PERCENTAGEM
1950-54	8
1955-59	13
1960-62	22
1963-66	9
1967-69	16
1970-73	22
1974	44
1975	52
1976	30
1977	18
1978	20
1979	27

Fonte: Computados dos dados apresentados em NACIONES UNIDAS. *El Balance de Pagos de América Latina 1960-1977*. Santiago do Chile, 1979, Tabela 4, (Cuadernos Estadísticos de la Cepal), e de dados revisados e atualizados fornecidos gentilmente por Andres Bianchi, do "staff" da Cepal. A tabela inclui 16 países; Cuba, as nações do Caribe que recentemente conquistaram a independência, a Bolívia, o Equador e a Venezuela estão excluídos.

capital. Uma contabilidade à prova de inflação deveria registrar 50 dólares em pagamentos de serviços e 100 dólares em amortização da dívida, sendo o último um item da conta de capital. A poupança interna real é 100 dólares mais alta e a poupança externa real 100 dólares mais baixa do que é indicado pelos procedimentos contábeis correntes. No caso do Brasil, por exemplo, com a utilização de métodos contábeis à prova de inflação, foi estimado que o déficit em conta corrente para 1978, expresso como uma percentagem do PIB, é de 2,1% em lugar dos 3,1% resultantes dos dados não corrigidos. Para 1979, o contraste é ainda maior:

2,2% versus 4,0%⁽¹⁰⁾. Dada uma taxa de investimento, as estimativas de poupança interna teriam de ser ajustadas para cima pelos pontos percentuais correspondentes.

No estudo brasileiro que se acabou de mencionar, a inflação nos Estados Unidos foi usada para deflacionar as cifras da dívida. Outros deflatores da dívida foram propostos: os preços das exportações em dólar do país em questão, os termos de troca e o índice do custo de vida⁽¹¹⁾. É um procedimento totalmente errado deflacionar pelos termos de troca; o uso do índice do custo de vida tende a ficar sujeito a dificuldades práticas. A teoria das taxas de câmbio-sombra e considerações práticas sugerem fortemente um deflator que é uma média ponderada dos preços em dólar das exportações e importações, com os pesos refletindo a participação marginal das exportações e das importações no processo de ajustamento.

SISTEMAS DE FINANCIAMENTO NOS PMD

As necessidades líquidas de financiamento durante os anos 70 foram além daquelas indicadas pelos déficits em conta corrente:

(10) Vide ALMONACID, Ruben & PINOTTI, Maria Cristina. A inflação internacional distorce os dados do balanço de pagamentos do Brasil. *Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro, 34 (1): 84, jan. 1980. Os dados brasileiros, não corrigidos para os déficits em conta corrente como percentagens do PIB, são muito próximos das cifras correspondentes para todos os países em desenvolvimento não produtores de petróleo, que foram de 3,2% em 1978 e 4,0% em 1979. Vide IMF SURVEY. 15 de setembro, 1980, p. 283.

(11) A utilização dos termos de troca como deflatores da dívida é sugerida por MASSAD, Carlos & ZAHLER, Roberto. *Dos Estudios sobre Endeudamiento Externo*. Santiago do Chile, 1977, p. 43-60. O caso teórico para o uso do custo de vida como deflator é apresentado por DORNBUSCH, Rudinger. Consumption opportunities and the real value of external debt. MIT, September 1980, mimeo. Vide também FREEDMAN, Charles. A note on net interest payments to foreigners under inflationary conditions. *Canadian Journal of Economics*: 291-99, May 1979.

a inflação do dólar, o crescimento real do comércio e uma conjuntura internacional mais incerta geraram um aumento na demanda de reservas. Poucos PMD puderam utilizar taxas de câmbio perfeitamente flexíveis de forma a dispensar as reservas. Assim, a tabela 3 inclui a acumulação líquida de reservas e os déficits em conta corrente para obter as necessidades líquidas de financiamento de todos os PMD não produtores de petróleo, expressas a preços correntes em dólar. Da forma como é medida pelos indicadores tradicionais, a acumulação de reservas apresentada na tabela 3 não parece excessiva. Para todos os PMD não produtores de petróleo, as reservas brutas totalizaram 28% das importações de bens e serviços em 1967-1972; esta razão caiu para 21% em 1974-1976, e recuperou-se, atingindo 25% em 1977-1979 (fontes dos dados: vide tabela 3). As cifras correspondentes para os PMD do hemisfério ocidental não produtores de petróleo formam um quadro diferente: 22% em 1967-1972, 22% em 1974-1976 e uma elevação brusca para 33% em 1977-1977. Essa inchação, todavia, está sendo reduzida em 1980. Muitos PMD contraíram dívidas quando as condições eram favoráveis na década dos 70, deixando as reservas, assim como a dívida não saldada, flutuarem.

A tabela 3 mostra que duas fontes tradicionais de financiamento — doações e investimento estrangeiro direto — reduziram sua participação relativa após 1973. Os empréstimos de médio e longo prazo de fontes oficiais, tais como o Banco Mundial e os bancos regionais, e de instituições financeiras privadas, especialmente bancos, representam a maior parcela da expansão do financiamento externo. A emissão de bônus e o crédito dos fornecedores de fontes não oficiais continuam sendo contribuintes relativamente pequenos do financiamento líquido.

Estas tendências são mais acentuadas no caso da América Latina, como se pode verificar pela tabela 4. As doações foram parte pouco expressiva do financiamento externo,

TABELA 3

FONTES DE FINANCIAMENTO PARA TODOS OS PMD NÃO PRODUTORES DE PETRÓLEO

(médias anuais em bilhões de dólares correntes)

	1973	1974-75-76	1977-78	1979-80
Déficit em conta corrente	11,3	38,3	32,1	61,5
Acumulação líquida de reservas	9,7	4,3	15,0	10,0
Transferências líquidas recebidas pelos governos	21,0	42,6	47,1	71,5
Investimento líquido direto	4,5	6,8	7,7	10,4
Empréstimo líquido de longo prazo:	4,3	5,1	5,8	7,7
— de fontes oficiais	5,5	10,4	15,3	17,5
— de instituições financeiras	4,0	9,1	17,5	16,8
— de emissões de títulos, líquido	0,5	0,5	3,1	
— de crédito dos fornecedores	0,4	0,9	1,9	9,8
— outros	1,5	3,3	-3,4	
Empréstimos líquidos de curto prazo, outros fluxos líquidos e erros e emissões	0,3	6,5	-0,8	9,3

Fonte: WORLD ECONOMIC OUTLOOK; A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington D.C., May 1980 (adaptada da tabela 4). Os dados de 1979-1980 envolvem estimativas aproximadas como também projeções. Os dados sobre as reservas brutas relativamente às importações de bens e serviços encontram-se nas p. 41 e 94.

TABELA 4

FLUXOS EXTERNOS LÍQUIDOS DE INGRESSO DE RECURSOS EXTERNOS DE LONGO PRAZO NA AMÉRICA LATINA

(médias anuais em bilhões de dólares correntes)

FLUXOS	1961-65	1966-70	1971-73	1974-76	1977-78
Fluxos líquidos públicos	1,0	1,1	1,4	2,8	1,7
— Multilateral	0,3	0,4	0,8	1,6	0,9
— Bilateral	0,6	0,6	0,6	1,2	0,8
Fluxos líquidos privados	0,6	1,6	3,9	9,6	17,0
— Fornecedores	0,1	0,4	0,2	0,3	1,6
— Instituições financeiras	—	0,3	2,0	6,7	9,9
— Títulos	0,1	0,1	0,1	0,3	2,3
— Investimento direto	0,4	0,9	1,6	2,4	3,2
Total	1,6	2,6	5,3	12,4	18,8

Fonte: INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Economic and Social Progress in Latin America*. Washington D.C., 1979 Report (adaptada da tabela III, p. 85). Inclui os países em desenvolvimento do Hemisfério Ocidental do Inter-American Bank.

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

a partir dos primeiros anos da década dos 60; outras formas de recursos públicos também perderam importância durante a década dos 70. O investimento privado direto, que proviu quase 1/3 dos recursos externos de médio e longo prazo durante os anos 60, em 1977-1978 respondeu por pouco mais de 1/6 dos mesmos. Os bancos privados e outras instituições tornaram-se os principais fornecedores do financiamento externo.

DÍVIDA: ACUMULAÇÃO E SERVIÇO

A soma dos fluxos líquidos de empréstimos tomados dá o aumento da dívida dos países do Terceiro Mundo não pertencentes à OPEP. Assim, de acordo com a tabela 3, a dívida de longo prazo com todos os credores oficiais e privados deve ter aumentado em cerca de 141 bilhões de dólares entre o final de 1973 e o final de 1978. A soma dos fluxos líquidos de investimento direto dá o incremento da participação acionária estrangeira no estoque de capital localizado nos PMD não produtores de petróleo, ignorando-se os ganhos e perdas de capital; tais ações não têm prazo de pagamento prefixado, como tem a dívida sob os arranjos institucionais presentes, embora gerem remessas de lucros, da mesma forma como a dívida gera o pagamento de juros.

Varia grandemente a forma de apresentação das cifras da dívida; normalmente esta é feita com mais intenção de chocar do que de esclarecer. Uma fonte de discrepância entre as estimativas é o fato de a dívida de curto prazo (menos de um ano) estar ou não incluída. Sempre existe uma soma de créditos de curto prazo para o financiamento das importações feitas pelo PMD; tal estoque cresce com o aumento da magnitude do comércio, mas acredita-se que ele ajude muito pouco o financiamento dos déficits de longo prazo em conta corrente. Se os créditos comerciais normais forem repentinamente cortados, podem surgir problemas na política econômica de curto prazo, mas não é isso o que a maior parte dos observadores tem em mente ao discutir "o problema da dívida". Outra forma pela qual as cifras da dí-

vida podem ser inflacionadas é a inclusão de porções não recebidas dos empréstimos contratados.

Uma segunda fonte importante de diversidade na apresentação das cifras é o aspecto de os empréstimos dos PMD não oficialmente contratados ou garantidos estarem ou não incluídos. Os dados publicados pelo Banco Mundial, por exemplo, cobrem apenas os débitos oficiais ou oficialmente garantidos. A maior parte dos créditos de médio e longo prazo ao Terceiro Mundo pertence a esta categoria, mas alguns países (Argentina, por exemplo) têm grandes débitos privados não garantidos pelo governo. A soma dos dados do balanço de pagamentos deveria apresentar os aumentos líquidos da dívida, garantidos oficialmente ou não.

Uma terceira diferença das várias estimativas das cifras de dívida decorre das definições de "líquido". Se, por exemplo, todo empréstimo acumulado, de longo prazo, tomado de instituições financeiras, apresentado na tabela 3 para 1974-1978 (62,3 bilhões de dólares), for proveniente de bancos que detenham ao mesmo tempo o aumento acumulado das reservas dos PMD (42,9 bilhões de dólares), pode-se então dizer que a dívida *líquida* com estes bancos aumentou de apenas 19,4 bilhões de dólares. Os dados sobre a situação dos bancos privados "vis-à-vis" os PMD são freqüentemente "tornados líquidos" desta maneira.

Outras diferenças podem surgir dos cortes geográficos escolhidos e de outros critérios de agrupamento. Proliferam as formas de agrupar os países do Terceiro Mundo, mesmo no interior de antigas unidades geográficas. O FMI tem uma categoria de "exportadores líquidos de petróleo" no interior do grupo dos "países em desenvolvimento não produtores de petróleo". A definição "países em desenvolvimento do hemisfério ocidental não produtores de petróleo" ademais, não é correlata à de "América Latina". No âmago destas confusões está a heterogeneidade crescente do Ter-

ceiro Mundo. A agregação, especialmente na área da dívida tem uma utilidade apenas limitada e pode gerar números enganosos e sem sentido.

A dívida externa total pública e publicamente garantida de longo prazo de todos os países em desenvolvimento não produtores de petróleo elevou-se de 76 bilhões de dólares, no final de 1973 para 212 bilhões, no final de 1978, um aumento consoante aos dados da tabela 3. O FMI, na publicação citada nesta tabela, também estima uma dívida de 280 bilhões de dólares para o final de 1980. As cifras correspondentes para os países em desenvolvimento não produtores de petróleo do hemisfério ocidental são de 26 bilhões de dólares para 1973, 83 bilhões de dólares para 1978 e 104 bilhões para 1980. Estima-se que cerca de metade da dívida de todos os PMD não produtores de petróleo seja contraída com credores privados. Para a dívida dos países em desenvolvimento não produtores de petróleo do hemisfério ocidental a cifra correspondente é mais elevada: um pouco menos de 2/3.

A dívida aumentou, mas da mesma forma aumentaram os níveis de preços, as exportações e o produto. A tabela 5 expressa o estoque da dívida como percentagem do produto e das exportações dos PMD. Visto sob essa luz, o crescimento da dívida dos PMD mostra-se significativo, mas menos aterrador. Para todos os PMD não produtores de petróleo, a dívida elevou-se relativamente ao produto interno bruto entre 1973-1974 e 1979-1980; relativamente às exportações de bens e serviços elevou-se entre 1973-1974 e 1977-1978 e declinou em seguida. O endividamento latino-americano está acima da média do Terceiro Mundo e de um modo geral aumentou mais rapidamente na década dos 70. A última coluna da tabela 5 apresenta a dívida relativamente às exportações de mercadorias para os países em desenvolvimento não produtores de petróleo do hemisfério ocidental; ela indica uma aumento acentuado entre 1974 e 1978 e um declínio abrupto após aquele ano.

Em resumo, esta tabela põe em relevo o fato óbvio (mas freqüentemente esquecido) de que enquanto o produto e as exportações continuarem a expandir-se *pari passu* com a dívida, o serviço desta não deve gerar maiores preocupações. Pode-se observar que por volta de 1910 a dívida externa pública da Argentina chegou a 184% de suas exportações de mercadorias, uma cifra mais elevada do que qualquer outra registrada na última coluna da tabela 5⁽¹²⁾.

Os pagamentos de juros mais amortização são apresentados na tabela 6 como percentagem das exportações. Esta medida do encargo da dívida aumentará à medida que encurtar seu prazo de vencimento; se toda a dívida fosse constituída de "consols", apenas os juros seriam incluídos no serviço, mas se todos os empréstimos tivessem de ser renovados anualmente, o serviço anual cobriria a dívida inteira mais os juros. A estatística para a razão serviço da dívida será interpretada diferentemente, dependendo do que se supõe com respeito à automaticidade do processo de "roll over". A tabela 6 mostra um aumento acentuado dessa estatística, entre 1974 e 1978, no caso dos países latino-americanos; para outros PMD o aumento foi menor.

Uma perspectiva mais ampla e mais profunda do ônus, para a América Latina, do serviço dos fluxos acumulados de capitais é apresentada na tabela 7. A América Latina emergiu das décadas dos 30 e 40 com uma pequena dívida e algum investimento estrangeiro direto. O investimento estrangeiro e as dívidas contraídas antes de 1929 ficaram marcadamente reduzidos, relativamente ao PNB e às exportações, por falta de pagamento, renegociações, nacionalizações, inflação e cancelamento de dívidas e negócios na Europa induzido pela guerra. Durante o

(12) Os dados para as exportações e a dívida pública da Argentina foram obtidos em M. BEVERAGGI-ALLENDE, Walter. *El Servicio del Capital Extranjero y el Control de Cambios*. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1954, p. 51 e 60. Foi considerada a média das exportações para os anos 1909, 1910 e 1911.

TABELA 5

DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA E PUBLICAMENTE GARANTIDA

ANO	Como uma percentagem do produto bruto			Como uma percentagem das exportações de bens e serviços	
	Todos os PMD (não produtores) de petróleo	Principais exportadores de manufaturados	Toda a América Latina	Todos os PMD (não produtores) de petróleo	Principais exportadores de manufaturados
1960	n.d.	n.d.	11	n.d.	n.d.
1970	n.d.	n.d.	14	n.d.	n.d.
1973	14	11	17	70	61
1974	13	10	18	64	55
1975	15	12	19	76	62
1976	16	12	23	78	61
1977	18	13	25	82	61
1978	19	14	28	86	63
1979	19	13	n.d.	80	57
1980	19	14	n.d.	74	53

n.d. Dados não disponíveis.

Fonte: Os dados para o período de 1973 até 1980 são provenientes de WORLD ECONOMIC OUTLOOK; A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C., May 1980 (tabela 23, apêndice C, p. 103), "Produto Bruto" refe-re-se ao PIB. Os dados para o período de 1960 até 1978 são provenientes de INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Economic and Social Progress in Latin America*. 1979 Report, Washington D.C. (tabela III-32, p. 97). "Produto Bruto" refere-se ao PNB. "América Latina" inclui os países em desenvolvimento do Hemisfério Ocidental membros do Inter-American Bank. A última coluna foi computada de dados em WORLD ECONOMIC OUTLOOK, *op. cit.*, p. 99 e 102.

TABELA 6

PAGAMENTOS DE SERVIÇOS SOBRE A DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA E PUBLICAMENTE GARANTIDA
 COMO PORCENTAGENS DAS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS

PERÍODO	Todos os PMD não produtores de petróleo	Principais PMD exportadores de manufaturados	Principais países devedores na América Latina	Resto da América Latina
1961-65	n. d.	n. d.	15	5
1966-70	n. d.	n. d.	16	6
1971-75	n. d.	n. d.	15	7
1973	9	8	15	8
1974	7	7	12	7
1975	9	8	16	6
1976	9	7	18	7
1977	10	8	22	7
1978	11	9	30	15
1979	11	9	n. d.	n. d.
1980	11	8	n. d.	n. d.

n. d.: dados não disponíveis

Fonte: Os dados para o período de 1973 até 1980 provêm de WORLD ECONOMIC OUTLOOK, op. cit., tabela 252, apêndice C, p. 104. Os dados nas duas últimas colunas são provenientes de *Economic and Social Progress in Latin America*, op. cit., tabela III-26, p. 101. Principais países devedores são Argentina, o Brasil, a Colômbia, o Chile, o México, o Peru e a Venezuela. Os pagamentos de serviços incluem juros e amortização.

TABELA 7
ENCARGOS DO SERVIÇO DE FINANCIAMENTO LÍQUIDO DA AMÉRICA LATINA EXCLUINDO OS PAÍSES EXPORTADORES DE
PETRÓLEO RELATIVAMENTE ÀS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS
 (percentagens)

Período	Juros	Lucros	Juros mais lucros	Amortizações
1950-54	1,3	5,9	7,2	2,8
1955-59	2,3	5,2	7,5	7,2
1960-64	4,0	6,5	10,5	10,9
1965-69	5,5	8,8	14,3	13,7
1970-73	7,4	7,1	14,5	17,2
1974-76	11,1	5,5	16,6	19,1
1977-79	12,0	6,8	18,9	28,1 ^(a)

(a) refere-se a 1977-1978, apenas.

Fonte: Idem tabela 2. "Lucros" incluem os ganhos do investimento estrangeiro direto pós-imposto, tanto remetidos para o exterior quanto reinvestidos internamente (Vide p. 5 da fonte listada na tabela 2). Os juros e os lucros recebidos pelos residentes latino-americanos são calculados após a dedução dos pagamentos feitos sob estas rubricas. Por exemplo, os juros ganhos pelos bancos centrais latino-americanos sobre suas reservas internacionais são deduzidos dos pagamentos de juros sobre a dívida externa. "Amortizações" cobrem tanto as amortizações da dívida pública quanto da privada de mais de um ano; todavia, os dados referentes a amortizações da dívida privada não oficialmente garantida não são confiáveis para a maior parte dos países.

período 1950-1954 as remessas de lucros por conta do investimento estrangeiro direto excederam o custo do serviço da dívida. A partir de então, este último expandiu-se regularmente mesmo como uma fração das exportações de bens e serviços. As remessas de lucros também tenderam a crescer relativamente às exportações até 1965-1969; depois disso elas sofreram um declínio pouco notado mas importante. No período 1974-1976 as remessas de lucros representaram uma percentagem menor das exportações de bens e serviços do que durante 1950-1954; em 1977-1979 essa percentagem elevou-se novamente, permanecendo, contudo, abaixo dos níveis de 1970-1973.

Como foi mencionado anteriormente, a inflação do dólar, sob os arranjos institucionais atuais, aumenta o pagamento de juros relativamente à amortização, no serviço de um determinado empréstimo. A inflação também pode reduzir o prazo médio de vencimento de todos os débitos; este prazo também pode diminuir como resultado de uma participação maior de empréstimos tomados de fontes privadas. Ambos os fatores podem aumentar a amortização relativamente tanto às exportações quanto ao pagamento de juros. A tabela 7 indica um declínio na amortização relativamente ao pagamento de juros de 1955-1959 até 1974-1976; nos últimos anos essa tendência foi revertida

A soma dos juros e lucros como percentagem das exportações, apresentada na tabela 7, pode ser comparada às dos "países de ocupação recente" antes da Grande Depressão. No período de 1900-1914, as cifras correspondentes foram 39% para a Argentina, 22% para a Austrália e 24% para o Canadá. Em 1921-1929 estes três países apresentaram razões similares: 19% na Argentina, 21% na Austrália e 19% no Canadá. Todas estas percentagens históricas referem-se a juros e lucros relativamente à exportação de mercadorias (cujas estatísticas são mais comparáveis). Nos países listados na tabela 7 as exportações de mercadorias corresponderam a cerca de 82% das expor-

tações de bens e serviços. Mesmo depois de fazer os ajustamentos tornados necessários por este fato, a participação dos juros e lucros nas exportações apresentada na tabela 7 para 1977-1979 é aproximadamente comparável às dos "países de ocupação recente" antes de 1929⁽¹³⁾.

SISTEMA BANCÁRIO PRIVADO

Os bancos privados, particularmente os de propriedade dos residentes de países industrializados, provaram ser, na maior parte dos casos, os agentes mais dinâmicos nos mercados internacionais de capitais, no período 1973-1980. Estes bancos podem estar localizados nos países a que pertencem, emprestando em sua própria moeda, ou podem estar localizados no exterior, emprestando em outras moedas. A íntima interligação entre os principais centros financeiros nacionais e internacionais torna esta distinção de interesse econômico apenas limitado, embora importante para a implementação de possíveis controles e para disputas jurisdicionais.

A maior parte dos bancos engajados em empréstimos internacionais recorre ao Banco para Compensações Internacionais (BIS)*. As operações acumuladas de empréstimos tomados e concedidos destes bancos, por volta do final de 1978, estão sumariadas na tabela 8.

(13) Os dados para a Argentina foram obtidos de M. BEVERAGGI-ALLENDE, Walter. *op. cit.*, p. 76 e 97. Para a Austrália os dados são de BUTLIN, N. G. *Australian domestic product, investment and foreign borrowing, 1861-1938/39*. Cambridge University Press, 1962, p. 436-37. As médias referem-se aos períodos 1904 até 1913, e 1920-1921 até 1928-1929. Os dados para o Canadá são de URQUHART, M. C. & BUCKLEY, K.A.H. (organizadores). *Historical statistics of Canada*. Cambridge University Press, 1955, p. 159. As médias referem-se a 1900 até 1913, e a 1920 até 1926. Em todos os casos os dados referem-se aos pagamentos líquidos em juros e lucros.

* Nota do Tradutor: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS.

TABELA 8

ESTOQUES DE DIREITOS E OBRIGAÇÕES PENDENTES DOS BANCOS INTERNACIONAIS
(em bilhões de dólares norte-americanos correntes)

	Dezembro 1979		Posição líquida		
	Direitos	Obrigações	Posição líquida	Dezembro 1978	Dezembro 1977
"Grupo dos Catorze"	588	686	-98	-67	-59
Outros países industrializados	73	47	26	26	27
Centros bancários no exterior	156	139	16	27	27
Europa Oriental	56	15	41	37	30
Países exportadores de petróleo	64	120	-56	-26	-39
PMD não produtores de petróleo	159	90	69	45	
— América Latina	(104)	(38)	(65)	(47)	(41)
— Oriente Médio	(8)	(16)	(-8)	(-7)	(-5)
— Outros da Ásia	(33)	(27)	(7)	(2)	
— Outros da África	(14)	(9)	(5)	(4)	
Não demarcados	16	23	- 7	- 5	- 6
Total	1.111	1.120	-10	36	18

Fonte: Adaptado de BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Fiftieth Annual Report*, Basileia, June 1980, p. 119. O

"Grupo dos Catorze" inclui o bem conhecido Grupo dos Dez e mais a Suíça, a Áustria, a Dinamarca e a Irlanda.

"Outros países industrializados" inclui a Austrália, a Nova Zelândia a África do Sul e outros países da Europa Ocidental.

O exigível inclui empréstimos de todas as maturidades para agentes oficiais e privados. A importância dos principais países exportadores de petróleo (sobretudo da OPEP) e de outros países em desenvolvimento para as operações bancárias internacionais é imediatamente perceptível.

Os relatórios do BIS também mostram a concentração dos empréstimos bancários nas mãos de poucos países. Apenas o Brasil e o México responderam por mais de 1/3 do exigível dos bancos sobre os PMD não produtores de petróleo no final de 1978. Outros importantes PMD tomadores de empréstimos incluem a Libéria, a Coreia do Sul, o Peru, a Argentina, o Equador e as Filipinas. Por outro lado, um grande número de PMD, incluindo-se entre estes aqueles de renda *per capita* muito baixa, são credores líquidos dos bancos internacionais, isto é, suas reservas depositadas nestes bancos excederam os empréstimos recebidos. Observem-se na tabela 8 as posições líquidas baixas de "outros países da Ásia e da África". Os bancos internacionais não têm mais consideração pela equidade inter-regional ou interpessoal do que os bancos nacionais.

O crédito provido pelos bancos é de médio prazo, ou seja, cerca de 7 anos. Tecnicamente, os créditos são renovados a cada seis meses, mas o banco compromete-se pelos 7 anos completos; não se conhecem casos em que o "roll over" de seis meses tenha sido negado (a menos que tenha havido falta de pagamento). Tipicamente, os juros são ajustados a cada seis meses; quem toma emprestado compromete-se a pagar a flutuante taxa interbancária londrina oferecida (Libor), mais uma margem, o "spread" usualmente fixada para a duração completa do empréstimo. Alguns créditos prevêm um aumento nos "spreads" durante os últimos anos do empréstimo para compensar prazos mais longos de vencimento e deduzir a inflação. O eurocrédito aos PMD foram supridos quase que totalmente em dólares. Além da Libor e dos "spreads", o tomador paga "commitment fees" e "management fees", alguns acordos também

requerem de quem toma emprestado que mantenha saldos médios positivos com os bancos que fornecem o empréstimo, mas isto não é usual⁽¹⁴⁾.

Alguns indicadores das condições para empréstimo nos mercados de euromoeda são apresentados na tabela 9.

Pode-se observar que a Libor, os "spreads" e os prazos de maturação flutuam consideravelmente de ano para ano. A qualquer momento os "spreads" podem diferir bastante tanto entre países como entre tomadores num mesmo país. Em meado de 1977, os seguintes "spreads" foram constatados⁽¹⁵⁾:

Grã-Bretanha, França, Irã, Suécia	0,875
Espanha	1,250
Itália	1,375
México	1,625
Filipinas e Coreia do Sul	1,750
Brasil	2,250
Peru	2,250
Burma	2,500

Os critérios utilizados para estabelecer essas diferenças não são claros. Com a típica sabedoria *post-factum* pode-se apontar algumas anomalias. Vide o contraste entre as "cifras" fornecidas para o Peru e para o Irã, o contraste entre os "spreads" de meado de 1977 para o México e as informações de que a Pemex estava tomando empréstimos a 0,25 acima da Libor, a menor margem de que se tem notícia, a ser concedida sobre um empréstimo sindicalizado⁽¹⁶⁾. Tentativas de explicar estatisticamente as diferenças nos "spreads" entre países sugerem que estas margens aumentam conjuntamente com a razão entre a dívida e o produto nacional bruto, e declinam quanto

(14) Este parágrafo segue MENDELSON, M. S. *op. cit.*

(15) MENDELSON, M. S. *op. cit.* p. 76. Dizem que uma margem de não menos de 9% foi cobrada a alguns emprestadores turcos.

(16) Vide *The Wall Street Journal*, 15 de outubro, 1980, p. 32.

TABELA 9

INDICADORES DAS CONDIÇÕES DE EMPRÉSTIMO NO MERCADO DE EUROMOEDA
(percentagens exceto no caso dos prazos de vencimento)

Ano	Libor	"Spreads"			Prazos de vencimento (meses)	
		França	Todos os PMD	Brasil	Tomadores pela "prime"	Brasil
1974	11,32	0,58	1,13	1,23 ^(a)	96	118 ^(a)
1975	7,74	1,42	1,68	1,70	66	75
1976	6,26	1,09	1,72	1,91	69	70
1977	6,54	0,92	1,55	1,96	80	68
1978	9,48	0,63	1,20	1,59	101	85
1979	12,12	0,36	0,87	1,16 ^(b)	108	111 ^(b)

(a) refere-se aos três últimos trimestres do ano, somente.

(b) refere-se à primeira metade do ano, somente.

Fonte: As primeiras três colunas foram obtidas em WORLD BANK. *World Development Report, 1980*, Washington D.C., August 1980, p. 27. Os dados para o Brasil foram obtidos de BAPTISTA JR., Paulo Nogueira. Dívida externa brasileira. *Conjuntura Econômica*, 34(4): 86-92, abril 1980. Os dados sobre "tomadores pela prime" foram obtidos de INCUE. Kengo. Determinants of market conditions in the eurocurrency market; why a "horrowers" market? April 1980, tabela 1, (BIS Working Papers, 1). Os "spreads" excluem demais taxas.

maior a renda *per capita* do tomador⁽¹⁷⁾. Além das especificidades de cada país, os "spreads" parecem influenciados por condições gerais, inclusive por condições intangíveis como a "confiança do mercado" como em 1974-1975. Tais questões requerem um estudo mais atento.

Dados sobre comissões são mais difíceis de se obter do que sobre "spreads". As "management fees" usualmente correspondem a uma percentagem fixa do empréstimo, variando de 0,375 a 0,75%, pagos somente quando o acordo de concessão é assinado. Além desta "front-end fee" os tomadores geralmente comprometem-se a pagar uma "facility fee" a uma taxa anual sobre porções não sacadas de um crédito; esta pode variar entre 0,25 e 0,75%. Nem os "spreads" nem as comissões, todavia, refletem o impacto completo do racionamento de crédito; os bancos preferem desencorajar ou limitar o número de tomadores potenciais a cobrar deles comissões ou "spreads" excessivamente elevados. O racionamento do crédito, mesmo no caso do mercado interno, pode ser explicado como um resultado de informações assimétricas entre credores e devedores. Se fossem utilizadas apenas taxas de juros para alocar o crédito, aqueles que têm a intenção de faltar com o pagamento (esperando contornar as penalidades legais) tomariam o maior empréstimo possível, independentemente das taxas de juros. Esta é a imperfeição de mercado conhecida como seleção desfavorável. Os bancos tentam proteger-se contra tomadores desonestos investigando todo os clientes e ao mesmo tempo limitando sua exposição a qualquer um deles. A seleção desfavorável nos empréstimos internacionais é aumentada pelos riscos da soberania, ou seja, pelo fato de as leis e penalidades nacionais de falência não se aplicarem nestes casos⁽¹⁸⁾.

(17) Esse trabalho está sendo desenvolvido por Cyrille Briancon, do Marine Midland Bank, em Nova Iorque.

(18) Vide BUITER, Willem. Implications for the adjustment process of international asset risk. Nat onal Bureau of Economic Research, Inc, July 1980. (Working Paper, 516) e

Mesmo com o acréscimo das comissões, os encargos apresentados na tabela 9 parecem *ex-post* bastante atrativos para os PMD mais típicos, tomando-se em consideração que os valores unitários em dólar para as exportações dos PMD não produtores de petróleo aumentaram no período 1972-1980 a uma taxa média anual de quase 15%, enquanto que para as importações destes mesmos países eles aumentaram em mais de 16%⁽¹⁹⁾. Deve-se observar, todavia, que os aumentos nos preços foram altamente irregulares de ano para ano, entre mercadorias e entre países. Ainda assim, estes resultados *ex-post* comparam-se bastante favoravelmente com os juros de cerca de 5% sobre a dívida externa da Argentina do período 1900-1914, numa fase em que a inflação internacional era, em média, menor que 2% ao ano. Os custos *ex-post* dos empréstimos para o período 1973-1980, em média, também comparam-se favoravelmente com estimativas razoáveis do retorno real do investimento nos PMD.

Como foi observado anteriormente, aproximadamente 2/3 da dívida dos países em desenvolvimento não produtores de petróleo do hemisfério ocidental foram contraídos com credores privados, especialmente bancos, sujeitos, portanto, às condições e encargos de serviços similares aos descritos na tabela 9, e em parágrafos anteriores. Não é surpreendente que nestes países as flutuações na Libor e nos "spreads" tenham-se juntado às variações nos preços do petróleo e dos principais produtos exportados como manchetes de primeira página. As flutuações da Libor são acompanhadas pelas autoridades monetárias nos PMD por uma outra razão: uma boa parcela de suas reservas internacionais está depositada em

EATON, Jonathan & GERSOVITZ, Mark. Poor country borrowing in private financial markets and the repudiation issue. Princeton University, 1980, mimeo.

(19) Estas tendências da inflação foram obtidas de WORLD ECONOMIC OUTLOOK, *op. cit.*, p. 91. As médias anuais para 1967-1972 foram 2,4% para os valores unitários em dólar das exportações e 3,5% para os das importações.

bancos internacionais, que pagam juros mais ou menos de acordo com a Libor. Para estes países, então, o custo de manter reservas é aproximadamente dado pelos "spreads". Devido a sigilo que envolve a administração de reservas, não se sabe quantos países seguem esta política arrojada.

Comenta-se que dez bancos responderam por metade dos eurocréditos reportados em 1976 e 1977, provendo eles próprios cerca de 1/4 do dinheiro, e 20 bancos responderam por 2/3 do total, provendo 1/3 do dinheiro⁽²⁰⁾. Estimativas similares não são disponíveis para todos os empréstimos bancários internacionais. Em 1978 e 1979, tendências contraditórias influíram na competitividade do sistema bancário internacional. O congelamento dos ativos iranianos depositados em bancos de propriedade norte-americana (independentemente da localização do banco) decretado pelo governo dos Estados Unidos e as complicações legais resultantes afastaram os bancos menores dos empréstimos internacionais. A rivalidade entre bancos de diferentes nacionalidades aumentou todavia. Houve um aumento acentuado na parcela dos bancos de residentes de outros países que não os Estados Unidos, como pode ser visto na tabela 10.

Para os cinco países latino-americanos apresentados na tabela 10, os bancos dos Estados Unidos proviram apenas 11% do aumento líquido dos empréstimos entre dezembro de 1977 e junho de 1979. Para todos os PMD, incluindo os exportadores de petróleo, a parcela correspondente é um pouco menor (próxima a 10%). Os bancos japoneses e italianos experimentaram uma aceleração de seus empréstimos internacionais; os bancos franceses, holandeses, canadenses, britânicos e alemães também estão expandindo seus empréstimos aos PMD. A

OPEP tem explorado as ligações financeiras geradas pelo seu principal produto de exportação: bancos de propriedade das principais nações produtoras de petróleo parecem estar-se expandindo rapidamente. Após suas demandas por uma parcela maior do refino, a OPEP luta agora para fazer uma parte maior do "refino" de seus petrodólares⁽²¹⁾.

Mesmo os bancos de propriedade dos residentes de países menos desenvolvidos não produtores de petróleo parecem ter aumentado suas atividades internacionais.

De um modo geral, o sistema bancário internacional permaneceu razoavelmente competitivo. O número de atores de ambos os lados do mercado não é muito grande, de forma que há uma presença considerável de "relações de freguesia" entre bancos e países. Mas os novos participantes potenciais e efetivos, pairando às margens deste mercado, ao menos provocaram queixas dos banqueiros internacionais de que a competição é excessiva.

OUTROS EMPRESTADORES

Parcelas importantes da dívida dos países menos desenvolvidos não produtores de petróleo do hemisfério ocidental ainda são contraídas com governos estrangeiros e agências internacionais de empréstimos, assim como com outros credores privados, que não as instituições financeiras. O débito com os primeiros tem, em média, condições mais favoráveis de serviço, isto é, prazos mais longos de vencimento e taxas de juros fixas e menores. Os demais credores privados incluem detentores de títulos e outros que emprestam a taxas fixas de juros.

Já foi visto anteriormente que mesmo as taxas de juros flutuantes não acompanha-

(20) Diz-se que estas estimativas estão baseadas em "evidência circunstancial", vide MENDELSON, M. S. *op. cit.*, New York, McGraw-Hill, 1980, p. 66 e p. 81-2. Os cinco maiores bancos de eurocrédito eram o Citicorp, o Chase Manhattan, o Morgan Guaranty, o Bank of America e o Dresdner Bank.

(21) Vide ARAB banks grow: a tool to control the world's capital. *Business Week*: 70-84, 6 October 1980. O título e o tom desse artigo provocaram uma resposta espirituosa do Secretariado Geral da Associação dos Banqueiros Árabes, impressa na *Business Week* de 10 de novembro de 1980, p. 6.

TABELA 10

ALGUMAS DÍVIDAS INTERNACIONAIS PENDENTES COM OS BANCOS QUE INFORMAM AO BIS
(em bilhões de dólares norte-americanos correntes)

Países	Dezembro 1977			Junho 1979		
	Total	Bancos não norte-ameri- canos	Bancos norte- americanos	Total	Bancos não norte-ameri- canos	Bancos norte- americanos
Argentina	4,8	1,9	2,9	9,4	5,8	3,5
Brasil	23,8	11,7	12,1	33,9	20,0	13,9
Chile	1,6	0,7	1,0	3,3	1,5	1,8
Colômbia	1,7	0,4	1,3	2,6	1,1	1,6
México	19,9	8,0	11,9	26,0	15,0	11,0
Subtotal	51,8	22,6	29,2	75,2	43,4	31,8
Todos os exportadores e não exportadores de petróleo PMD	137,9	71,1	66,8	194,3	122,1	72,2
Total mundial excluindo-se dívidas dos EUA	650,0	424,0	226,0	876,0	624,0	252,0

Fonte: BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Bulletin*, Tabela 3.20, números começando em junho de 1979 e BIS (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS), informes sobre as operações bancárias internacionais.

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

ram, na média, a inflação durante os anos 70. Além disso, as dívidas negociadas a taxas de juros fixadas antes que as expectativas inflacionárias internacionais se tornassem difundidas (antes de 1974, aproximadamente) geraram ganhos de capital para os tomadores de empréstimos. Aproximadamente 45% da dívida dos não produtores de petróleo do hemisfério ocidental foram contraídos com credores oficiais no final de 1973. Países como a Colômbia obtiveram benefícios significativos, decorrentes de uma estrutura de endividamento calcada em obrigações com juros fixos. Por outro lado, uma parcela de tal dívida foi negociada em outras moedas que não o dólar norte-americano; as taxas de juros serão influenciadas por flutuações nas taxas de câmbio entre, diga-se, dólar/marco alemão. As incertezas de curto e médio prazo com relação às magnitudes do serviço da dívida não diminuirão se se supuser que vigorem tanto a paridade do poder de compra quanto a paridade das taxas de juros entre Estados Unidos e Alemanha no longo prazo.

O custo médio da amortização e juros para um dado país dependerá, portanto, da combinação exata da dívida antiga e recente, pública e privada. O prazo médio da maturação da dívida poderia diminuir, mesmo havendo uma dilatação dos prazos dos empréstimos em euromoeada para um dado país. Uma idéia aproximada das condições médias dos juros e da maturação da dívida como um todo nos países do hemisfério ocidental não produtores de petróleo e no Brasil pode ser obtida pela comparação dos pagamentos de amortização e juros como o estoque da dívida pendente. Isto é feito na tabela 11.

Para a América Latina como grupo, os encargos médios de juros desta tabela são, sem dúvida, mais favoráveis do que os apresentados na tabela 9.

É demonstrado que no período 1973-1980, como um todo, as taxas médias de juros sobre a dívida latino-americana não foram mais elevadas do que as estimativas plausíveis

TABELA 11

CONDIÇÕES MÉDIAS DA DÍVIDA OFICIAL E OFICIALMENTE GARANTIDA

Ano	Juros (percentagens)		Pagamento de amortização como percentagens da dívida
	Não produtores de petróleo do Hemisfério Ocidental	Brasil	Não produtores de petróleo do Hemisfério Ocidental
1974	6,6	10,4	12,1
1975	7,6	12,0	9,9
1976	6,2	9,9	10,9
1977	6,1	9,0	13,2
1978	7,1	10,1	15,2
1979	6,7	13,3	13,6

Fonte e Definições: O juro médio é a razão entre todos os pagamentos de juros num dado ano e a dívida pendente no final do ano anterior, expresso como percentagem. Um cálculo similar é feito para pagamentos de amortização. Os dados para os países não produtores de petróleo do hemisfério ocidental foram obtidos do sistema de divulgação da dívida do Banco Mundial e do FMI; os dados brasileiros foram obtidos de BAPTISTA JR., Paulo Nogueira, *op. cit.*, p. 91.

dos aumentos anuais dos preços, em dólar, das exportações e importações da região. Isto indica que uma contabilidade à prova de inflação registraria todos os pagamentos de juros como amortização, na conta de capital do balanço de pagamentos. Excluindo todos os pagamentos de juros das contas correntes, resultariam as seguintes estimativas do déficit dos países latino-americanos não produtores de petróleo, como percentagens das exportações de bens e serviços (as cifras entre parênteses reproduzem as estimativas correspondentes da tabela 2):

1973:	10	(17%)
1974:	36	(44%)
1975:	40	(52%)
1976:	18	(30%)
1977:	6	(18%)
1978:	7	(20%)
1979:	16	(27%)

A natureza e as condições dos empréstimos de fontes oficiais multilaterais também transformaram-se durante a década dos 70, embora mais lentamente do que aquelas de fontes privadas. Os bancos mundial e regionais projetaram novas formas de associar seus empréstimos ao capital privado, tanto dos bancos quanto dos investidores privados direitos. Em áreas politicamente sensíveis, como projetos em energia e minerais, é provável que a associação cresça no futuro. É bem provável que o Banco Mundial venha a estabelecer empréstimos para programas, talvez em combinação com o FMI. Estas tendências respondem a pressões sobre o sistema financeiro internacional, geradas não somente pela OPEP mas também por modificações no poder de barganha entre os países menos desenvolvidos e os investidores estrangeiros.

QUESTÕES SISTEMÁTICAS PARA A DÉCADA DOS 80

A expansão dos mercados internacionais de capital, a adoção de taxas de juros flexíveis e as dificuldades macroeconômicas enfrentadas por muitos países industrializados encorajaram o reexame das ortodoxias aca-

dêmica e prática, como também de algumas heterodoxias do Sul. No final da década dos 50, os centros universitários do Norte já presenciavam o renascimento do interesse em tópicos monetários e financeiros. As teorias macroeconômicas e monetárias do Norte foram submetidas a intensos debates durante os anos 60, que culminaram com uma série de posições neomonetaristas e neoclássicas na década dos 70. Seria difícil falar de uma ortodoxia acadêmica ou mesmo de uma ortodoxia prática, no Norte, monolítica em assuntos como a vantagem de taxas de câmbio flexíveis, o grau ótimo de controle sobre os movimentos de capital, a estratégia correta no combate à inflação, a necessidade de regulação do mercado de euromoeda ou mesmo dos sistemas bancários nacionais. Nestas questões há "grande desordem sob o paraíso" Sob estas circunstâncias pode-se ouvir Raul Prebisch censurando os males da inflação internacional com maior vigor do que James Tobin, e descobrir que Robert Mundell defende as taxas fixas de câmbio com maior ardor do que Antônio Delfim Netto.

Muitos economistas do Norte discutem a inflação e os déficits no balanço de pagamentos utilizando abordagens estruturais similares àquelas que emanaram da América Latina na década dos 50. A "supply side economica" é invocada para favorecer políticas mais conservadoras no Norte, e para favorecer melhores condições de empréstimos do FMI para os PMD. No nível mais prático, não é raro encontrar os exportadores do Sul, juntamente com os banqueiros do Norte, preocupados com o serviço da dívida, glorificando o comércio mais livre, enquanto que os sindicalistas do Norte, juntamente com seus conselheiros acadêmicos "progressistas" redescobrem todos os tipos de argumentos heterodoxos em favor do protecionismo.

Esta parte do trabalho, após reafirmar as principais vantagens que os mercados financeiros internacionais da década dos 70 ofereceram a alguns países da periferia, avaliará falhas destes mercados e as críticas

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

feitas a eles. Estas avaliações críticas podem ser subdivididas conforme tenham sido feitas, independentemente do segundo choque da OPEP de 1979-1980, ou de serem as mesmas uma consequência direta deste e das circunstâncias que o acompanharam.

Alguns cenários e propostas de reforma dos mercados financeiros na década dos 80 serão, então, esboçados, e os dilemas que eles colocam para os principais tomadores entre os PMD serão discutidos.

Os mercados de euromoeda e as operações bancárias de empréstimos internacionais durante a década dos 70 exibiram vários traços considerados positivos quando comparados aos arranjos anteriores no mercado de capitais, pelo menos do ponto de vista de alguns países semi-industrializados importantes, assim como de diversos países socialistas. Provavelmente, nenhum outro mercado internacional de capitais teve, até hoje, um grau menor de interferência política, para a consternação de "mentes estratégicas" como a do Dr. Henry Kissinger. Como já foi apontado, a competição entre os bancos foi acirrada e as taxas de juros e custos *ex-post* parecem não ter sido absurdos. Ao mesmo tempo, deve-se notar que os banqueiros privados tiveram seu empreendimento e os riscos tomados recompensados; seus negócios expandiram-se e até o momento ninguém faliu por emprestar aos PMD. Em contraste com a experiência brasileira pré-1929 no mercado de Nova Iorque, os membros do "Grupo de Bogotá", que reúne os principais produtores de café, tomaram emprestado livremente para financiar suas operações de estabilização de preços. As autoridades econômicas em diversos países semi-industrializados puderam ignorar os conselhos do FMI, sem verem suas linhas de crédito externas extinguirem-se. Diversos PMD que importam petróleo puderam evitar um ajustamento abrupto e deflacionário às circunstâncias pós-1973. Sem os recursos creditícios fornecidos pelos mercados financeiros internacionais, esta opção de política econômica teria sido menos factível. Os fundos emprestados pelos bancos

internacionais, em contraste com os disponíveis por meio do crédito dos fornecedores ou da ajuda externa, não estão vinculados nem a bens nem a países. A natureza mais incondicional e mais simples dos empréstimos bancários deve ter reduzido atritos e recriminações entre países credores e devedores.

Mesmo antes dos aumentos de preço do petróleo no período 1979-1980, diversas críticas foram feitas aos mercados internacionais de capitais. Os mais pobres entre os PMD não eram considerados merecedores de crédito, recebendo, desta forma, pouco dos fundos oferecidos pelo sistema bancário internacional. Argumentou-se, também, que os mercados financeiros privados têm importantes falhas, que limitam sua utilidade mesmo para os países semi-industrializados⁽²²⁾. É verdade que não se pode esperar dos bancos privados que abandonem o comportamento ditado pela maximização de lucros sob risco limitado e horizontes curtos de tempo. Assim, particularmente sob condições de inflação persistente e errática da moeda central nos pagamentos internacionais, a modificação no perfil dos empréstimos que se pode esperar dos bancos é limitada. Sob tais circunstâncias, os investimentos de longo prazo têm sido financiados pela renegociação constante de créditos de curto e médio prazo, um arranjo muito distante do ideal.

Uma vez que os bancos de euromoeda podem criar crédito a um "bip" de computador, e uma vez que não estão sujeitos aos requisitos oficiais de reservas, os mesmos freqüentemente expressaram temor quanto a multiplicadores explosivos de crédito na década dos 70. Uma análise mais aprofundada mostrou que vazamentos dos mercados de euromoeda para os sistemas nacionais de crédito limitam muito seu potencial agregado de criação de crédito, especialmente quando

(22) Vide o relatório da Comissão Independente sobre o Desenvolvimento Internacional presidida por Willy Brandt, *North-South: A Programme for survival*. London, Pan Books, 1980, capítulos 14 e 15.

os principais bancos centrais evitam depositar suas reservas nos bancos de euromoe-da, como aconteceu por diversos anos. Po-de-se afirmar que o mercado de euromoe-da aumentou a eficiência da intermediação fi-nanceira no mundo todo, de forma que, por tornar possível uma utilização mais eficiente de uma dada base monetária mundial, ele de fato aumenta a liquidez internacional. Existe hoje, porém, consenso generalizado de que as estimativas da oferta monetária mundial, com e sem o mercado de euromoe-da, difeririam apenas por alguns pontos per-centuais e, portanto, as propostas de contro-les macroeconômicos sobre os empréstimos bancários, tais como um requisito universal de reserva, foram recentemente descartadas⁽²³⁾.

Os pânicos financeiros da década dos 30 levaram muitos países industrializados, espe-cialmente os Estados Unidos, a assegurarem os depositantes contra as conseqüências das falências bancárias. Esta política tinha por objetivo evitar os efeitos em cadeia das corridas aos bancos e os colapsos conse-qüentes no crédito. Os bancos centrais de cada país, como seguradores, em última instância, dos depósitos e como emprestado-res de último recurso demandavam, por sua vez, a inspeção e regulação das atividades de empréstimo dos bancos privados. Isto fazia sentido, uma vez que os bancos priva-dos, de outra forma, teriam tendido a cor-rer riscos excessivos, repousando sobre a segurança provida pelas novas políticas. O objetivo era tornar o sistema financeiro me-nos propenso às falências em massa, man-tendo, ao mesmo tempo, a disciplina e os padrões de empréstimo, limitando o proble-ma do "moral hazard" intrínseco a qualquer esquema de seguro. Alguns observadores argumentaram que os bancos internacionais

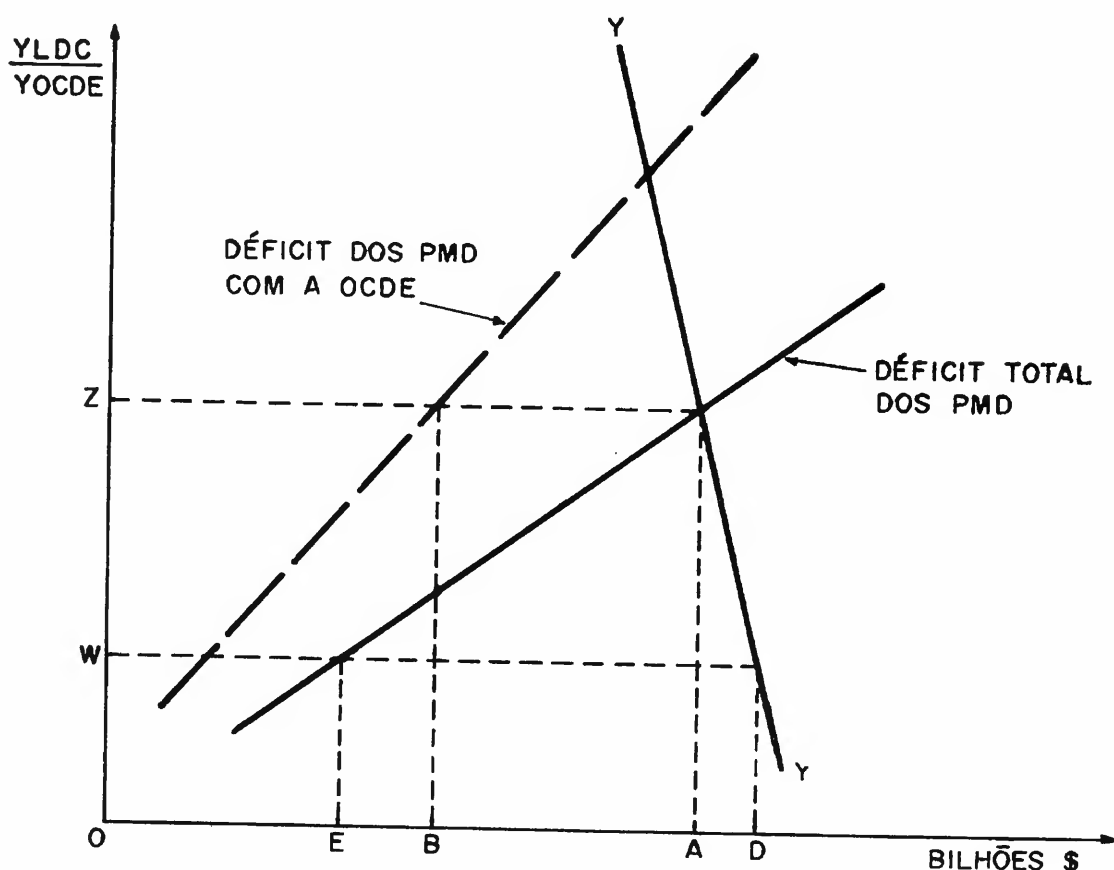
tendem a ser pouco cuidadosos em seus empréstimos aos PMD, encorajados pelo se-guro implícito ou explícito dos governos do Norte aos seus depositantes e aos seus clientes politicamente importantes; isto re-queria, do ponto de vista desses observado-res, uma maior regulação das práticas de empréstimo destes bancos.

Observe-se que esta hipotética falha de mercado compensa (se apenas parcialmente ou mais do que totalmente, é discutível) as restrições aos empréstimos geradas por problemas de seleção desfavorável e de riscos de soberania. Embora seja discutível se o governo dos Estados Unidos assegura os débitos bancários da Chrysler Corpora-tion menos do que os da Turquia ou da Co-réia do Sul, os críticos sustentam que a supervisão sobre os empréstimos em euro-moeda é menor do que a exercida sobre os empréstimos internos. Outros críticos mais pessimistas argumentam que enquanto as percepções excessivamente confiantes le-varam, na verdade, a um volume excessivo de empréstimos, a comunidade internacio-nal não tem, de fato, regras muito claras e explícitas acerca de quem deveria agir como emprestador de último recurso em épocas de "stress" financeiro agudo, e que tal situa-ção poderia levar a uma grande ruína finan-ceira.

Discussões sobre as imperfeições nos mercados financeiros internacionais, imper-feições estas que em alguns casos favore-cem os PMD tomadores de empréstimo, ate-nuaram-se pouco antes dos aumentos no preço do petróleo de 1979-1980. Embora os novos déficits em conta corrente previstos para os países menos desenvolvidos não produtores de petróleo sejam menores, re-lativamente a seu PNB ou às suas exporta-ções, do que os de 1974-1975, eles somaram-se a uma dívida acumulada já significativa, numa época de perspectivas de crescimento menos favoráveis internamente e no exte-rior, seguindo-se, por esta razão, uma vaga renovada de preocupações com relação aos mercados financeiros.

(23) Para uma análise clara dessas questões vide SWOBODA, Alexander K. *Credit crea-tion in the euromarket: alternative theories . . . and implications for control*. New York, Group of Thirty. (Occasional Papers, 2). Vide também o *IMF Survey*, 1 de setembro, 1980, p. 265-66.

FIGURA 2



O panorama para o começo da década dos 80 depende de umas poucas variáveis cruciais, que podem ser discutidas com a ajuda de um modelo de fluxos esboçado na figura 2, focalizando as interações do nível do PNB (ou do crescimento do PNB), com as situações de contas correntes e as preferências dos intermediários financeiros internacionais.

Postulando que o mundo seja dividido em três regiões — OPEP, OCDE e PMD não pertencentes à OPEP — e supondo, além do mais, que o PNB da OPEP (ou seu crescimento) seja exogenamente dado pelos planos de desenvolvimento dos países pertencentes a ela, e que os preços reais do petróleo também sejam dados, o superávit em conta corrente da OPEP (OA) dependerá, então do PNB dos países não pertencentes à OPEP (ou de seu crescimento, de agora em diante chamado de Y), e de sua composição entre Y PMD e Y OCDE.

A linha negativamente inclinada YY' da o superávit da OPEP correspondente a um dado Y não OPEP; se as necessidades de petróleo por unidade de Y fossem iguais nos PMD e na OCDE a linha seria vertical. Para cada Y não OPEP haverá uma nova linha YY'. O eixo vertical dá o Y PMD relativamente ao Y OCDE; à medida que essa razão aumenta (mantendo constante sua soma ponderada para gerar um dado Y não OPEP), admite-se que o superávit da OPEP declinará, isto é, que se utiliza mais petróleo por unidade de Y na OCDE do que nos PMD.

As linhas positivamente inclinadas no diagrama mostram o déficit em conta corrente nos PMD. A diferença entre aquelas duas linhas representará o déficit dos PMD com a OPEP. Supõe-se que o déficit dos PMD com a OCDE depende somente da razão entre Y PMD e Y OCDE. O déficit dos PMD com a OPEP aumentará à medida que Y PMD aumentar, de forma que o déficit total dos

PMD seguramente aumentará à medida que Y PMD aumentar com um dado Y não OPEP. O diagrama supõe que durante o período de tempo relevante para esta análise outros mecanismos de ajustamento que não as mudanças em Y pouco podem fazer para afetar a estrutura dos déficits e superávits mundiais em conta corrente.

Considere-se inicialmente uma situação limite, na qual o superávit da OPEP, OA, seja exatamente equiparado por um déficit global de igual monta, nos PMD, constituído de um déficit dos PMD com a OCDE de OB e um déficit dos PMD com a OPEP de BA. A OCDE tem, então, um déficit com a OPEP de OB. Supondo que todos os movimentos de capitais sejam manejados por intermediários financeiros internacionais isto é, postulando a ausência de doações, investimento direto etc.), aquelas instituições testemunharão um aumento em seu exigível líquido sobre os PMD não pertencentes à OPEP igual a OA, tendo como contrapartida um exigível aumentado da OPEP sobre os intermediários.

Considere-se agora uma situação em que após diversos anos acumulando exigíveis sobre os PMD, os intermediários financeiros decidam que seria "imprudente" manter a mesma taxa de acumulação. Uma consequência possível, para um dado Y não OPEP, seria uma redução em Y PMD e um aumento em Y OCDE, de OZ a OW. Na nova situação, os intermediários financeiros reduziriam a acumulação de débitos dos PMD para com eles para OE, acumulando, ao mesmo tempo, papéis OCDE de maior confiança a uma taxa ED. A OCDE tornar-se-ia uma importadora de capitais. A maior probabilidade de evitar um aumento no superávit da OPEP envolveria tanto a redução de Y não OPEP (levando a um deslocamento de YY' para a esquerda) quanto a redução de Y PMD relativamente a Y OCDE.

Para um dado Y não OPEP, um aumento no preço real do petróleo seria descrito graficamente na figura 2 por um deslocamento para a direita de YY' . Um deslocamento

oposto resultaria de um aumento nos planos de desenvolvimento da OPEP. Nem um aumento dos preços do petróleo nem um aumento de Y OPEP deslocariam a linha que representa o déficits dos PMD com a OCDE, mas evidentemente deslocariam a linha que representa o déficit global dos PMD (para a direita, no caso do aumento dos preços do petróleo e para a esquerda, no caso do aumento de Y OPEP), refletindo modificações no balanço de pagamentos entre PMD e OPEP. Os deslocamentos da linha que retrata o déficit global dos PMD seriam horizontalmente menores do que os deslocamentos de YY' .

Políticas mais rigorosas de conservação deslocariam YY' para a esquerda; sua inclinação modificar-se-ia se estes esforços fossem proporcionalmente diferentes nos PMD e na OCDE. Os esforços de conservação nos PMD também refletir-se-iam num deslocamento para a esquerda da linha que indica seu déficit total em conta corrente.

A discussão centrada na figura 2 até agora nada mencionou acerca do preço ao qual o financiamento é concedido. As condições do crédito internacional serão determinadas pelo mercado esboçado na figura 1, onde os estoques de ativos e obrigações financeiras, e não apenas os fluxos anuais, são levados em conta. Uma das principais incertezas dos PMD tomadores de empréstimos quanto à década dos 80 é se as taxas de juros reais baixas ou mesmo negativas que prevaleceram na década dos 70 persistirão. As teorias das taxas de juros de longo prazo indicam que a situação da década dos 70 foi anômala, resultado de uma inflação não esperada. Esta assertiva é reforçada pela observação de que os países da OPEP preferirão deixar o petróleo valorizando-se sob o solo, a menos que possam obter taxas similares de retorno em seus investimentos financeiros. Os cálculos da OPEP, mais o desejo de controlar a inflação, de conter os déficits no balanço de pagamentos, e de manter a posição do dólar como moeda internacional dominante induziriam os

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

Estados Unidos a seguir políticas mais restritivas na década dos 80. Dado um alto grau de mobilidade internacional do capital, todos os principais países industrializados seguiriam políticas similares; de fato, alguns deles já o fizeram na década dos 70. Até recentemente, a maior parte dos empréstimos tomados pelos PMD era definida em dólar. Tivessem estes empréstimos sido definidos em marcos alemães *ex-post* as taxas reais de juros teriam sido mais altas. O argumento é que durante a década dos 80 as condições de empréstimo aos PMD ficarão mais apertadas, em parte porque uma parcela maior dos empréstimos será definida em marcos e em outras moedas fortes e em parte devido à política monetária dos Estados Unidos, que estará mais ao gosto dos árabes e alemães. Finalmente, os empréstimos que possam vir a ser tomados pelos chineses na década dos 80 poderão acrescentar uma pressão substancial de demanda sobre os mercados financeiros.

Talvez o exposto seja verdadeiro. Taxas reais de juros negativas, especialmente após impostos, conseguiram perdurar em muitos países, por longos períodos. Perturbações macroeconômicas podem demandar taxas de juros negativas como parte do mecanismo de ajustamento, contrárias a considerações de longo prazo; estes ajustamentos macroeconômicos de curto prazo, interligando-se, podem perdurar por muitos anos. Alguns daqueles que tomam as decisões relativas à produção da OPEP podem estar maximizando a riqueza familiar localizada em Londres ou em Zurique mais do que a riqueza social de seus países. Considerações políticas impõem limites superiores e inferiores à produção de petróleo — considere-se o famoso cenário no qual retornos baixos sobre seus superávits financeiros induzam a OPEP a cortar a produção de petróleo, ocasionando aumentos de preços que, dada uma demanda inelástica, elevam os superávits financeiros disponíveis para investimento, acarretando novos cortes na produção, e assim por diante. É improvável que tal "tatônement" pudesse prosseguir muito adiante

sem repercutir politicamente. A presunção geral é de que as taxas de juros reais serão mais elevadas na década dos 80 do que na dos 70, mas, do mesmo modo que no caso das outras variáveis, a incerteza com respeito a tal previsão é alta.

Também são previstos "spreads" mais elevados sobre as "prime rates" dos empréstimos tomados pelos PMD. Argumenta-se que os maiores bancos internacionais já alocaram para a dívida dos PMD o que eles, ou seus reguladores, vêm como uma parcela bastante grande de seu portfólio, de forma que qualquer novo aumento (se é que vai acontecer) tem de ser recompensado por remunerações maiores pelo risco tomado. Em 1979-1980 a imprensa financeira e algumas autoridades chamaram a atenção para a deterioração das razões capital/ativos dos bancos engajados em empréstimos internacionais. Tipicamente, concluiu-se que maiores "spreads" e taxas maiores de lucros são necessários para expandir o capital bancário.

Estas considerações parecem postular que a entrada de novos bancos nas operações de empréstimos internacionais é lenta, e que o capital bancário não pode crescer por outros meios senão o reinvestimento dos lucros. Estes postulados são discutíveis. Também se pode observar que são no mínimo obscuros os fundamentos microeconômicos de rígidas normas práticas para a fixação das razões capital/ativos ou dos tetos impostos às parcelas de portfólio. Na prática, bancos norte-americanos e não norte-americanos têm tetos e razões muito diferentes; mesmo nos Estados Unidos, existem diferenças substanciais entre razões capital/ativos de bancos metropolitanos e de outros bancos.

Na indústria bancária internacional em rápida transformação, os atores que estão obedecendo, ou sendo forçados a obedecer, normas práticas rígidas têm maior probabilidade de perder parcelas do mercado do que influenciar decisivamente os "spreads"

Ainda assim, os tomadores podem, no curto prazo, ter problemas consideráveis pela existência de tais normas. O diretor administrativo do FMI, num pronunciamento feito em outubro de 1980, advertiu que regulações antecipatórias ou medidas contencionistas nos balanços de pagamentos dos países industrializados deveriam ter em conta a possibilidade de desorganização da intermediação financeira internacional. Ele também observou que nenhum declínio sério tinha ocorrido nas razões capital médias para os bancos dos principais centros financeiros nos últimos anos, que a parcela nos ativos externos bancários brutos representada por empréstimos aos PMD não produtores de petróleo não aumentou significativamente durante a última década (tendo persistido em torno de 17%), que a experiência de perda nos empréstimos aos PMD foi tão boa ou mesmo melhor do que aquela nos empréstimos domésticos e que as salvaguardas à estabilidade subjacente ao sistema financeiro parecem hoje mais fortes do que há uma década atrás⁽²⁴⁾.

A guerra entre o Irã e o Iraque, ocorrida em 1980, realçou a vulnerabilidade das previsões econômicas face à delicada situação política no Oriente Médio. Numerosas propostas têm sido feitas nos últimos anos para aumentar a resistência do sistema financeiro internacional a tais choques. A variedade de motivações e especificidades é grande; neste artigo será suficiente focalizar algumas propostas particularmente preocupantes para os PMD que precisam de créditos do exterior.

(24) Vide LAROSIERE, J. de. Recycling needs and the capital markets. *IMF Survey*, 10 November 1980, p. 346-51. Vide também WALLICH, Henry C. American Banks during the 1970s and beyond. Board of Governors of the Federal Reserve System, September 1980, mimeo, especialmente p. 2,3 e 13, para a diversidade das razões capital/ativos nos bancos norte-americanos, e para as observações sobre as perdas menores nas atividades de empréstimos dos bancos norte-americanos com os PMD, relativamente a sua experiência doméstica.

Um cenário inquietante é sugerido pelo fato de que, em contraste com os mercados internacionais de "commodities" que não o petróleo, por exemplo, hoje em dia as imperfeições de mercado no mercado internacional de empréstimos são discutidas e percebidas mais claramente no Norte do que entre os principais países tomadores de empréstimos do Sul. À primeira vista, é notável como alguns banqueiros privados, sustentando que "o mercado está fora de (seu) controle" demandam mais empréstimos oficiais aos PMD, isto é, agem de forma a afastar de si os negócios e advogam em favor de maior supervisão burocrática, tal como um papel maior para o FMI nos processos de empréstimos. Com frequência, os mesmos banqueiros sustentam que os bancos centrais devem permanecer fora dos mercados de câmbio. Pode-se contrastar este quebra-cabeças com aquele criado pela OPEP ao exortar seus clientes a conservarem petróleo. O que eles parecem procurar é a "racionalização" dos empréstimos, sob o planejamento do FMI, para reduzir a concorrência desenfreada. Observe-se que isto já foi conseguido, no caso dos créditos subsidiados e segurados pelo Estado às exportações, com os países da OCDE concordando com normas indicativas a serem seguidas quanto aos pisos dos juros, períodos máximos de crédito e pagamentos mínimos à vista. Alguns observadores acreditam que estes créditos controlados, vinculados às vendas de cada produto dos países da OCDE, venham a crescer durante a década dos 80 a uma taxa mais rápida do que os empréstimos desvinculados dos bancos particulares.

Os membros da OPEP detentores dos maiores superávits financeiros poderiam ser induzidos a formar uma coligação para regular os mercados mundiais de capitais, possivelmente sob o "guarda-chuva" do FMI e do Banco Mundial. Os participantes da OPEP obteriam "ativos financeiros sólidos e rendosos" enquanto os bancos privados do Norte desfrutariam de "condições de mercado disciplinadas", nas quais os custos mais altos dos juros e maiores "spreads"

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

poderiam ser repassados aos tomadores que não têm outra opção. Os países industriais obteriam fluxos mais regulares de petróleo, à medida que a OPEP negociasse petróleo sob o solo em troca de ativos financeiros seguros. O Quarto Mundo poderia ser induzido, em troca de modestas recompensas, a dar uma aparência de legitimidade a esse restabelecimento do controle centralizado do Norte sobre os fluxos financeiros internacionais. Observe-se que a Conta de Substituição proposta no FMI foi motivada, em parte, pelo desejo de resolver a insatisfação da OPEP com respeito aos ativos financeiros disponíveis⁽²⁵⁾. Este cenário seria contrapartida da coalisão entre a OPEP e as multinacionais tradicionais do petróleo, que opera com grandes tensões e atritos, mas tem sido enormemente rentável para ambos os lados, até o momento.

A menos que uma grande crise política internacional ameace induzir um pânico financeiro no velho estilo, uma cartelização radical dos mercados de capitais é improvável. Assim como acontece com as corporações transnacionais, os bancos de diferentes nacionalidades mantêm rivalidades não facilmente conciliáveis. Episódios como os de 1974 envolvendo o Herstatt Bank of Cologne e o Franklin National Bank of New York estabeleceram o precedente de que o banco central de cada país cuidaria dos problemas dos bancos de propriedade de seus cidadãos, independentemente de onde estes bancos estivessem localizados. Esta medida não dota de um prestador infalível de último recurso ao nível internacional, mas elimina a fragilidade mais evidente do sistema bancário internacional. Naturalmente, este compromisso dos bancos centrais foi acompanhado de uma supervisão mais completa dos portafólios dos bancos privados e da insistência de que os bancos provissem balanços consolidados cobrindo todas as suas operações mundiais.

(25) Vide o pronunciamento de LAROSIERE, J. de. *IMF SURVEY*, 3 June 1980, particularmente as p. 173-74.

Durante o final da década dos 70, o FMI era, de modo geral, um observador não efetivo no processo de reciclagem do superávit do petróleo aos principais PMD tomadores de empréstimos. Anos de trabalho obtuso e dogmático do "staff" do FMI, especialmente em seu departamento do Hemisfério Ocidental, induziram os PMD mais importantes a manterem-se afastados. Apenas os países sem outras alternativas procuraram o Fundo; tal seleção desfavorável reforçou a imagem de "bruxa-malvada" da instituição. Um efeito colateral importante da expansão dos mercados financeiros internacionais na década dos 70 foi pressionar as burocracias do FMI (e em menor extensão as do BIRD e dos bancos regionais) para reverem as políticas rígidas, sob a pena de perderem sua legitimidade por não negociarem com alguns dos mais importantes PMD. É discutível se o Brasil necessita mais do FMI do que o inverso.

Um FMI com condições mais flexíveis sobre seus empréstimos parece estar emergindo na década dos 80; para se tornar um prestador atrativo e importante aos PMD que dispõem de outras alternativas de crédito, o FMI terá de obter maiores recursos. O Quarto Mundo, todavia, poderia beneficiar-se rapidamente de um novo FMI. O BIRD e os bancos regionais também estão estudando novos mecanismos, especialmente vinculados a investimentos em energia e recursos naturais, para expandir os fluxos de recursos aos PMD. Continuam a ser escutados apelos por mais ajuda externa ao Quarto Mundo.

Se estas tendências não limitarem significativamente as opções abertas pelos mercados financeiros privados internacionais aos PMD, isto é, enquanto não ameaçarem mover-se na direção de um cartel internacional de crédito, os principais PMD poderão beneficiar-se delas, principalmente pelo seguro de que as mesmas podem dotá-los contra grandes pânicos financeiros, e a influência que este seguro exerceria no preço de oferta de crédito. As incertezas dos bancos pri-

vados quanto ao processo de "roll over" da dívida, uma das maiores fontes de preocupação dos PMD que necessitam empréstimos, poderiam ser aliviadas.

Saber exatamente qual o impacto de instituições tais como o FMI e o BIRD nos mercados de capitais permanecerá da maior importância para os PMD tomadores de empréstimos. Países como a Argentina, o Brasil, o México, a Espanha e a Venezuela não são "pequenos países" nestes mercados e poderiam ter, especialmente agindo conjuntamente, uma influência significativa na concepção de novas políticas para o FMI e o BIRD, assim como no processo de determinação das regras do jogo para os fluxos financeiros da década dos 80.

Como exemplo de uma proposta específica de maior participação do BIRD ou do FMI na intermediação financeira, sem beneficiar os principais PMD tomadores de empréstimos, pode-se mencionar a idéia da emissão por estas instituições de títulos de longo prazo indexados à inflação internacional. Tal proposta colocaria um piso sob as taxas reais de juros, para o regozijo dos emprestadores. Em troca de tal concessão, os PMD que tomassem empréstimos utilizando o FMI ou o BIRD como intermediários presumivelmente obteriam fluxos maiores sem as "dores-de-cabeça" do "roll over" uma vez que os prazos de maturação da dívida corresponderiam mais de perto aos períodos de gestação do investimento real. Há muito espaço nos mercados financeiros internacionais, especialmente nos mercados de títulos, para a inovação e experimentação, mas, tais iniciativas, especialmente se envolverem indexação, devem ser deixadas aos tomadores individuais de empréstimos. Dar aos credores uma garantia de taxas de juros reais positivas, apoiadas na comunidade internacional representada pelo FMI e BIRD, sob as circunstâncias macroeconômicas do início da década dos 80, parece ser uma idéia que não é do interesse nem dos PMD nem da maior parte dos outros países.

Esta seção baseou-se num panorama econômico e financeiro de moderado otimismo relativamente a cenários catastróficos, ou de moderado pessimismo relativamente ao desempenho da década dos 70. Os principais PMD enfrentarão condições de empréstimo menos favoráveis, e os fluxos líquidos de capital que obterão serão menores relativamente ao seu PNB. Outros PMD, cujo endividamento cresceu menos nos anos 70, todavia, poderão expandir seus empréstimos mais rapidamente no futuro. As taxas de crescimento do PNB dos principais tomadores entre os PMD poderão declinar um pouco, mesmo comparativamente às do período 1973-1980, enquanto as pressões para expandir as exportações e restringir as importações deverão continuar. Independentemente das considerações de financiamento, o ajustamento dos preços mais elevados em termos reais da energia envolverá custos significativos. Será que as coisas poderão tornar-se piores para os principais PMD tomadores de empréstimos? E se os países da OCDE permitirem quedas brutais de seus PNB, voltarem-se a um protecionismo no estilo da década dos 30 ou recusarem-se a permitir a seus bancos fazerem até mesmo o "roll over" das dívidas dos PMD? No espírito da "cláusula da moeda escassa" do Estatuto do FMI, sob estas circunstâncias os PMD não teriam muita escolha, senão suspender, sujeito a negociações, o serviço de sua dívida, e seguir políticas mais orientadas para dentro, possivelmente revitalizando esquemas de integração no interior do Terceiro Mundo. Os ganhos de especialização internacional declinariam, mas, mesmo então, muitos PMD poderiam manter taxas de crescimento razoáveis. Os maiores PMD semi-industrializados estariam em posição melhor para acomodar esse choque do que os PMD menores, embora a situação energética de cada país também influencie intensamente o seu desempenho. Mesmo nestas circunstâncias, a maior parte dos PMD deve desejar manter laços comerciais, financeiros e tecnológicos com as economias do Norte, suficientes para desencorajá-

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

los de qualquer tentativa de interromper o pagamento da dívida.

POLÍTICAS FINANCEIRAS E PROBLEMAS LATINO-AMERICANOS

As seções anteriores sugeriram que, no cômputo geral, os países semi-industrializados foram ajudados pela emergência e expansão dos mercados financeiros internacionais privados. É verdade que os custos do crédito privado foram mais elevados e os prazos mais curtos do que os do financiamento oficial, bilaterais ou multilateral. Todavia, os volumes foram superiores, os procedimentos mais rápidos e as condições menos restritivas, tanto no nível político quanto no nível da política econômica. As oportunidades geradas pelos novos mercados internacionais de capital, porém, não geram necessariamente ganhos de bem-estar nos países tomadores; os fundos podem ser levantados a preços baixos, mas podem ser gastos de forma tão inútil que criem problemas de repagamento, e a disponibilidade de financiamento externo pode levar a uma queda na poupança interna. Outras questões de natureza sócio-econômica têm sido levantadas com relação às ligações financeiras externas da América Latina na década dos 70, e serão comentadas brevemente nesta seção.

A intermediação financeira ganhou destaque em alguns países latino-americanos, juntamente com o florescimento dos mercados internacionais de capitais. Uma ortodoxia prática desenvolveu-se pregando que "quanto mais intervenção financeira, melhor". Gurley e Shaw popularizaram as medidas de correlação entre o grau de modernização financeira e os índices de crescimento econômico. Ronald McKinnon argumentou vigorosamente contra a "repressão financeira". Pós-graduados pela Universidade de Chicago alcançaram posições de responsabilidade nos anos 70 na elaboração da política econômica nos governos do Cone Sul e começaram a implementar políticas de liberalização financeira. O Brasil e o México

seguiram políticas mais pragmáticas, mas em ambos os países o financiamento estrangeiro influenciou o ritmo da atividade econômica e a natureza da política econômica governamental na década dos 70.

As evidências sobre a poupança e a formação real de capital nos PMD são incompletas para a maior parte dos últimos anos; para 1974-1977 os dados indicam a manutenção ou o aumento da participação do investimento interno bruto no PIB relativamente a 1972-1973, para grande parte dos principais grupos de PMD. As taxas de poupança disponíveis para os principais países latino-americanos são apresentadas na tabela 12.

Apenas três países apresentam um declínio nas taxas de poupança, comparativamente ao final da década dos 60; paradoxalmente, dois destes países (Chile e Uruguai) experimentaram uma liberalização financeira. Tendo em mente a provável subestimação da poupança interna devido à falta de uma contabilidade do balanço de pagamentos à prova de inflação, o desempenho do Brasil parece razoável, e os da Argentina, Colômbia, México e Venezuela também parecem ao menos adequados para o período coberto.

A ausência de regulamentação dos mercados financeiros nos países do Cone Sul levou à perda do poder competitivo dos bancos tradicionais para "financeiras" aventureiras, porém dotadas de pouco capital. Sob essas condições, a falta de seguro governamental aos depositantes freqüentemente resultou em pânico e escândalos cuja consequência foi uma regulamentação que tendeu a reforçar o caráter oligopolístico do setor bancário local.

Essas tendências foram acompanhadas de um aumento substancial da participação da intermediação financeira nas economias nacionais. Parece ter havido uma tendência rumo à centralização do capital nas mãos de grupos econômicos com uma base bancária. "Velhos" industrialistas perderam poder econômico para "novos" financistas. Alguns eco-

TABELA 12
POUPANÇA NACIONAL BRUTA EM PAISES LATINO-AMERICANOS SELECIONADOS
(percentagens do produto nacional bruto)

PAISES	1960-64	1965 69	1970 74	1975 - 78
Argentina	19,0	19,2	20,5	21,1(a)
Brasil	21,1	21,8	23,8	22,3
Chile	13,1	15,0	11,8	6,7
Colômbia	17,0	17,3	17,7	21,4
México	17,3	19,4	19,1	21,3(a)
Peru	22,8	16,8	14,3	10,1
Urugual	12,6	13,8	10,2	10,6
Venezuela	32,1	29,4	35,1	34,8

(a) refere-se a 1975 até 1977, somente.

Fonte: INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Economic and Social Progress in Latin American; 1979 Report*, Washington D.C. (adaptada da tabela III-2). Os dados básicos estão a preços correntes nas moedas nacionais.

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

nomistas latino-americanos temiam que o setor bancário sofresse um processo de desnacionalização, uma vez que os bancos multinacionais beneficiavam-se da ausência de regulamentação para entrar num mercado no qual antes apenas residentes domésticos eram permitidos. Todavia, os grupos econômicos domésticos provaram ser mais ativos do que estes economistas haviam previsto; a liberalização financeira prosseguiu com novas formas de associação entre capitais domésticos e estrangeiros, em vez da aquisição maciça dos primeiros pelos últimos.

Outros economistas preocupavam-se com a possibilidade de que a substituição do "capital produtivo" pelo "capital financeiro" desse um viés de estagnação às políticas de liberalização financeira do Cone Sul. Argumenta-se na análise que segue que surgiram alguns problemas keynesianos, embora provavelmente de natureza de curto a médio prazo e não tipo "estagnacionista" no longo prazo. Não obstante, é difícil perceber que ganhos de bem-estar possam ser gerados pela atividade especulativa do tipo observado na Argentina em 1976-1980. Nesse contexto, é preciso recordar o seguinte ponto de Kenneth Arrow: "(...) em mercados especulativos tais como nos mercados de ações e de 'commodities' a termo, uma grande quantia investida na aquisição de mais informações para vantagem privada não trará ganhos sociais de alguma espécie, apenas uma redistribuição de soma-zero (. . .) Podemos ter pessoas que poderiam ser úteis gastando seu tempo na produção em vez de tentar passar a perna nos outros"⁽²⁶⁾.

A perda progressiva de controle governamental sobre os agregados monetários num contexto de abertura para os mercados financeiros internacionais confundiu os responsáveis pela política econômica e os analistas econômicos igualmente. Os monetaristas no velho estilo tiveram de fazer uma reciclagem para livrarem-se de sua preocupação com a política monetária ativa, aceitando com relutância a idéia de uma oferta

monetária endógena. Os economistas estruturalistas, por outro lado, tiveram de rever suas velhas proposições de que a moeda é passiva, para tornarem-se partidários ativos de políticas de esterilização no contexto de uma economia aberta financeiramente.

No Cone Sul, a "nova Chicago" no final das contas, prevaleceu sobre a "velha Chicago" e os responsáveis pela política econômica, ao mesmo tempo em que aprofundavam os processos de liberalização comercial e financeira, começaram a buscar obter taxas de câmbio nominais fixas e déficit orçamentário zero. O pragmatismo continuou a caracterizar a política econômica no Brasil e na Colômbia. Com graus variados de sucesso, estes países tentaram ater-se a um sistema de minidesvalorizações sem alvos explícitos, e manter suserania sobre a base monetária, restringindo o acesso dos residentes domésticos aos mercados financeiros internacionais. O México pretendia seguir um caminho similar, mas no seu caso a tarefa de evitar a substituição de moedas tornou-se mais difícil do que no Brasil e na Colômbia, em vista de sua proximidade econômica e geográfica aos Estados Unidos.

Concluiu-se, aqui, que a existência de um mercado financeiro internacional fluído, ao modificar a natureza dos incentivos e penalidades econômicas externas, empurrou gradativamente as economias latino-americanas para um novo modelo na década dos 70. Nos aspectos fundamentais, ela estendeu os limites das opções abertas à política econômica, provendo, desta forma, novas oportunidades para o ganho econômico. Mas também moldou o sistema de incentivos econômicos em direções particulares e induziu modificações no poder econômico relativo no interior dos países. Neste contexto, as regras de acesso estabelecidas pelos responsáveis domésticos pela política econômica parecem ter sido um determinante básico das conseqüências de curto e médio prazo da abertura financeira. Os retornos ainda não podem ser inteiramente computados, mas, da perspectiva atual, os países que seguiram um curso de ação mais pragmático e

(26) Vide CHALLENGE, Spt./Oct. 1979, p. 26-7.

gradualista com respeito à liberalização financeira interna e aos laços com os mercados internacionais de capitais (como o Brasil e a Colômbia) parecem ter obtido melhores resultados do que os países que perseguiram uma política mais doutrinária (como no Cone Sul).

A utilização de títulos governamentais indexados é um traço característico das reformas financeiras que acompanharam o processo de abertura financeira no contexto latino-americano. No restante desta seção, discutem-se algumas charadas keynesianas, evocadas pela experiência dos países que seguiram esta trajetória de política.

Segundo aqueles que advogavam em favor de uma reforma financeira, uma maior disponibilidade de papéis financeiros pagando taxas de juros reais positivas deveria ao mesmo tempo aumentar o fluxo de poupança privada e alterar a alocação da riqueza de usos não produtivos (terra, habitação, bens de consumo duráveis) para ativos produtivos.

As experiências latino-americanas de reforma financeira confirmam a previsão de aumento de alguns tipos de poupança financeira; todavia, o investimento produtivo privado não se expandiu. A propensão a poupar *ex-ante* pode ter-se elevado, mas as taxas de investimento privado não são maiores do que anteriormente. Esta reação à reforma financeira tem sido acompanhada de taxas de inflação persistentemente elevadas e de taxas cambiais defasadas. As razões para essas aberrações latino-americanas não são inteiramente claras, mas vale a pena explorar algumas conjecturas.

Considerem-se, sucessivamente, as versões estilizadas das decisões de portfólio relacionadas à composição dos ativos domésticos e das decisões de portfólio com respeito à distribuição de riqueza entre ativos domésticos e internacionais, antes e depois da "liberalização financeira". Numa economia financeiramente reprimida, com uma história de inflação persistente, a riqueza é mantida na forma de moeda, terra e

capital. Em termos relativos, as duas primeiras (moeda e terra) são mercadorias homogêneas, enquanto que a última (capital) é uma coleção de bens heterogêneos. A moeda é mantida por sua propriedade como meio de pagamento, o capital em função do retorno esperado sobre seu uso e a terra como um protetor contra a inflação. Os retornos esperados sobre a terra podem ser baixos, mas estão fortemente correlacionados com as taxas de inflação, o que torna sua posse mais segura do que a de capital heterogêneo. A liquidez da terra é mais alta que a do capital, mas muito mais baixa do que a da moeda. O retorno real sobre esta última é fortemente negativo. A falta de um ativo altamente rentável com um mercado secundário forte presumivelmente está por trás das baixas propensões a poupar observadas. Além disso, uma elevada proporção dos acréscimos líquidos à riqueza toma a forma de posse improdutivo de terras para fins "especulativos".

Nesse contexto, aqueles que estão "vendendo" a reforma financeira, tipicamente propõem a introdução de um título governamental indexado como um instrumento de liberalização financeira (na terminologia de McKinnon isto resume-se a pagar taxas de juros reais sobre a "moeda"). Na presença de um ativo tão atrativo com um mercado fortemente sustentado, as propensões a poupar devem aumentar, e uma proporção maior da riqueza deverá ser mantida como capital "produtivo". Um postulado implícito parece ser o de que o título protegerá os detentores de riquezas contra a inflação melhor do que a posse de terras o faria. Conseqüentemente, a taxa de retorno real requerida sobre o capital será menor, e dessa forma a acumulação de capital será favorecida, para um dado estado das expectativas de longo prazo.

Como já foi observado, a experiência latino-americana sustenta a presunção com respeito a alguns tipos de poupança financeira, mas não as expectativas sobre as taxas de investimento privado. A razão evidente é que os títulos indexados tendem a substituir

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

o capital (e a moeda) em vez da terra, nos portfólios privados. As reformas financeiras orientadas para o livre-mercado são acompanhadas de uma liberalização geral das taxas de juros, no contexto de um pacote de políticas de contração da demanda. São freqüentes as falências no setor produtivo e os pânico e escândalos no setor financeiro. Como consequência, há um enfraquecimento do estado de confiança com que são mantidas as expectativas sobre os valores futuros do capital. O preço de demanda do capital cai e a taxa de investimento ajusta-se para baixo, numa época em que as propensões a poupar estão aumentando. Taxas de juros elevadas tendem a aumentar o preço de oferta do produto no curto prazo. Também pode prevalecer um excesso de oferta monetária, a despeito das políticas monetárias contracionistas, se a demanda por moeda (no conceito M_1 apropriado) estiver suficientemente rebaixada pela introdução de títulos indexados. Taxas de inflação e de desemprego persistentemente elevadas e taxas persistentemente baixas de crescimento do produto potencial são as consequências de curto a médio prazo das reformas financeiras mal implementadas.

Problemas similares podem ocorrer com respeito às decisões de portfólio, face à riqueza denominada em dólar ou em cruzeiros. Os que advogam em favor da reforma do mercado de capital esperam, corretamente, que a criação de títulos domésticos indexados induza tanto os possuidores de riquezas estrangeiros quanto os nacionais a alocarem uma parte maior dos seus ativos em cruzeiros. A experiência confirma que os fluxos financeiros de entrada são maiores do que anteriormente, como é previsto pela teoria, mas também que eles não encontram um escoamento real, uma vez que a absorção doméstica cai, seguindo o mecanismo

esboçado no parágrafo anterior. Os superávits na conta de capital não são acompanhados por déficits correspondentemente maiores a nível de plena capacidade na conta corrente. As reservas oficiais de divisas acumulam-se, e as taxas de câmbio ficam defasadas da paridade do poder de compra. O "retrazo cambiário" estabelece-se, enfraquecendo as exportações e fortalecendo a propensão para importar; paradoxalmente, o nível de atividade no setor de bens comerciáveis diminui para absorver o fluxo crescente de poupança estrangeira.

A reestruturação do portfólio favorecendo a dívida do governo é uma característica comum desses exemplos de reforma financeira. Se o governo utiliza as receitas de vendas maiores de títulos, seja para aumentar o seu próprio investimento ou para subsidiar o investimento privado, o crescimento da renda real pode ser mantido, ao custo de uma intervenção maior do governo na esfera econômica e de uma expansão da dívida externa. Se as receitas de vendas maiores de títulos são usadas para controlar a taxa de crescimento da oferta monetária, as taxas de inflação podem arrefecer, mas a taxa de investimento e o crescimento do produto potencial não se recuperam.

A ortodoxia acadêmica, de John Maynard Keynes a James Tobin, ensinou que a propensão a investir não é a imagem espelhada da propensão a poupar. A falta de atenção a esse ensinamento básico por parte da ortodoxia prática pode explicar os fracassos das tentativas recentes de reforma financeira na América Latina. Muito se deverá ainda pesquisar sobre os padrões de substituição e complementaridade entre ativos no contexto de taxas de inflação elevadas e irregulares, características dos países latino-americanos.