



11

DÍVIDA EXTERNA, ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA, ABERTURA
COMERCIAL, INGRESSO DE CAPITAIS EXTERNOS E BAIXO
CRESCIMENTO ECONÔMICO :
MÉXICO 1988 - 1993

Banca examinadora

Prof. Orientador Luiz Carlos Bresser Pereira.....

Prof. Álvaro Antônio Zini Jr.....

Prof. Gesner Oliveira

Prof. Otaviano Canuto

Prof. Robert Nicol

A

Nadia Abud,

minha eterna irmã, que desejo rever um dia.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

JAIRO ABUD

**DÍVIDA EXTERNA, ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA, ABERTURA
COMERCIAL, INGRESSO DE CAPITAIS EXTERNOS E BAIXO
CRESCIMENTO ECONÔMICO :
MÉXICO 1988 - 1993**

Tese apresentada ao Curso de Pós-
Graduação da FGV/EAESP
Área de Concentração: Economia de
Empresas como requisito para obtenção de
título de Doutor em Economia de Empresas.

Orientador: Dr. Luiz Carlos Bresser Pereira

São Paulo - SP

1996

02-107

Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data	N.º da Chamada
20-5	33 (72)
Tombo	A165d
604/96	Tese e. 2

ABUD, Jairo. Dívida externa, estabilização econômica, abertura comercial, ingresso de capitais externos e baixo crescimento econômico: México 1988 - 1993. São Paulo: EAESP/FGV, 1995. 215 p. (Tese de Doutorado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, Área de Concentração: Economia de Empresas).

Resumo: Trata da análise macroeconômica do México durante o período 1988 - 1993, apontando os motivos que levaram o país a apresentar baixo crescimento econômico apesar dos crescentes ingressos de capitais externos. Aborda ainda o resultado econômico da renegociação da dívida externa mexicana sob o Plano Brady. Aponta os resultados da troca da política de substituição de importações pela ampla liberalização econômica, num ambiente de constante valorização cambial.

Palavras-Chaves: México - Dívida Externa - Fluxos de Capitais Externos - Taxa de Câmbio - Maquiladoras -

**DÍVIDA EXTERNA, ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA, ABERTURA
COMERCIAL, INGRESSO DE CAPITAIS EXTERNOS E BAIXO
CRESCIMENTO ECONÔMICO :
MÉXICO 1988 - 1993**

Introdução.....	1
------------------------	----------

Primeiro Capítulo

A Renegociação da Dívida Externa Mexicana.....	6
México, primeiro teste para o Plano Brady	15
Resultados do Plano Brady para a economia mexicana	20
Cálculo da redução da dívida externa.....	23
Resultado financeiro do período 1989-1993.....	34
O peso da dívida externa para o México após o acordo.....	41
Conclusão.....	52

Segundo Capítulo

Abertura Comercial, Estabilização da Moeda e Valorização Cambial....	55
A estabilização da moeda.....	68
Sobre a taxa de câmbio real no México.....	78
A abertura comercial e a variação do câmbio real.....	87
Abertura comercial e crescimento econômico.....	99
A abertura comercial e a indústria manufatureira.....	106
Conclusão.....	121

Terceiro Capítulo

Endividamento, fluxo de capitais externos e sua alocação.....	123
O endividamento dos anos 90.....	131
Formas de gerenciamento dos fluxos de capitais	140
O influxo de capitais externos (1988-1993)	147
Privatizações.....	149
Investimento externo direto.....	155
Investimentos financeiros - títulos públicos e bolsa de valores.....	157
Uma análise dos fluxos de capitais e sua alocação.....	160
Poupança externa, poupança interna e crescimento econômico.....	168
Conclusão	179

Quarto Capítulo

Conclusão	181
------------------------	------------

Anexos

A.1 Cronologia da dívida externa do México 1982-1988.....	190
A.2 Dívida Externa - México	191
A.3 Fases e acordos dos “Pactos de Estabilidad y Crecimiento Economico (PECE) 1987-1992.....	192
A.4 Taxa de câmbio do peso mexicano vis-à-vis o dólar norte-americano....	193
A.5 Balanço de Pagamentos - Conta Corrente.....	194
A.6 Balanço de Pagamentos - Conta Capital	195
A.7 Cronograma de redução tarifária por setor produtivo	196
A.8 Investimento externo nos principais subsetores econômicos.....	198
A.9 Abreviações e acrônimos	199

Referência bibliográfica.....	200
--------------------------------------	------------

Gráficos

Introdução

I-1 - Fluxos de Capitais Externos - México/ A. Latina e Caribe	2
I-2 - Crescimento Econômico e “Investimentos Externos”	3

Primeiro Capítulo

1-1 - Taxas de juros do Plano Brady e dívida original.....	31
1-2 - Redução anual no desembolso em função da LIBOR.....	32
1-3 - Desconto nos juros da dívida original em função da LIBOR.....	33
1-4 - Taxas de Juros - Plano Brady e dívida original	34
1-5 - Desconto/acréscimo dos juros sobre a dívida original.....	37

Segundo Capítulo

2-1 - Salários reais por setor econômico	58
2-2 - Taxas de inflação e crescimento econômico.....	69
2-3 - Indicador das finanças públicas.....	71
2-4 - Termos de troca	77
2-5 - Índice de Preços - geral, bens comerciáveis e bens não-comerciáveis....	80
2-6 - Taxa de câmbio e valores máximo e mínimo de intervenção.....	83
2-7 - Taxa de câmbio real - México (1980-1993).....	85
2-8 - Relação entre a tarifa real de importação e a taxa real de câmbio	90
2-9 - Tarifa nominal e tarifa real de importação	92
2-10 - Crescimento acumulado das exportações do setor manufatureiro.....	108
2-11 - Balança Comercial - México 1989 - 1993.....	115

Terceiro Capítulo

3-1 - Taxas de juros nos Estados Unidos.....	134
3-2 - Taxas de juros e valorização cambial.....	145
3-3 - Número de empresas estatais.....	150
3-4 - Composição percentual dos investimentos externos.....	162
3-5 - Contribuição do setor externo à poupança pública.....	171
3-6 - Taxas de investimento e fluxos de capitais externos.....	176
3-7 - Investimento externo direto	178

Tabelas

Primeiro Capítulo

1-1 - Resumo das opções de troca da dívida original por novos títulos.....	19
1-2 - Cauções para a garantia da dívida	29
1-3 - Redução/acréscimo nos juros da dívida original.....	36
1-4 - Estoque da Dívida Externa Mexicana.....	41
1-5 - Indicadores de endividamento externo.....	43
1-6 - Dívida externa total.....	47
1-7 - Dívida externa/exportações 1980/1993.....	48

Segundo Capítulo

2-1 - Cronograma de redução tarifária.....	60
2-2 - Exportações totais do México.....	61
2-3 - Indicador das finanças públicas.....	71
2-4 - Crescimento e composição das exportações manufatureiras	104
2-5 - Balança comercial / PIB.....	117

Terceiro Capítulo

3-1 - Endividamento e desempenho econômico 1976 - 1982.....	128
3-2 - Resposta do Banco Central à entrada de capitais.....	143
3-3 - Dados sobre a venda de empresas públicas	152
3-4 - Empresas privatizadas 1982-1993.....	153
3-5 - Investimentos externos 1989-1993	161
3-6 - Resumo balanço de pagamentos	164
3-7 - Endividamento externo do setor público e juros da dívida pública externa	165
3-8 - Decomposição das taxas de empréstimos.....	167
3-9 - Poupança e investimento	170
3-10 - Oferta e consumo total - México 1984 - 1992.....	174

Figuras

Segundo Capítulo

2-1 - “Backward linkages” e “forward linkages” na indústria maquiladora...	112
--	-----

Quarto Capítulo

4-1 - Fluxograma de eventos	182
-----------------------------------	-----

Apresentação e Agradecimentos

Esta tese foi desenvolvida entre setembro de 1993 e dezembro de 1994, graças a uma bolsa fornecida pela CAPES-Fulbright. Com a crise econômica ocorrida ao final de dezembro de 1994, muitas verdades sobre a economia mexicana, até então ocultas pelas autoridades mexicanas, vieram à tona. Após a crise econômica de dezembro de 94 optei por manter a estrutura inicial da tese, mesmo correndo o risco de ser redundante em temas que hoje são amplamente conhecidos. Diante disso pode ocorrer que, a alguns, muitas das conclusões aqui apresentadas pareçam óbvias. Posso garantir que não eram durante o período de pesquisa.

Naquele período minha maior dificuldade foi conseguir dados confiáveis, que tive de “peneirar” dos relatórios econômicos sempre otimistas do governo mexicano. No Center for US-Mex Studies, na Universidade da Califórnia em San Diego, onde desenvolvi esta pesquisa, não foram poucos aqueles que viram com ceticismo as propostas deste trabalho. A dívida externa mexicana sequer era discutida e inclusive era tratada como um problema menor, e já superado. Muitos propunham a mudança do tema, sugerindo que eu deixasse de criticar o modelo mexicano e exaltasse suas qualidades. O México vivia seu apogeu e era tido como exemplo a ser seguido por toda a América Latina. Muitos noticiavam a entrada do México no primeiro mundo. Vivia-se as expectativas de aprovação do NAFTA pelo congresso norte-americano e as reformas empreendidas pelo governo mexicano eram vistas como exemplares e salvadoras. Não foram poucos os que exaltaram o Presidente Salinas como o grande estadista da América Latina, merecedor de um lugar relevante na história contemporânea, por ter implementado um modelo econômico amplamente elogiado pela comunidade financeira internacional.

salvadoras. Não foram poucos os que exaltaram o Presidente Salinas como o grande estadista da América Latina, merecedor de um lugar relevante na história contemporânea, por ter implementado um modelo econômico amplamente elogiado pela comunidade financeira internacional.

No período de pesquisas tive a oportunidade de discutir o tema de minha pesquisa com Albert Fishlow (Berkeley), Guillermo Calvo (FMI), Nora Lustig (The Brookings Institution) e Jaime Moreno (CEPAL), aos quais agradeço as sugestões. A crítica mais contundente ao modelo econômico adotado pelo governo Salinas veio do economista mexicano Jaime Ros, pesquisador em Notre Dame, com quem discuti pontos importantes deste trabalho, e a quem agradeço. Este sim, voz dissonante entre os demais economistas citados, demonstrou a fragilidade da economia mexicana, a despeito de todo o otimismo vigente na época.

Tive ainda a grata oportunidade de conviver com o economista Enrique Dussel (UNAM), um crítico lúcido da forma como o governo mexicano procedeu com a abertura comercial, e que me forneceu farto material sobre a indústria manufatureira.

Gostaria ainda de agradecer ao meu orientador, Dr. Luiz Carlos Bresser Pereira, a quem admiro pela capacidade intelectual e tenacidade. O tempo demonstrou que muitas de suas idéias, avançadas para a época, estavam corretas.

Introdução

Durante a década de 80 a América Latina foi palco de grandes mudanças econômicas. A crise da dívida externa, a partir de 1982, deixou como legado a fuga de capitais, a ausência de crédito nos mercados internacionais, elevadas taxas de inflação e recessão econômica. Quase uma década de dolorosos ajustes foi necessária para que a América Latina restaurasse a credibilidade perdida e voltasse a receber fluxos positivos de capitais externos.

A reversão de expectativas negativas quanto ao futuro econômico da região se deveu, em grande parte, à crença dos investidores de que a dívida externa - principal motivo que originou a crise econômica - fora adequadamente equacionada pelo Plano Brady. Além disso, as reformas econômicas em andamento - programas de privatização, abertura comercial e desregulamentação financeira - parecem mostrar que a região finalmente cedeu à orientação neo-liberal, desistindo da estratégia de substituição de importações que a caracterizou no passado.

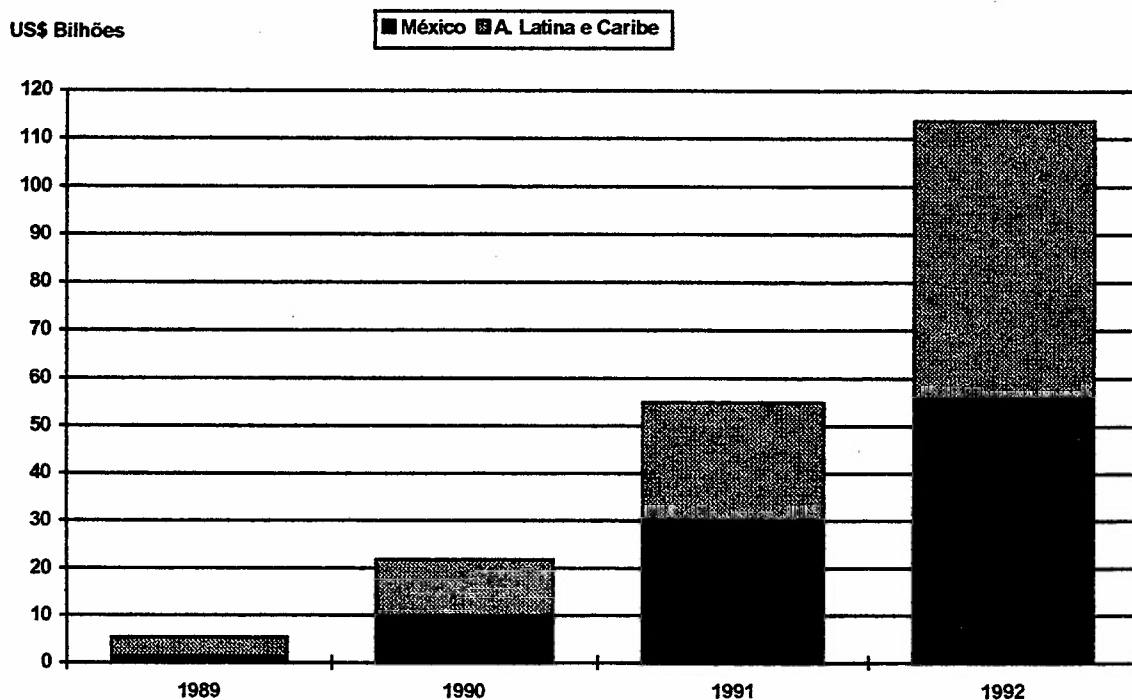
O México é um exemplo típico: iniciou suas reformas econômicas tão logo eclodiu a crise de sua dívida externa. Adotou amplo programa de privatizações, promoveu a abertura comercial e desregulamentou seu mercado financeiro. O México foi também o primeiro país a renegociar sua dívida externa sob o Plano Brady. O resultado deste acordo foi comemorado - tanto pelo governo mexicano como pela comunidade internacional - e sua dívida externa deixou de ser considerada como questão relevante. A adesão ao NAFTA - North American Free Trade Agreement - mostrou a disposição do governo mexicano em mudar sua economia, de altamente regulamentada e

intervencionista, para uma economia aberta aos investimentos externos e orientada segundo as forças de mercado.

Talvez por esses motivos o México tenha sido eleito como o país preferencial do capital externo. Dados do BID mostram que, entre 1989 e 1992, o México recebeu a metade dos fluxos de capitais externos que se dirigiram à América Latina e Caribe, embora sua economia represente um quinto da economia da região (Gráfico I-1) ¹.

Gráfico I-1

Fluxos de Capitais Externos - México/A.Latina e Caribe



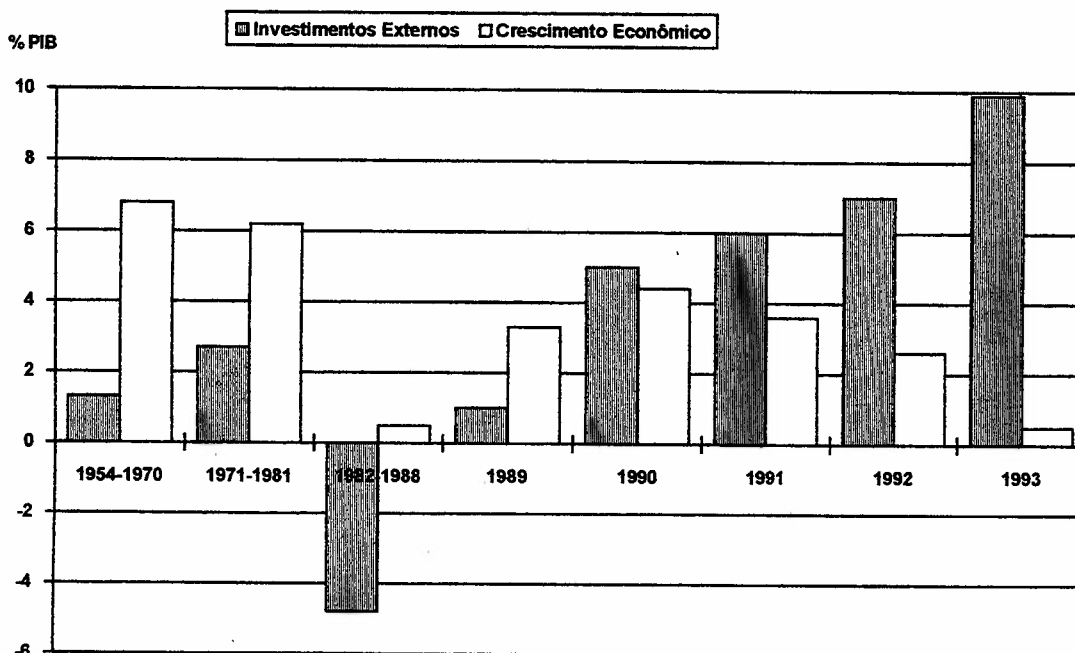
Fonte : BID (1993). Os valores estão acumulados, a partir de 1989.

¹ Medido pela conta capital no balanço de pagamentos. Do total de US\$ 113,6 bilhões, o México recebeu US\$ 56,25 bilhões. (BID 1994 - Tabelas D-11 e B-1)

Este otimismo se mescla, contudo, com uma nova preocupação: o modesto crescimento econômico em resposta ao capital externo. Em 1993, por exemplo, o México reportou em seu balanço de pagamentos a entrada de US\$ 33,3 bilhões em “investimentos externos” e cresceu apenas 0,5% em termos reais. Ou seja, recebeu mais de 9% de seu Produto Interno Bruto em denominados “investimentos externos” sem, praticamente, apresentar crescimento econômico. Aliás, o ano de 1993 apresentou queda na renda per capita e o quarto ano consecutivo de desaceleração econômica. Com este resultado, a economia mexicana esteve longe de apresentar o desempenho que a caracterizou do pós-guerra até o início dos anos 80 (Gráfico I-2).

Gráfico I-2

Crescimento Econômico e “Investimentos Externos”



Fonte: Cálculo do autor com base em dados do Banco do México. “Investimento externo” conforme reportado no balanço de pagamentos do Banco do México.

Diante destas considerações, surgem algumas dúvidas pertinentes que norteiam esta pesquisa:

1. Por que o México, após lograr estabilizar seus preços e adquirir razoável confiança interna e externa na forma de crescente fluxo de capitais externos, respondeu com modesto crescimento econômico?
2. Estaria a questão da dívida externa adequadamente equacionada através da renegociação sob o Plano Brady ? Não será possível que parte considerável do fluxo de capitais tenha sido canalizado para o pagamento do serviço da antiga dívida externa ?
3. De que forma o esforço em atingir maior competitividade (abertura comercial) e em reduzir as taxas de inflação (âncora cambial) afetou o crescimento econômico mexicano ?
4. Por que desta vez o capital externo pouco contribuiu para o crescimento econômico no México?

A resposta a essas perguntas permitirá testar a principal hipótese desta tese:

Hipótese: O baixo crescimento econômico do México no período 1989-1993 se deveu ao desequilíbrio externo gerado por sua dívida externa e por seu elevado déficit comercial. Esses desequilíbrios e a taxa de câmbio valorizada inibiram os investimentos internos. O capital externo pouco contribuiu para o aumento do investimento total, mas foi majoritariamente utilizado para cobrir os desequilíbrios mencionados.

Delineado o cenário, o período estudado compreende os cinco primeiros anos do sexênio do presidente Carlos Salinas de Gotari, de 1989 até 1993. A literatura utilizada na pesquisa é recente e diversa.

Por se tratar de pesquisa empírica, os dados necessários para a análise e interpretação foram fornecidos pelo Banco de México, INEGI, SECOFI, CEPAL, Fundo Monetário Internacional e BIRD, entre outros.²

² Ver abreviações e acrônimos, p. 199.

Primeiro Capítulo

A Renegociação da Dívida Externa Mexicana

Pode-se considerar que desde a crise da dívida externa em 1982, as negociações entre os países devedores e os bancos credores passaram por três fases. A primeira delas, sob o pressuposto de que se tratava de um problema de curto prazo, foi caracterizada pela ausência de propostas definidas. A incapacidade em cumprir com o serviço da dívida levou a constantes renegociações e adiamento da solução definitiva. A segunda fase, com a introdução do Plano Baker em 1985, também fracassou. Em termos práticos não trouxe propostas para uma solução definitiva do problema. A ajuda financeira, do FMI, BIRD e bancos credores, foi insuficiente para reduzir o peso da dívida externa. A terceira fase, a partir de 1989, com o Plano Brady, passou a oferecer propostas alternativas - a securitização da dívida e o "de-linking" entre bancos credores e organismos oficiais - enfim, antigas reivindicações dos países devedores. O México foi o primeiro país a aderir ao Plano Brady. Este capítulo avalia o resultado financeiro obtido no acordo após 3 anos e meio de sua vigência, e responde se foi suficiente para afastar definitivamente a questão da dívida externa mexicana.

O sexênio do Presidente Miguel De La Madrid (1982-1988) foi marcado pelo início das grandes mudanças na economia mexicana, e pelos sacrifícios impostos à população para superar o que até então foi a maior crise econômica de sua história contemporânea. Os profundos ajustes econômicos foram realizados devido à recusa dos bancos credores em continuar emprestando ao México e devido à conseqüente necessidade de transferência líquida de capitais ao exterior. O resultado imediato foi a queda do investimentos público e privado, redução dos salários reais e o aumento das taxas de inflação. Durante todo o sexênio, o crescimento do produto foi de apenas 0,5% e a renda per capita reduziu-se em 1,8 %. ³

A necessidade de consolidar o balanço de pagamentos e servir à dívida externa obrigou o México a constantes renegociações com os bancos credores. O alívio nos desembolsos, fruto dessas renegociações, era pouco representativo e custava caro ao país: além de apenas se limitar ao refinanciamento do valor principal da dívida, era acordado às custas da elevação nos juros. Buffie (1989:447), por exemplo, cita que o preço da renegociação custava, em muitos casos, o equivalente a 1% de juros adicionais, sob a forma de “spread”. ⁴

A crescente dificuldade em cumprir com os compromissos da dívida externa não se limitava apenas ao México, mas estendia-se a países com menor grau de endividamento. Na ocasião, os bancos credores recusavam propostas que incluísse uma redução, total ou parcial, do estoque da dívida existente.

³ Lustig (1992a:41)

⁴ “The price for lengthening the repayment period was a 1 percent restructuring fee and an increase in the interest rate of approximately one percentage point. Whereas the previously contracted debt involved spreads of 0,83 and 0,66 percentage points over the U.S. prime rate and LIBOR, respectively, the restructured debt gave lenders the option of a rate 1.75 percentage points over the prime rate or 1.875 percentage points over LIBOR (...)”

Ver também o Anexo A.1 p.188.

Acreditavam que as dificuldades econômicas eram passageiras e que austeridade fiscal, ajustes estruturais e o financiamento parcial dos juros permitiria combinar o pagamento do serviço da dívida ao retorno do crescimento econômico.

Com o decorrer do tempo, a relutância dos bancos credores em aceitar a redução da dívida externa passou a contrastar com a disposição do mercado. No mercado secundário esses títulos eram negociados com descontos crescentes, o que implicitamente, era admitir ser impraticável cobrá-los *in totum*.⁵ Esta percepção do mercado também se estendia ao preço das ações dos bancos credores, cuja queda antecipava a redução de suas margens de lucros. A negativa em dividir os custos dos ajustamentos com os países devedores e a incapacidade em se encontrar uma solução alternativa levaram a constantes negociações, nas quais o resultado mais evidente foi o “muddling through” - ou seja, o afastamento provisório do problema :

“(…) A partir desse reconhecimento, a estratégia dos credores deixou de chamar “financiamento e ajustamento” para receber o nome, hoje corrente entre os credores, de *muddling through*, cuja melhor tradução para o português é “empurrar com a barriga ” (...) ” Bresser Pereira (1989:35)

Em outubro de 1985, três anos após a moratória declarada pelo México, o Secretário do Tesouro Americano, James Baker, apresentou uma nova proposta para o problema da dívida externa. A proposta se baseava na concessão de novos financiamentos para o serviço da dívida externa a países que adotassem planos de ajustamento orientados pelo FMI e BIRD. Uma vez

⁵ Ver Sachs (1989)

aprovados os programas de ajustamento por esses organismos, seriam outorgados créditos adicionais. Esses créditos de US\$ 9 bilhões, somados à complementação oferecida pelos bancos comerciais (US\$ 20 bilhões, durante 3 anos) permitiriam aliviar o serviço da dívida externa e a volta do crescimento econômico desses países.⁶

O Plano Baker apresentou resultados distintos para credores e devedores. O “Programa de Crescimento Sustentado”, como fôra denominado, falhou em reduzir o peso da dívida dos países endividados. Os bancos comerciais não só estiveram longe de cumprir com o financiamento inicialmente proposto, como diminuíram sua exposição com devedores latino-americanos.⁷ Dados do Banco Mundial mostram que a renda per capita de 17 países que aderiram ao Plano Baker (e que estavam em 1985 com uma renda per capita inferior à de 1982), declinou ainda mais entre 1985 e 1988, período de vigência do Plano. A taxa de crescimento do PIB per capita da América Latina e Caribe, que fôra de 1,5% em 1986, diminuiu para 0,9% em 1987 e caiu para 1,2% negativos em 1988. A taxa de inflação subiu de 65% para 199% e a seguir para 779%, respectivamente.⁸ Ao fim de 1987, vários países endividados suspenderam unilateralmente os pagamentos de sua dívida externa.⁹

Em termos práticos, o Plano Baker adotou o mesmo princípio de renegociação da dívida externa, desde 1982. Para financiar o “gap” no balanço

⁶ Os créditos adicionais somariam US\$ 9 bilhões, os bancos comerciais entrariam com US\$ 20 bilhões, durante 3 anos.

⁷ Ver Portela Filho (1992).

⁸ Ver BIRD (1989:13), Devlin (1989) e Cline (1989:178).

⁹ Bolívia, Brasil, Costa Rica, Equador, Honduras, Nicarágua, Panamá, República Dominicana e Peru. Ver Sachs (1989a:26)

de pagamentos, o país devedor receberia ajuda financeira somente após renegociar seus débitos em atraso com os bancos comerciais e aceitar os programas de ajustamento impostos pelo Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. Esses programas de ajustamento eram recessivos, com elevado custo social.

Com este procedimento, o estoque da dívida externa permanecia praticamente intacto (ou aumentava, se parte dos juros em atraso fossem incorporados ao valor principal da dívida), adiavam-se as amortizações e cobravam-se os juros em sua totalidade. Em contrapartida, os bancos comerciais se comprometiam a manter as linhas de crédito de curto prazo segundo um valor mínimo especificado, condicionado ao cumprimento do acordo.

A continuidade da estratégia de “muddling through” além de não trazer nenhuma solução ao problema da dívida externa, transmitia uma série de incertezas à economia doméstica e mantinha o país devedor sob constante pressão. O caráter de curto prazo das negociações desestimulava investimentos de longo prazo e fomentava a fuga de capitais, agravando ainda mais os problemas econômicos dos países endividados. O alívio obtido durante as renegociações mostrava-se insuficiente. Era comum, após pequeno período, que os países devedores voltassem à mesa de negociação pela incapacidade de cumprir os termos do acordo.

Embora no mercado secundário os títulos da dívida externa fossem negociados com descontos, existiam cláusulas legais que impediam que o país

devedor se beneficiasse desses descontos. A cláusula “ pro rata ” ¹⁰ não consentia que o país devedor negociasse com credores individuais e tivesse, com isso, maior poder de barganha. A ausência de resultados práticos dessa estratégia fez aparecer propostas alternativas. Afinal, a estratégia de “muddling through”, como a própria expressão sugere, não solucionava o problema, apenas o adiava. O fato do mercado secundário aceitar a redução, corroborava a tese da necessidade de se dividir o peso da dívida entre credores e devedores. A forma possível seria através do instrumento de redução do débito ou redução dos juros , ou seja, através de instrumentos de securitização da dívida .

Baseado no fracasso da estratégia “muddling through”, o Brasil apresentou em Viena, em setembro de 1987, proposta que incluía o princípio da securitização parcial da dívida externa. A proposta sugeria a troca de títulos da dívida externa por novos títulos, que refletissem o desconto praticado no mercado secundário. Além disso, propunha o “de-linking ” nos acordos com agências multilaterais e bancos credores .¹¹ Esta iniciativa foi amplamente rejeitada pelos bancos credores e pelo governo dos EUA, mais pela ousadia nela contida que pelo seu pragmatismo, que refletia a situação do mercado. Contudo, a partir daquela data, as demais propostas de solução da dívida se imbuíram deste princípio. Desta vez, as manifestações partiram não só dos países endividados como também por líderes políticos de países credores - Bill Bradley (Senador dos EUA), Kiichi Miyazawa (Ministro das Finanças do Japão) e François Mitterand (Presidente da França) e mesmo de representantes de bancos comerciais, como o presidente do American Express Bank.¹² Em

¹⁰ Ou “sharing clause”, típica em empréstimos de sindicatos de bancos, em que os pagamentos aos credores são compartilhados entre os membros do sindicato.

¹¹ Ver Bresser Pereira (1989:235)

¹² James D. Robinson III , em “Dívida Externa - Crise e Soluções” Bresser Pereira (1989: 247-274)

contraste com o poder executivo, o congresso americano passou a discutir proposições nesse sentido.

Em 1988 o México propôs trocar US\$ 20 bilhões de sua dívida pública por US\$ 10 bilhões em novos títulos. Refletia, nesta proposta, o desconto de 50% praticado no mercado secundário. Os novos títulos oferecidos seriam lastreados com títulos do tesouro norte-americano, comprados a partir das reservas mexicanas. Ainda em 1988, a Bolívia conseguiu redução de parte de sua dívida externa através da recompra de seus títulos pelo valor praticado no mercado secundário. Nesta operação contou inclusive com o financiamento do FMI. Em suas negociações com bancos credores, Argentina e Chile (1988) também passaram a apresentar propostas que incluíam a securitização da dívida.¹³ O Brasil, por sua vez, pressionado a suspender a moratória de sua dívida externa assinou, em 1988, um acordo convencional com os bancos credores. O acordo não incluía qualquer forma de securitização da dívida externa. No ano seguinte voltou à moratória por estrita falta de recursos para cumprir com os termos deste acordo.

Com o fracasso do Plano Baker, que desconsiderava a possibilidade de securitização da dívida, o novo Secretário do Tesouro dos EUA, Nicholas Brady, propôs, em março de 1989, um novo tratamento para a dívida externa. O Plano Brady (como ficou conhecido) reconhecia, através de instrumentos de securitização, a impossibilidade de seu pagamento integral:

¹³ Ver Devlin (1989a:8-17)

(...) The need for commercial debt reduction (or debt service reduction) is recognized from the moment when both a country and its commercial creditors conclude that the existing stock of debt can never be fully service, even though the country has embarked on a far-reaching adjustment program (...) (Mukherjee, 1991:3)

Para Devlin (1990:83), o Plano Brady trazia quatro inovações. A primeira, por sugerir a suspensão das cláusulas “pro-rata” (sharing clause) e “negative pledge” por um período de três anos. Essas cláusulas dificultavam as operações de recompra e securitização da dívida pois exigiam igual tratamento para os bancos credores por parte dos países devedores (ou anuência dos demais credores). O perdão para o “negative pledge” normalmente exigia a adesão de 50% a 66% enquanto que a cláusula “pró-rata” exigia a adesão de 95% a 100% dos bancos credores.¹⁴ A segunda inovação por exortar os países credores a revisarem suas disposições legais, normativas, contábeis e tributárias, no intuito de incentivarem os bancos de seus países a participar de operações de redução da dívida. A terceira, por chamar a colaboração de agências multilaterais, como o FMI e o Banco Mundial, para financiar as cauções dos novos títulos e suprir as reservas dos países endividados em operações de recompra. Finalmente, por incorporar a antiga reivindicação - “de-linking” - entre o FMI e bancos privados, item que constava na proposta apresentada pelo Brasil, em Viena, à qual me referi anteriormente (p. 11). Em termos práticos, isto permitiria ao Fundo Mundial desembolsar recursos para programas de ajustamento, mesmo quando o país devedor não tivesse concluído suas negociações com os bancos credores comerciais.

¹⁴ Ver Devlin (1989a)

A princípio, o Plano Brady foi bem recebido pois incorporava uma série de antigas reivindicações dos países credores. Contudo deixou no ar uma série de desconfiças quanto à sua eficácia devido, principalmente, ao acanhamento com que foi apresentado. A redução na dívida, por exemplo, prevista inicialmente em 20%, foi considerada insuficiente. O financiamento disponível para as operações de recompra também foi avaliado como limitado.

¹⁵ Com base nos preços praticados no mercado secundário, os US\$ 30 bilhões reunidos em dinheiro público só seriam suficientes para financiar a redução líquida de 13% a 14% da dívida externa (e seu correspondente serviço) para a América Latina e Caribe.¹⁶ Os países endividados esperavam que os descontos em seus débitos refletissem os preços no mercado secundário. Isto porém, não ocorreu.¹⁷

¹⁵ " By just taking into account the Baker 17 countries, where there is some US\$ 375 billion of obligations with commercial creditors, it is clear that the US\$ 29 billion already committed to the Brady Plan could support no more than a very partial reduction of the debt overhang(...)" (Devlin 1989a:25)

¹⁶ Ver CEPAL (1990:14)

¹⁷ A excessão cabe à Costa Rica, que conseguiu descontos consideráveis na negociação de sua dívida externa. Ver Portela Filho (1992)

México, primeiro teste para o Plano Brady

O México tinha pressa em obter um acordo favorável para sua dívida externa. Isto devia-se não só a motivos financeiros, mas também políticos. O novo presidente, Carlos Salinas de Gortari, do Partido Revolucionario Institucional (PRI) iniciava seu mandato sob forte acusações de fraude eleitoral. Além disso, durante a campanha eleitoral, a oposição explorara convincentemente o tema da dívida externa, chamando a atenção para os custos sociais que causava ao México e clamando abertamente por nova moratória. O serviço da dívida externa consumira mais que 6 % do PIB durante o sexênio anterior, de Miguel de la Madrid.¹⁸ Estas transferências líquidas praticamente anularam o crescimento do PIB naquele período. Os salários reais, por sua vez, encontravam-se 40% abaixo dos níveis de 1980. O próprio governo que tomava posse admitia a necessidade de redução do débito externo, embora evitasse os termos “moratória” ou “confrontação”. As inúmeras tentativas, fracassadas, de se obter um acordo factível e de longo prazo haviam tornado o problema aparentemente insolúvel, resultando em desconfiças e incertezas quanto ao futuro econômico do país. Para evitar a fuga de capitais, o governo De la Madrid mantinha as taxas de juros internas extremamente elevadas. Com essas restrições, qualquer iniciativa governamental de retomar o crescimento econômico tornava-se “self-defeating”. Isto posto, torna-se fácil perceber que um resultado favorável no acordo da dívida poderia reverter as expectativas negativas, tanto interna como externamente e fortalecer politicamente o novo governo.

¹⁸ Ver Gurria (1993:cuadro 14)

Em Dezembro de 1988, em seu discurso inaugural de posse, o Presidente Salinas determinou que o Ministério da Fazenda iniciasse a renegociação da dívida externa, com metas de redução do serviço da dívida e com prazos longos de vigência.¹⁹ O Plano Brady surgiu, neste momento particular, como uma grande oportunidade ao México. Em abril de 1989, apenas um mês após o anúncio do Plano Brady (sem que as propostas do plano estivessem claras), o governo mexicano anunciou sua adesão. Em julho do mesmo ano concluiu o acordo preliminar com os bancos credores. Em setembro assinou o “term sheet”. Em março de 1990 assinou o acordo definitivo, retroativo a julho de 1989.

Ao final de 1988, a dívida externa mexicana atingira US\$ 100,4 bilhões, assim distribuídos:

Bancos Comerciais

Setor Público	:	US\$ 65,1 Bilhões	
Setor Privado	:	US\$ 5,5 Bilhões	US\$ 70,6 Bilhões

Outros Créditos

Setor Público	:	US\$ 28,8 Bilhões	
Setor Privado	:	US\$ 1,0 Bilhão	US\$ 29,8 Bilhões

Total

US\$ 100,4 Bilhões

¹⁹ Ver Aspe (1993:138)

O equivalente a US\$ 48,2 bilhões de dólares (representando, à época, 63% do total da dívida pública externa) referentes ao período 1989-1994 foram renegociados.²⁰ No início das negociações, os representantes do governo mexicano solicitaram 55 % de desconto sobre o total do débito. O comitê de bancos credores, por sua vez, propôs 15 %. Após as negociações, o acordo final, anunciado por ambas as partes, previu a redução equivalente a 35%, ou seja, a metade entre o valor solicitado e o proposto.²¹ Em 23 de julho de 1989, o Presidente Carlos Salinas de Gortari fez pronunciamento em cadeia nacional de rádio e televisão, anunciando a redução do valor do principal da dívida e das taxas de juros a serem pagas no novo acordo:

“Quiero informales que hace unos momentos se concluyó con el Comité de la banca internacional el acuerdo que permite resolver el problema del endeudamiento externo excesivo de nuestro país. El arreglo significa que, sobre la base de 53 mil millones de dólares de deuda externa que el gobierno mexicano tiene con los bancos comerciales del mundo, se logrará una reducción del 35% del principal, o un abatimiento de alrededor de 40% de la tasa de interés. Algunos bancos optarán por seguir financiando el desarrollo del país. El resultado de la negociación satisface los requisitos que establecí en mi discurso de toma de posesión, ya que permite reducir las transferencias al exterior y reiniciar, de manera gradual pero sostenida, el crecimiento de nuestro país (...)”
Reproduzido em Gurría (1994:257)

O desconto a que se referiu o Presidente mexicano e o comitê de bancos credores fora estimado a partir das várias opções de troca da dívida original por novos títulos e que podem ser condensados em três principais:

²⁰ Dados do Banco do México (1989)

²¹ Wijnbergen (1990:13)

- a) **Opção 1:** Troca do antigo débito por novos títulos "discount bonus", com 35% de desconto, trinta anos de maturidade, com juros flutuantes de 81 pontos (13/16%) acima da LIBOR.
- b) **Opção 2:** Troca do antigo débito por novos títulos "par bonds", sem descontos, trinta anos de maturidade, com taxas de juros fixas de 6,25%.
- c) **Opção 3:** Novos empréstimos de 25% do valor do restante da dívida não trocada pelas opções 1 e 2, com juros flutuantes de 81 pontos (13/16%) acima da LIBOR, mantendo inalterado o valor principal do antigo débito.

As opções 1 e 2 garantiriam o pagamento do valor principal (em sua totalidade) através da compra, pelo governo mexicano, de títulos de "cupon zero" emitidos pelo tesouro norte-americano.²² O pagamento dos juros também seriam garantidos (por um período de 18 meses), cujo valor equivalente seria depositado em conta especial - "escrow-account". A garantia do pagamento dos juros seria automaticamente transferida para o período seguinte, caso não fosse utilizada. Ambas garantias ficariam indisponíveis até a quitação da dívida, prevista para o ano 2019. Além disso, a partir de 1996, as opções 1 e 2 dariam direito a "cláusulas de captura" (essas cláusulas permitem aumentar o retorno dos títulos em até 3% de seu valor, em 30% da receita adicional de petróleo caso o preço exceda US\$ 14,00 o barril, em termos reais). Caso o preço do petróleo caia a valores inferiores a US\$ 10,00 o barril, o México terá direito a receber US\$ 1 bilhão em novos empréstimos.

²² Os títulos de cupon zero não pagam juros anualmente, que são capitalizados para o período seguinte, até a sua maturidade, quando então é pago o valor de face do título. Para isso, o título é vendido com o desconto referente a capitalização dos juros.

Os bancos credores participantes tiveram ainda a oportunidade de converter US\$ 3,5 bilhões da dívida original em capital (“debt-swap”).

Ao final, cerca de 42,6 % dos títulos foram trocados pela opção 1 (“discount bonds”); 46,5% foram trocadas pela opção 2 (“par bonds”); e 10,9 % fizeram a opção por novos empréstimos, conforme pode ser observado na Tabela 1-1.

Tabela 1-1

Resumo das opções de troca da dívida original por novos títulos

Opção	Redução do Principal	Juros (%)	Novos Empréstimos	Garantias Principal e Juros	Cláusula de Captura	Percentual trocado pelos novos títulos
1	35%	$\ell + 13/16$	Não	Sim	Sim	42,59%
2	Não	6,25	Não	Sim	Sim	46,50%
3	Não	$\ell + 13/16$	Sim	Não	Não	10,91%

Fonte: Banco de México (1989). ℓ = LIBOR (6 meses)

Resultados do Plano Brady para a economia mexicana

O México festejou o resultado do acordo como vitória para seus negociadores. O acordo teve ampla e favorável repercussão internacional e foi exaltado como exemplo a ser seguido por outros países devedores. As críticas e desconfianças quanto a seu resultado efetivo ficaram restritas a poucos economistas, especialmente para os defensores da securitização da dívida. Para esses economistas, o desconto anunciado no acordo com o México foi considerado pequeno por estar longe do valor dos títulos negociados no mercado secundário. Para títulos como os da dívida externa mexicana, negociados com 64% de desconto sobre o valor de face (ou seja 36,0 centavos por dólar) ²³, o desconto previsto no acordo esteve longe de alcançar esse valor. Vale lembrar que o princípio que norteava a securitização da dívida era justamente obter descontos que refletissem o valor dos títulos negociados no mercado secundário. ²⁴ Por trás disto existia uma razão óbvia: a percepção que o mercado tinha da relativa capacidade de pagamento de determinado país. Por este motivo, os preços no mercado secundário variavam de país a país. Logo, se o desconto permanecia menor que aquele praticado pelo mercado secundário, persistia a desconfiança quanto à capacidade de pagamento do país devedor.

A redução no desembolso dos juros, a partir das taxas de juros vigentes na época, foi prevista por Lustig (1992: 56) em US\$ 1 bilhão ao ano, para os

²³ Lustig (1989) e Wijnbergen (1989). US\$ 0,36 é baseado no preço médio do título um mês antes do Plano Brady ser anunciado (março de 1989) BIRD (1993:39).

²⁴ "A redução das taxas de juros poderia ser estabelecida aproximadamente com base no valor da dívida no mercado secundário. Para um país cuja dívida hoje se vende por 15% do seu valor nominal, por exemplo, as taxas de juros poderiam ser reduzidas a 15% da taxa de juros do mercado." (Sachs, 1989:96).

primeiros cinco anos. Isto equivaleria a apenas 10% do valor total dos juros que estavam sendo pagos. Da mesma forma, a exigência de cauções para as opções 1 e 2 como garantias do principal e juros, também foi considerada elevada pois representou cerca de 15% da dívida original (ver Tabela 1-2 p. 29). A partir dessas limitações, a redução efetiva dos juros a serem pagos parecia insuficiente para aliviar o peso da dívida externa.

Por outro lado, mesmo que o desconto fosse inexpressivo, o acordo era visto, no México, como um grande passo para a volta da credibilidade interna e externa. Suas taxas de juros internas, que chegaram a remunerar quase 50 % em termos reais "ex-post" semanas antes do anúncio do acordo da dívida, caíram para 35% na semana posterior, refletindo a diminuição da taxa de risco implícita.²⁵ Wijnbergen (1990:7) estimou que, no patamar em que se praticavam as taxas de juros pré-acordo (30% em termos reais como média para o ano de 1989), o governo necessitaria de mais de 6% do PIB, em receitas extras, somente para o serviço da dívida interna. Esta condição era insustentável no longo prazo. E embora as taxas de juros reais ainda estivessem elevadas, sua queda relativa é sempre apontada como um expressivo resultado indireto do acordo.

A volta do capital externo é outro fato constantemente relacionado como resultado positivo do acordo. De fato, após esta data, observou-se expressivo fluxo de capitais externos em direção ao México.²⁶

²⁵ Dados do Banco de México.

²⁶ O fluxo de capitais e sua alocação serão melhor analisados no terceiro capítulo.

No plano político, o governo saiu fortalecido e soube vender a idéia que o resultado da renegociação foi amplamente favorável ao México. O programa de reformas econômicas teve continuidade e a oposição interna foi aplacada. O governo mexicano e as agências multilaterais compartilhavam a idéia que o resultado da renegociação da dívida externa e a volta da confiança na economia mexicana permitiria atingir a meta de crescimento econômico ²⁷ do sexênio Salinas:

“The dominant view, especially in government and multilateral circles, is that the agreement is consistent with the growth targets stated by the Mexican government in their development plan, an which were also ratified by the multilaterals (IMF and the World Bank) as part of lending policy for Mexico. This view presumes a gradual recovery from a yearly output growth rate of nearly 3% in 1989 to rates approximating an annual average rate of growth of 5% for the 1992-1994 period (...)” (Lustig 1990:5)

²⁷ O “Plan Nacional de Desarrollo - 1988-1994”, do governo mexicano, previa o crescimento anual médio em 6%.

Cálculo da redução da dívida externa

Considerando a complexidade da negociação e as várias opções de troca do antigo débito por novos títulos, é comum se perguntar: qual a efetiva redução da dívida proporcionada pelo acordo ?

Seu valor exato ainda gera controvérsias. Em primeiro lugar por não existir um critério comum de cálculo e em segundo, por se tratar da troca de títulos com juros flutuantes por títulos que combinam taxas de juros fixas e flutuantes, acrescidos de novos empréstimos. Além da dificuldade no cálculo matemático, alguns autores consideram em seus cálculos os efeitos indiretos do acordo, de difícil mensuração, levando a diferentes resultados e interpretações. Obviamente, se a redução nas taxas de juros internas e o retorno do capital externo forem atribuídos única e exclusivamente ao resultado do acordo, seu resultado deve ser considerado excepcional. Porém, o resultado será mais pragmático se o cálculo se restringir à redução do valor principal da dívida e à redução no pagamento dos juros vis-à-vis o pagamento dos juros do antigo débito.

Para se calcular a redução do valor principal, deve-se considerar apenas a opção 1, da tabela 1-1 (p.19). Neste caso, a troca de títulos por “discount bonds” reduziu em US\$ 7,19 bilhões o valor de face da dívida original.²⁸ As demais opções (2 e 3) não reduziram o valor dos títulos. Esta redução equivale, contudo, ao valor das cauções - US\$ 7,10 bilhões obtidos, em grande parte, através de novos empréstimos. O valor exigido pelas cauções obrigou o governo mexicano a contrair novos empréstimos em valor tal que eliminaram a

²⁸ Isto equivale a 14,1% da dívida original.

redução no valor principal.²⁹ Esta visão é aceita até mesmo pelo Banco Mundial, organismo que concedeu novos empréstimos ao governo mexicano como parte do acordo da dívida:

“(...)Partly offsetting the reduction in private debt was an increase in official lending to support the Brady initiative, to collateralize the principal and enhance some interest payments, and to assist in the buy backs (...)” BIRD (1992)

Pode-se argumentar, portanto, que não houve redução no valor principal da dívida original: a redução equivaleu ao valor dos novos empréstimos. E ainda, como essas cauções acabaram por eliminar o valor principal dos novos títulos (US\$ 35,6 bilhões, com vencimento em 30 anos), o cálculo da redução do valor principal torna-se irrelevante.³⁰

Para Wijnbergen (1990:23) a redução da dívida externa mexicana atingiu 28% , sendo 14% do valor principal e 13% dos juros. Wijnbergen é um dos autores que inclui os efeitos indiretos do acordo em seu cálculo. Neste caso, o autor desconsiderou os custos dos empréstimos para formar as cauções por considerar que os efeitos indiretos na economia superaram seus eventuais custos. O autor considera ainda que a análise deve incluir todo o período de vigência do acordo, ou seja 30 anos.³¹

²⁹ Os novos empréstimos para as cauções para a garantia da dívida está detalhado na Tabela 1-2, p.29.

³⁰ Ver Bacha (1992:8). Esses valores diferem dos valores apresentados por Bacha, que afirma que houve acréscimo no estoque da dívida em US\$ 600 milhões. Os dados que apresento baseiam-se nos do Banco do México (1990:57). (...) For Mexico, the use of collateral for the single principal due in 30 years effectively eliminates the new principal of US\$ 35,6 bilhões of commercial bank debt on a net basis(...) BIRD (1992)

³¹ The Rate of Return approach compares the implicit rate of return on the enhancement money with the cost of financing the US\$ 7 billion. Such a rate of return can be calculated by considering the whole

O BIRD, por sua vez, afirma na World Debt Table, edição de 1992, que a redução do valor principal dos novos títulos foi prejudicada pelo alto valor das cauções (ver citação acima). Contudo, na edição de 1994 endossa a visão dos bancos comerciais ao considerar as cauções como redução da dívida:

(...) To the extent that principal or interest service collateral applies to the new claims, its impact has to be taken into account. The up-front purchase of collateral in form of secure foreign bonds is essentially equivalent to a prepayment of the collateralized debt service obligation, given that the resources needed for payment are already set aside beyond the country's control and are not subject to country risk. Therefore, from the point of view of commercial banks, these collateral enhancements are marketable and financially equivalent to cash (...) (BIRD 1993:37)

Verifica-se que o cálculo exato da redução do valor principal da dívida mexicana apresenta divergências, pelas diferentes interpretações que apresentei. Já o impacto na redução dos juros pode ser facilmente calculado, assumindo que, na ausência do Plano Brady, a dívida original seria constantemente renegociada nas bases pré-existentes. Isto é perfeitamente lógico pois as negociações que antecederam o Plano Brady admitiram taxas de juros LIBOR + 13/16% (a mesma taxa utilizada nas opções 2 e 3 - Vide Anexo A.1). Por isso considero que, na ausência do acordo, esta seria a taxa de juros sobre a dívida original.

Ao calcular a redução no desembolso dos juros, incluo ainda a parcela correspondente aos novos empréstimos para formar as cauções (opções 1 e 2).

package as a project with as net benefits the reduction in schedule cash flow over the next thirty years (...) this calculation indicates a real rate of return of 36% , clearly well above the cost at which Mexico is borrowing the enhancement funds, or the rate of return it could expect to earn on the reserves Mexico itself has devoted to the package (...) " Wijnbergen (1993:22-23)

Ao incluir o custo desses empréstimos, este terá efeito negativo sobre o desconto da dívida. Embora a incidência de juros sobre as cauções possa ser interpretada como amortização dos novos títulos (opções 1 e 2) e pagamento adiantado dos juros por 18 meses, justifico sua inclusão por considerar que:

(1) se um dos objetivos da renegociação foi reduzir a carga de juros, o cálculo desta redução deve ser feito em bases líquidas, comparando-se as novas taxas de juros, com os juros da dívida original ³²;

(2) tratou-se de uma imposição dos bancos credores e foram eles os maiores beneficiados (o fato dos novos títulos estarem lastreados por essas cauções, motivou sua valorização no mercado secundário) ;

(3) se não houvesse esta imposição, com certeza esses recursos seriam destinados a atividades que proporcionassem maior retorno social ao México, do que simplesmente ficar indisponíveis durante toda a vigência do acordo (30 anos).

Conforme descrevi anteriormente, a troca da dívida original por novos títulos teve opções diferentes que combinavam (1) taxas de juros flutuantes com redução do principal, (2) taxas de juros fixas sem redução do principal e (3) taxas de juros flutuantes sem redução no principal. Como essas opções foram escolhidas pelos bancos credores em diferentes percentuais, os juros totais serão a combinação de um valor fixo e uma parcela variável (em função

³² Esta visão é adotada por Bacha (1992:9) (...) more significant measure of the impact of the operations is the immediate debt service relief they provide (...) the relief comes solely from a reduction on the interest outflows (net of the additional payments required for the financing of the guarantees and the buybacks) (...).

da taxa LIBOR). A Equação (1.1) permite calcular esses juros a serem pagos, agregando a eles o custo das cauções:

$$i(\ell) = \sum (1 - \gamma_n) \varphi_n i_n + v_c i_c \quad (1.1)$$

onde:

$i(\ell)$ = taxa de juros após o acordo da dívida, em função da variação da LIBOR

ℓ = taxa de juros LIBOR (6 meses).

γ_n = desconto no valor principal da dívida original, conforme a opção de troca.

φ_n = troca pelos novos títulos, em porcentagem ($\sum \varphi_n = 1$)

i_n = juros dos novos títulos, conforme a opção de troca

v_c = valor dos novos empréstimos para as cauções (% da dívida original)

i_c = juros sobre os empréstimos das cauções

sendo que “n” simboliza as opções 1, 2 ou 3; e “c” simboliza caução.

A redução dos juros, em termos absolutos, pode agora ser facilmente calculada. Esta refere-se à diferença entre os juros que seriam pagos na ausência do acordo e os juros incidentes sobre os novos títulos (Equação 1.1), ou:

$$R_j(\ell) = [(\ell + 13/16\%) - i(\ell)] \cdot D_o \quad (1.2)$$

onde :

$R_j(\ell)$ = Redução nos juros da dívida (em US\$)

D_o = Dívida Original (US\$ 48,2 bilhões)

Da mesma forma, o desconto dos juros (D_j), em termos percentuais, pode ser calculado pela expressão:

$$D_j(\ell) = 1 - \frac{i(\ell)}{\ell + 13/16\%} \quad (1.3)$$

onde:

$D_j(\ell)$ = desconto nos juros da dívida original (%).

Para suprir a exigência das cauções dos títulos trocados pelas opções 1 e 2, os novos empréstimos foram obtidos junto ao Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial, Eximbank do Japão e bancos comerciais (US\$ 5,75 bilhões).³³ Nesses empréstimos considero a incidência de juros como LIBOR + 13/16%. Este valor pode variar segundo a origem do empréstimo, contudo pouco influenciará no resultado final. As reservas mexicanas utilizadas para o mesmo fim somaram US\$1,37 bilhões (ver Tabela 1-2 p. 29).

No total, US\$ 7,12 bilhões foram utilizados para constituir as cauções, ou o equivalente a 14,8% da dívida original. Desses recursos, US\$ 3,4 bilhões foram destinados à aquisição de “bônus de cupom zero”, para garantir o pagamento dos novos títulos trocados pelas opções 1 e 2; e US\$ 3,7 bilhões para as garantias dos juros dos mesmos títulos, por um período equivalente a 18 meses. As garantias dos juros foram depositadas em uma “escrow account”.

³³ Dados do Banco do México.

Tabela 1-2**Cauções para a garantia da dívida**

Origem	Valor (US\$ bilhões)	% da dívida original
FMI	1,27	2,63%
BIRD	2,01	4,17%
Eximbank	1,38	2,86%
Bancos Comerciais	1,09	2,22%
Total novos empréstimos	5,75	11,93%
Reservas	1,37	2,84%
Total das cauções	7,12	14,77%

Fonte: Banco de México.

No cálculo da redução da dívida, não estou incluindo dois custos : (1) o custo em se empenhar as reservas líquidas para a garantia dos novos títulos e (2) o custo equivalente à troca da dívida original por capital “debt swaps”. Estou omitindo, no primeiro caso, o que pode ser considerado “custo de oportunidade” - o diferencial entre o retorno dos títulos do tesouro norte-americano (e/ou da “escrow account”) e o retorno que dariam se fossem alocados em atividades com maior retorno e liquidez. Este cálculo poderia representar ainda o custo equivalente para manter reservas líquidas - o diferencial entre as taxas de juros internas e a remuneração das reservas do Banco do México, no mercado internacional.³⁴ No segundo caso, o custo das

³⁴ Em 1993, por exemplo, estima-se em 7% este custo. “(...) The difference between what the government is paying for funds and what it can earn by investing the dollars in US treasuries gives a

operações de troca da dívida por capital - "debt-swaps"- (previsto em US\$ 3,5 bilhões) poderia ser considerado como o pagamento antecipado da dívida. As operações com "debt-swaps" realizam-se com valores superiores ao preço praticado no mercado secundário de títulos. O diferencial poderia ser considerado como o custo dessas operações.

As operações de "debt-swaps" ocorreram em julho e outubro de 1990. Na primeira fase, US\$ 1 bilhão da dívida original foram convertidos à taxa de 47,96 centavos de dólar. A segunda operação converteu o restante previsto no acordo, ou seja, US\$ 2,5 bilhões, com taxa única de desconto de 52%. Isto permitiu cancelar US\$ 2,62 bilhões dos novos títulos, ou o equivalente a US\$ 3,5 bilhões da dívida original.³⁵ A demanda por operações de "debt-swaps" mostrou que esta operação foi mais lucrativa que o recebimento dos juros dos novos títulos. Dados do Banco do México (1990: 58) mostram que a demanda de títulos para a primeira conversão foi de US\$ 18,5 bilhões, para uma oferta de US\$ 1 bilhão. Na segunda e última conversão, foi de US\$ 3,6 bilhões, para uma oferta de US\$ 2,5 bilhões.

Nos cálculos que realizei, ao não considerar o custo das reservas e as operações "debt-swaps", estou superestimando o desconto da dívida original. Como forma de compensação, considero que a dívida permaneceu a mesma após essas operações, ou seja, o custo da troca equivaleu ao pagamento dos juros.

negative carry of around 7% (...) So for every \$ 10 billion that comes in to buy peso debt, the government loses \$ 700 million a year (...) " Global Finance, November 1993, Volume 7, Number 11. "Betting Big on the Peso, by Ernest s. McCrary".

³⁵ Banco do México (1990: 59)

Substituindo os valores das Tabela 1-1 e 1-2 na Equação (1.1):

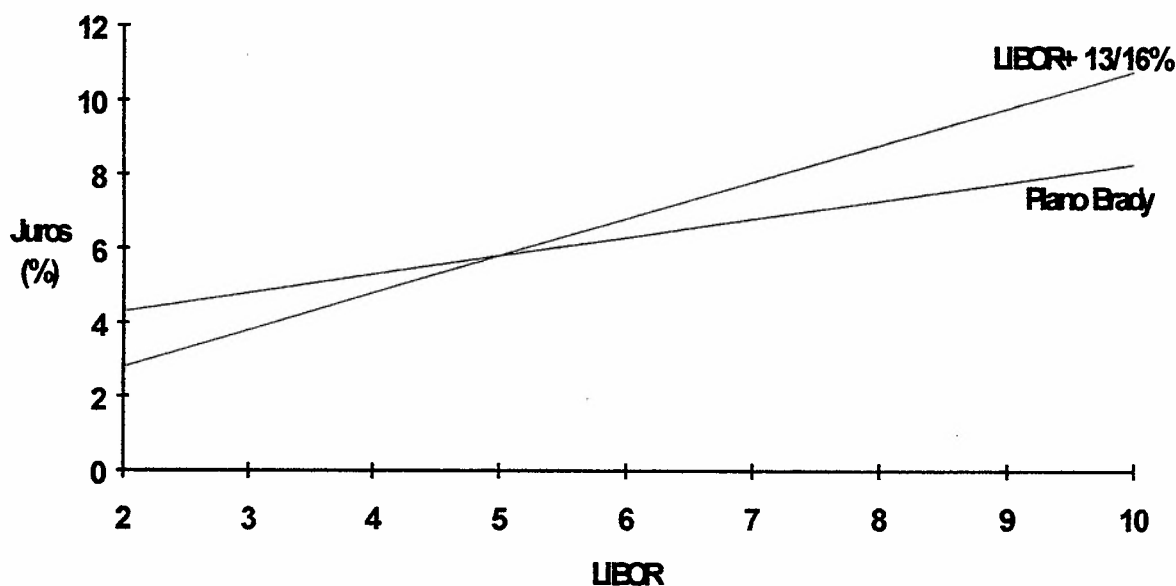
$$i(\ell) = [(1-0,35) \cdot 0,426 \cdot (\ell + 13/16\%) + 0,465 \cdot (6,25\%) + 0,109 \cdot (\ell + 13/16\%)] + [0,119 \cdot (\ell + 13/16\%)]$$

ou:
$$i(\ell) = 0,50 \ell + 3,31\% \quad (1.4)$$

logo, a taxa de juros (i) a ser paga pelos novos papéis corresponderá a 50 % da taxa LIBOR (ℓ) mais um valor fixo de 3,31%. Isto permite concluir que, comparando com o antigo débito, a redução no desembolso dos juros somente ocorrerá se a taxa LIBOR for superior a 5,0%. Abaixo desse valor, os juros atuais superam os da dívida original (Gráfico 1-1)

Gráfico 1-1

Taxas de juros Plano Brady e dívida original



Substituindo a Tabela 1-1 na Equação (1.2) :

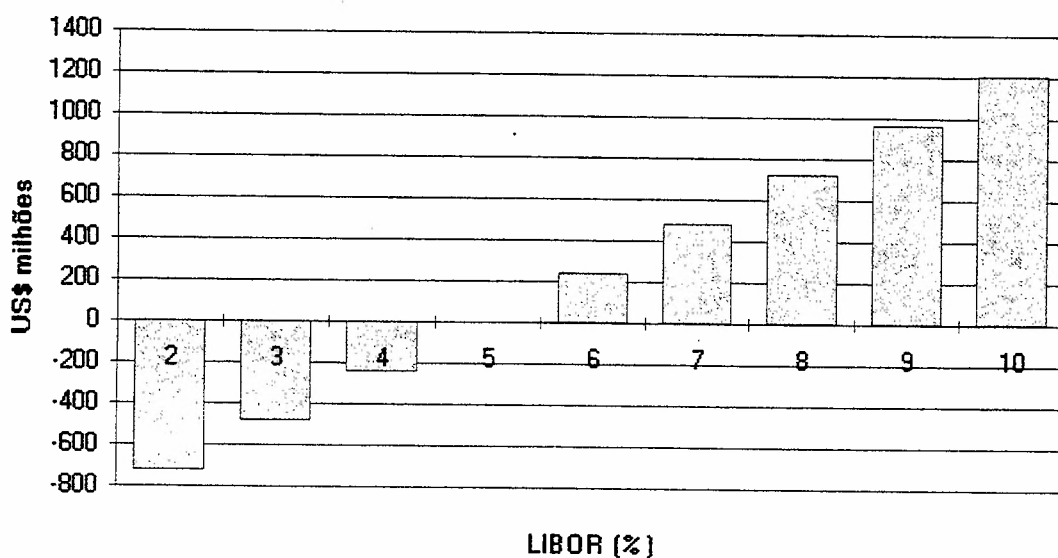
$$R_j(\ell) = [(\ell + 13/16\%) - (0,5\ell + 3,31\%)] \cdot \text{US\$ } 48,2 \text{ bilhões}$$

ou
$$R_j(\ell) = (0,5\ell - 2,5\%) \cdot 48,2 \quad (1.5)$$

A Equação (1.5) permite concluir que a variação um ponto percentual na LIBOR corresponderá à variação de meio ponto percentual nos juros sobre a dívida original. Isto significa redução (ou acréscimo) anual de US\$ 241 milhões (Gráfico 1-2).

Gráfico 1-2

Redução anual no desembolso em função da LIBOR



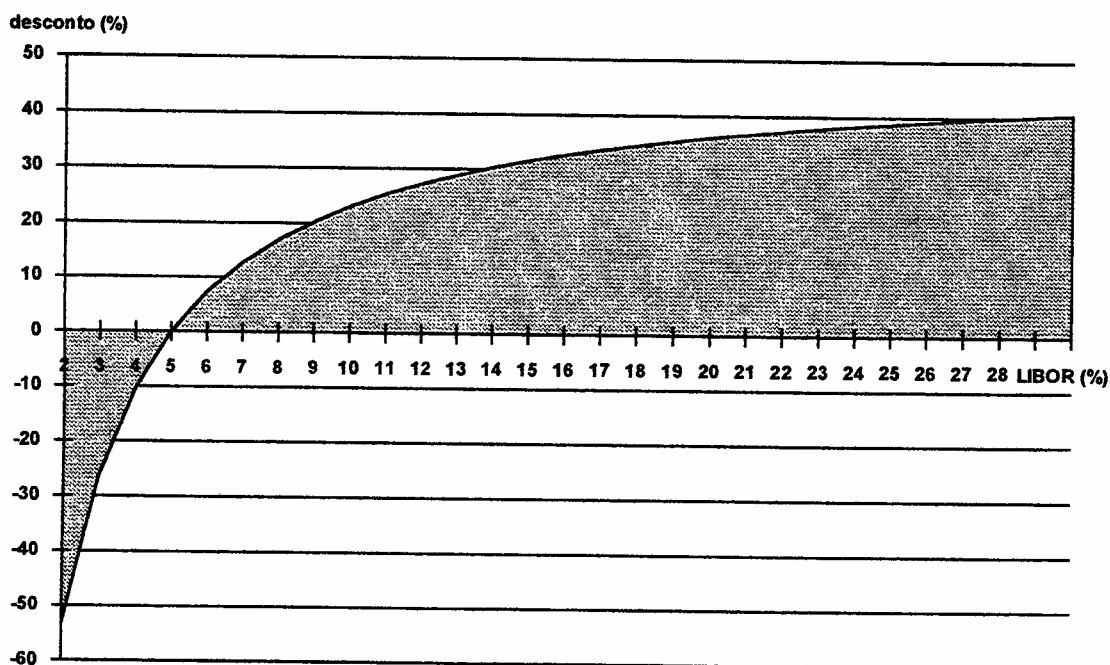
Substituindo a Tabela (1-1) na Equação (1.3) :

$$D_j(\ell) = 1 - \frac{0,50 \ell + 3,31\%}{\ell + 13/16\%} \quad (1.6)$$

A Equação (1.6) mostra que o desconto de 40% nos juros, anunciado pelo Presidente mexicano (p. 17) só será possível se a média da taxa LIBOR no período de vigência do acordo for superior a 28 % ! (Gráfico 1-3)

Gráfico 1- 3

Desconto nos juros da dívida original em função da LIBOR

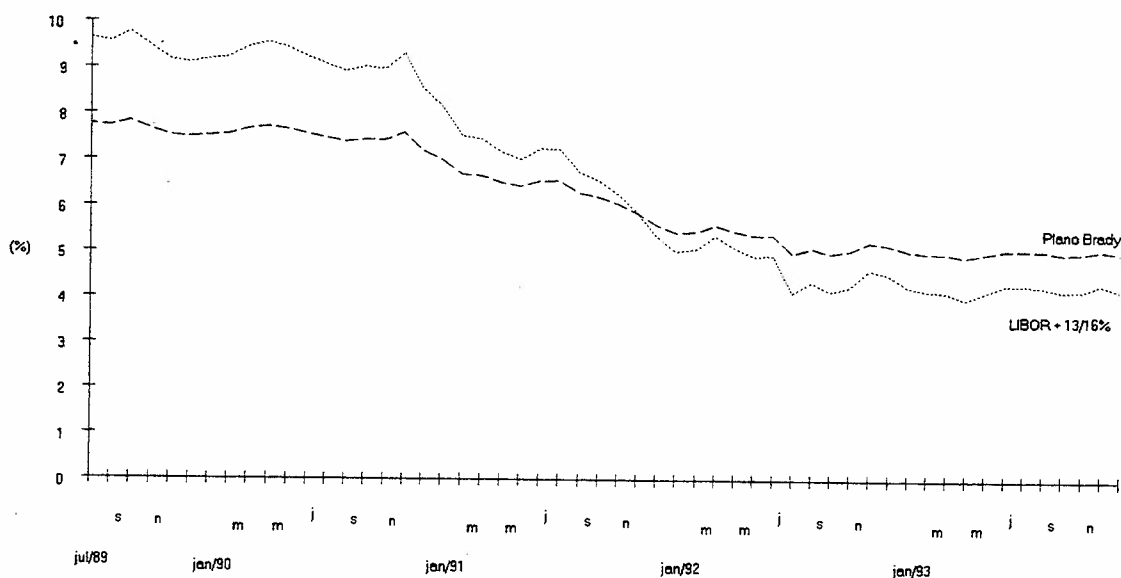


Resultado financeiro do período 1989-1993

Posteriormente ao acordo observou-se a queda acentuada nas taxas de juros internacionais. A partir de novembro de 1991, a taxa LIBOR ficou abaixo de 5,0%, neutralizando a redução no desembolso dos juros. A partir daquela data, os novos títulos passaram a remunerar com taxas de juros acima das praticadas no mercado internacional. Ironicamente, o que elevou as taxas de juros após a queda da LIBOR foram os títulos com taxas de juros fixas, tidos como garantia contra flutuações nas taxas de juros.³⁶ O Gráfico 1-4 mostra, comparativamente, os juros do Plano Brady e os juros que seriam pagos na ausência do acordo.

Gráfico 1-4

Taxas de juros - Plano Brady e dívida original



Fonte: Cálculo do autor, com base nos dados do FMI

³⁶ Opção 3, na tabela 1-1 p. 19. Uma cláusula que considerasse os juros fixos de 6,25%, apenas quando não superassem a taxa LIBOR + 13/16%, por exemplo, evitaria que o desconto se transformasse em acréscimo.

O comportamento dos novos papéis da dívida externa mexicana no mercado secundário confirmam esta observação. Os títulos que trazem as taxas de juros fixas ("par bonds"), por exemplo, foram os que mais se valorizaram, após a queda da LIBOR. Embora parte dessa valorização possa ser creditada à volta da confiança na economia mexicana (conforme afirmado pelo Banco do México³⁷), ela deve-se também à remuneração desses títulos a taxas acima do valor de mercado.³⁸

Entre julho de 1989 e dezembro de 1993, a redução média no desembolso dos juros situou-se em apenas 5,6%, ou o equivalente a US\$ 759 milhões (Tabela 1- 3 p. 36). Em três anos e meio de vigência do acordo, a redução no desembolso dos juros foi inferior à prevista para um único ano !

³⁷ (...) The effects of Mexico's Financial Package agreement, coupled with the favorable evolution of its public finances, have also been reflected in the quotation of the public sector's external debt in the secondary markets. Thus, in December 1992 Mexican par bonds were quoted at 65,4 cents per dollar, about 20 cents higher than the price quoted two years earlier in December 1990. Over the same two-year period, the quotation of new money bonds rose by nearly 16 cents to settle at 88,4 cents per dollar and that discount bonds rose by 15 cents to reach a level of 81,3 cents per dollar (...) (The Mexican Economy 1993 : 210) . "(...) the price of par bonds issued by the Federal Government rose from 65.5 U.S. cents in December 1992 to 84 U.S. cents in December 1993, and that of discount bonds from 81.5 to 96.1 cents over the same period" (The Mexican Economy 1994:157).

³⁸ " (...) Activity in the secondary market reflects not only a general increase in perceived creditworthiness, but also declining interest rates in international capital markets, making fixed-rate debt obligations a more attractive investment " BIRD (1993:42).

Tabela 1 - 3**Redução/acrécimo nos juros da dívida original ³⁹**

Período	LIBOR	Taxa de juros da dívida original ⁴⁰	Taxa de Juros Plano Brady ⁴¹	Redução nos juros - US\$ Milhões
jul/dez-89	8,64%	9,45%	7,66%	431,14
jan/jun-90	8,54%	9,35%	7,61%	419,34
jul/dez-90	8,17%	8,98%	7,43%	373,55
jan/jun-91	6,62%	7,43%	6,65%	192,80
jul/dez-91	5,54%	6,35%	6,10%	60,25
jan/jun-92	4,27%	5,08%	5,47%	-93,99
jul/dez-92	3,53%	4,34%	5,10%	-183,16
jan/jun-93	3,63%	4,44%	5,43%	-238,59
jul/dez-93	3,44%	4,25%	5,05%	-192,80

Total US\$ 768,54

O resultado financeiro será ainda mais decepcionante para o México se entrarem em vigor as “clausulas de captura”, a partir de 1996. Como mostra a Tabela 1-1 (p. 19), as opções 1 e 2 contém essas cláusulas, que podem

³⁹ Calculado sobre o total da dívida renegociada: US\$ 48,2 bilhões. Não foi considerada outras operações que possam ter ocorrido no período, como operações de "swaps" ou recompras da dívida no mercado secundário.

⁴⁰ LIBOR + 13/16%

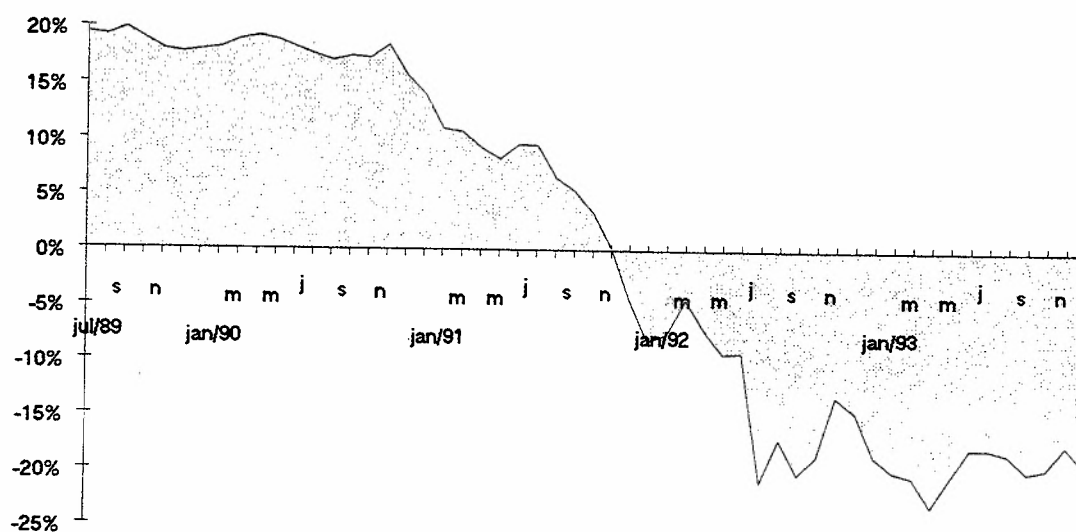
⁴¹ De acordo com a equação (1.4) p. 31.

devolver até 3% do valor do novo título (caso o preço do petróleo exceda US\$ 14,00 o barril, em termos reais). Como 89% da dívida original foram trocados por esses títulos (opções 1 e 2), as “clausulas de capturas” poderão incrementar os juros pagos em até 2,8%.

A aplicação da taxa LIBOR na Equação (1.6), ao longo do período observado, permite visualizar o desconto no desembolso dos juros, em termos percentuais. Observa-se que, a partir de novembro de 1991, as vantagens do acordo se neutralizam e o desconto dos juros se transformam em acréscimo (Gráfico 1-5).

Gráfico 1-5

Desconto/acrécimo dos juros sobre a dívida original



Concluindo esta análise, o resultado financeiro mostrou que a redução no desembolso dos juros foi extremamente modesta e aquém das expectativas mais pessimistas. Ironicamente, a redução efetiva nos juros somente ocorrerá com elevadas taxas de juros (LIBOR). O desconto será maior porém às custas de maior desembolso nos juros, em termos absolutos. Ou seja, quanto maior for o desconto, maior será o pagamento dos juros da nova dívida.

O resultado financeiro pós-acordo mostra ainda que esteve longe de representar os princípios que norteavam a securitização da dívida externa. Sachs (1989:85) argumentava que os bancos norte-americanos poderiam absorver um nível significativo de redução da dívida sem incorrer em perda de capital. Isto ocorreria mesmo se aceitassem a troca dos títulos da dívida original por novos títulos com taxas de juros proporcionais ao desconto praticado no mercado secundário.⁴² Tal solução, considerada "paretiana" por Sachs, baseava-se não só em argumentos técnicos mas também políticos: nos países endividados, a redução fortaleceria as facções moderadas, que concordam em pagar parte da dívida, contra posições extremas, que repudiam o pagamento.

Bresser Pereira ⁴³, por sua vez, propôs a securitização da dívida através da criação de um organismo internacional. Este organismo compraria os títulos originais e emitiria novos com menor valor de face, ou com taxas de juros

⁴² " No final, uma tal conversão da dívida teria as seguintes implicações: 1. a redução dos pagamentos de juros contratuais pela metade; 2. nenhuma perda contratual na avaliação do banco no mercado de ações, já que o direito que o banco possui contra o México já está sendo cotado a metade do valor de face; 3. nenhuma necessidade (sob o FASB 15) para o banco cancelar o valor de capital de seu ativo no México, já que o principal devido sob a dívida convertida seria o mesmo que sob a dívida original." (Sachs, 1989). Ver também Sachs (1989a:28)

⁴³ Ver em Bresser Pereira (1992:3).

abaixo das praticadas no mercado internacional. Ambos autores consideravam o preço praticado pelo mercado secundário como referencial.

O argumento contrário à proposta de Sachs e Bresser surge daqueles que não consideram o mercado secundário como um estimador adequado para sugerir o desconto da dívida. Mukherjee (1991:7), por exemplo, sustenta que as cláusulas legais, como a "pro-rata", exigem que o perdão seja obtido de todos os credores. Além disso, sustenta que o mercado secundário é ilíquido na falta de programas de conversão. Tais argumentos mostram-se frágeis quando se observa que a Bolívia conseguiu o cancelamento da cláusula "pró-rata" e comprou grande parte de sua dívida externa por cerca de 12% do seu valor de face. O valor de recompra da dívida externa boliviana, próximo àquele praticado pelo mercado secundário, permitiu eliminar quarenta por cento de seu débito com os bancos comerciais.⁴⁴

Da mesma forma, o acordo da Costa Rica com os bancos credores, também sob o Plano Brady, permitiu-lhe recomprar sua dívida externa com descontos de 84%. Este desconto foi ainda maior que o praticado pelo mercado secundário ! Os resultados, nesses casos, parecem estar diretamente relacionados à capacidade do país em resistir às pressões dos bancos credores. Quanto às disposições legais, o próprio Plano Brady sugeriu mudanças que foram seguidas por diversos países.

Tudo leva a crer que o resultado financeiro obtido pelo México veio de encontro à previsão de Devlin que, em 1989, alertava para o risco do Plano Brady não diminuir o peso da dívida externa dos países endividados:

⁴⁴ Mukherjee (1991:6).

(...) The piecemeal and sporadic debt reduction process that would evolve out of an undercoordinated and underfinanced Brady initiative would, generally speaking, have limited benefits for Latin America. The few countries that would find benefits in a modest initiative would be those that have no real debt overhang (e.g., Colombia), or those which expect to remain current on their contractual debt service at whatever social cost that may entail. These countries would effectively perceive the real value of their debt as equal to its face value; hence, any opportunity to retire debt at a discount could represent an important real savings and cash flow relief for the balance of payments (...) (Devlin, 1989:6)

O peso da dívida externa para o México após o acordo

Durante a década de 70 o endividamento mexicano parecia não representar riscos. As taxas de juros situavam-se abaixo do crescimento real de suas exportações e de seu produto. Esta situação mudou inesperadamente no início dos anos 80 com o aumento das taxas reais de juros e a suspensão nos empréstimos internacionais.⁴⁵ Com este cenário, as transferências de recursos líquidos ao exterior e a fuga de capitais passaram a limitar o crescimento de sua economia. Após uma década de ajustes, a economia mexicana mostra-se distinta do início da década de 80. O amplo programa de privatizações posto em marcha pelo governo reduziu a participação do Estado na economia doméstica. Hoje o México possui um comércio mais aberto e tem menor dependência das exportações de petróleo. Uma vez verificado que o resultado financeiro do Plano Brady pouco contribuiu para reduzir os pagamentos dos juros da dívida externa mexicana, resta saber se esta dívida continua a representar riscos para o crescimento econômico.

Dados do Banco do México e BIRD (Tabela 1-4 p.42) mostram que a partir de 1989, o estoque da dívida externa mexicana volta a crescer. A nova forma de endividamento externo, principalmente devido à emissão de títulos por empresas públicas e privadas no mercado de Eurobônus fez com que a dívida de curto prazo passasse a crescer em relação ao estoque total da dívida externa. Em 1998 esta representava 8% do total da dívida. Em 1992 passou a representar 22%. Ao final de 1993, o total da dívida externa mexicana atingiu US\$ 130,2 bilhões, ou seja, US\$ 12,6 bilhões mais elevada que ao final de

⁴⁵ Ver Sachs (1989a:9)

1992. A dívida externa do setor público chegou de US\$ 78,8 bilhões; ou US\$ 3 bilhões a mais que em 1992. O setor não-bancário aumentou sua dívida externa para US\$ 24,4 bilhões -- 7,3 bilhões a mais que em 1992. Os bancos comerciais, por sua vez, aumentaram sua dívida externa de US\$ 18,7 bilhões em 1992 para US\$ 22,2 bilhões em 1993.⁴⁶

Tabela 1-4

Estoque da Dívida Externa Mexicana (US\$ Bilhões).⁴⁷

	1988	1989	1990	1991	1992	1993/p
Total	101,78	95,31	104,33	116,58	117,56	130,20
Público (1)	81,00	76,06	77,77	79,99	75,75	78,75
Bancos Comerciais	7,28	7,76	12,17	17,78	18,73	22,20
Banco do México	4,79	5,13	6,50	6,76	5,96	4,80
Privado	8,72	6,37	7,88	12,06	17,12	24,44
Curto-prazo (*)	7,88	8,66	16,08	21,86	24,54	nd
Emissão de Bônus	nd	nd	0,51	1,5	4,40	7,50

Fonte: Banco do México, Informe de Gobierno (1994). (1) Dívida pública e/ou privada garantida pelo governo. (*) Dados do BIRD-World Debt-Table 1993-94:298 Curto prazo refere-se a dívidas com maturidade até um ano, sem distinção entre dívidas públicas e privadas.

⁴⁶ Banco do México, The Mexican Economy (1994:153-4)

⁴⁷ Na tabela 1-4, o estoque da dívida em 1988 difere do valor que descrevi na página 16 (US\$ 100,4 bilhões). Isto se deve à metodologia empregada para o cálculo. Em 1988, 78,7% da dívida estava expressa em US dólares. A data da conversão do restante da dívida para a moeda norte-americana e a taxa de câmbio utilizada nesta data pode gerar essa diferença.

Apesar da contínua queda nas taxas de juros internacionais a partir do segundo semestre de 1989⁴⁸ (que teve papel mais relevante no desembolso dos juros que as reduções na dívida conseguidas no Plano Brady) e apesar do cancelamento de parte da dívida através de operações de “debt-swaps”, o México continuou sendo classificado pelo BIRD como país severamente endividado. Até 1992, um país era considerado severamente endividado quando ao menos três dos quatro índices que medem o endividamento estavam acima dos valores críticos. Estes quatro índices são: dívida externa total sobre exportações de bens e serviços (EDT/XGS); dívida externa total sobre o produto bruto (EDT/GNP); total do serviço da dívida sobre exportações de bens e serviços (TDS/XGS); e total dos juros da dívida de curto e longo prazo sobre exportações de bens e serviços (INT/XGS).

Esta classificação considerava a média de três anos, baseada no cronograma do serviço da dívida e no valor nominal da dívida. Na edição de 1993, o BIRD adotou nova metodologia. Passou a utilizar dois novos índices para essa classificação - o valor presente do total do serviço da dívida sobre o produto interno bruto (PV/GNP) e sobre as exportações de bens e serviços (PV/XGS). Segundo esta nova metodologia, se o primeiro item exceder 220%, ou se o segundo item exceder 80%, o país será classificado como severamente endividado. A mudança na metodologia não alterou, contudo, a classificação do México. A Tabela 1-5 reproduz ambos os critérios.

⁴⁸ A queda nas taxas de juros pode ser observada no Gráfico 1-4 p. 34 e Gráfico 3-1 p. 134.

Tabela 1-5**Indicadores de endividamento externo (em %)**

Índices	PV/XGS (1)	PV/GNP (1)	EDT/XGS (2)	EDT/GNP (2)	TDS/XGS (2)	INT/XGS (2)
Valores críticos	220	80	275	50	30	20
1988	-	-	308	60	40	27
1989	-	-	249	47	41	25
1990	-	-	243	45	26	17
1991	-	-	254	41	30	18
1992	235	34	243	35	44	16

Fonte: BIRD- Word Debt Table - várias edições.

(1) Segundo o critério de 1993. (2) Segundo o critério de edições anteriores.

EDT = Total External Debt, including short-term and use of IMF credit (Dívida Externa Total)

PV = Present value of scheduled debt service (Valor Presente do serviço da dívida)

XGS = Export of goods and services (Exportação de bens e serviços)

GNP = Gross national product (Produto Interno Bruto)

INT = Interest on long-term and short-term debt, including IMF charges (Juros sobre dívidas de curto e longo prazo)

TDS = Total debt service on long-term and short-term debt including IMF credits (Total do Serviço da dívida)

Apesar da melhoria clara nos indicadores de endividamento do México, a classificação de um país por índices como os apresentados pelo BIRD contém limitações que devem ser esclarecidas. Os índices que medem a dívida relacionada com a exportação de bens e serviços não levam em conta o coeficiente de importação contido nessas exportações. Em uma economia com elevado grau de abertura econômica e câmbio valorizado, como a mexicana, grande parte das exportações, no período analisado, estão intimamente ligadas às importações de insumos. Por este motivo, a capacidade do país gerar divisas

para o serviço de sua dívida externa está atada ao alto coeficiente de importação contido em suas exportações.

A distorção nos índices de endividamento ocorre, por exemplo, ao se incluir a totalidade das exportações das “maquiladoras”⁴⁹ no cálculo daqueles índices. Ao importarem praticamente a totalidade de seus insumos (cerca de 98% que não podem ser providos por fabricantes locais), a contribuição deste setor para o diferencial exportação/importação é quase nula. Da mesma forma, os demais setores exportadores são (ou estão) altamente dependentes da importação de insumos. Medidas econômicas que comprimam as importações terão, simultaneamente, impactos negativos no desempenho das exportações, caso aqueles insumos não possam ser providos pelo mercado interno com qualidade e preços semelhantes. Nesse caso, seria mais adequado um índice que medisse, por exemplo, o serviço da dívida em relação ao valor agregado nas exportações.

Deve-se ter precaução também em relação aos índices que se baseiam no Produto Interno Bruto. Como o cálculo do PIB é realizado medindo o produto em “ pesos”, convertidos pela taxa de câmbio vigente, a valorização cambial amplia o produto interno em dólares, sem o correspondente aumento no produto real. Um exemplo dessa distorção pôde ser observado em reportagem publicada na revista TIME (4/4/94 - p. 34): nesta afirma-se que o Produto Interno Bruto do México cresceu de US\$ 2.525 per capita em 1989 para US\$ 4.324 per capita em 1993 (ou 71%). Naquele período, contudo, o

⁴⁹ Zonas de Processamento de Exportações, localizadas majoritariamente junto à fronteira com os Estados Unidos. Ver o segundo capítulo.

crescimento real do produto foi 15%.⁵⁰ Como a população cresceu 12%, o crescimento real per capita foi apenas 2,7% ! Outro exemplo do “crescimento anormal em dólares” do PIB mexicano se encontra nos informes do Banco do México. Em 1993, os dados oficiais mostraram um crescimento de 9,4 % no PIB, com respeito ao ano anterior, enquanto em termos reais crescera apenas 0,4%.⁵¹

Finalmente, a mais relevante distorção nos índices de endividamento externo ocorre quando se exclui a dívida interna pública (títulos públicos do tesouro mexicano) com não-residentes. A venda desses títulos a não-residentes constitui a mais expressiva fonte de endividamento externo do setor público mexicano. Até 1991 esta forma de endividamento praticamente não existia. Incrementou nos anos seguintes e substituiu a antiga forma de endividamento público através de sindicatos de bancos. Ao final de 1993, estes títulos somavam US\$ 40 bilhões (calcula-se que 60% deles pertenciam a não residentes). De janeiro a setembro de 1994, a dívida pública interna atingiu 273,20 bilhões de novos pesos (ou o equivalente a US\$ 80 bilhões).⁵² Embora grande parte desses títulos tenham sido comprados por investidores internacionais (que detêm uma terça parte do total da dívida pública interna), os dados oficiais não o colocam como endividamento externo. A inclusão dessa dívida aumenta em 17 % a dívida externa total mexicana, conforme pode ser observado na Tabela 1-6 (p. 47).

⁵⁰ O crescimento do PIB mexicano foi de 3,3% (1989), 4,4% (1990), 3,6% (1991), 2,6% (1992) e 0,5% (1993). A população passou de 80,9 milhões para 90 milhões .

⁵¹ US\$ 360,46 bilhões em 1993, contra US\$ 329,32 em 1992. Banco do México - The Mexican Economy, table 61.

⁵² El financiero. 2 de Novembro de 1994. p. 27 .El financiero, Jueves 3 de Noviembre de 1994. p. 3A.

Tabela 1-6**Dívida externa total (US\$ Bilhões)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993/p
Dívida externa (Tabela 1-4 p. 42)	101,78	95,31	104,33	116,58	117,56	130,20
Dívida “interna” pública com não-residentes	--	--	--	5,47	14,21	22,08
Dívida externa total	101,78	95,31	104,33	122,05	131,77	152,28
Reservas internacionais	6,38	6,62	10,17	17,55	18,55	24,54
Dívida externa líquida	95,40	88,69	94,16	104,50	113,22	127,54

Fonte: Cálculo próprio com base em dados do Banco do México e Informe de Gobierno (1994) . Calva (1994)

Desta forma, excluindo-se o valor das exportações das “maquiladoras” e incluindo a dívida pública pertencente a não-residentes, o quadro de endividamento torna-se bastante preocupante. Não só os índices tornam-se muito superiores ao apresentado pelo BIRD, como superam os índices que antecederam a crise da dívida externa, nos anos 80. Esses dados expõem a vulnerabilidade externa da economia mexicana. Em 1982, ano do colapso financeiro mexicano, a relação dívida externa/exportações atingia 372 %. Em 1993, esta relação subiu para 434%. Ao se incluir a dívida “interna” com não-residentes, a relação dívida externa/exportações atinge 508% ! (Tabela 1-7 p. 48)

Tabela 1-7**Dívida externa/exportações 1980-1993 (%)**

Ano	Sem incluir a dívida pública interna com não-residentes		Incluindo a dívida pública interna com não-residentes	
	Total	Pública	Total	Pública
1980	327	218	327	218
1981	372	263	372	263
1982	381	277	381	277
1983	380	280	380	280
1984	394	287	394	287
1985	446	333	446	333
1986	625	466	625	466
1987	524	397	524	397
1988	496	436	496	436
1989	417	360	417	360
1990	389	319	389	319
1991	434	323	454	343
1992	427	296	478	348
1993	434	279	508	352

Fonte: Cálculo próprio para o período 1988-1993 e Calva (1994) para os demais anos. Calculado com base em dados fornecidos pelo Banco de México e SHCP (tabelas 1-4; 1-6 e 2-2). A dívida pública a partir de 1988 inclui a dívida externa do Banco do México.

Esse novo endividamento não seria tão preocupante se se observasse aumento equivalente nas taxas de investimento. Porém, a nova fase de envolvimento do México com o mercado financeiro internacional ocorre com o estoque da dívida ainda elevado e apresenta modesto crescimento econômico. Enquanto os investimentos externos, medidos pelo déficit em conta corrente no balanço de pagamentos, atingiram 6,5 % do PIB em 1993, o crescimento real da economia foi de apenas 0,4% (vide Capítulo III).

Pode-se argumentar que o fato de parte da dívida externa estar "ancorada" em taxas de juros fixas, negociadas no Plano Brady, reduz o risco de uma nova crise no balanço de pagamentos, como o informe do Banco do México:

" (...) The agreement, which was put into effect in February 1990, increased confidence and contributed to dispelling concerns over the country's capacity to pay. (...) As a result of the agreement, the share of the external debt contracted at fixed interest rate was increased, thus reducing Mexico's vulnerability to unfavorable movements at international interest rates (...) (The Mexican Economy, 1993:229)

Este argumento, contudo, não é convincente. Os novos títulos com taxas de juros fixas somam US\$ 22,0 bilhões ⁵³, ou menos que 15% do estoque da dívida ao final de 1993 (US\$ 152 bilhões). Em segundo lugar porque a partir de 1996 os títulos com taxas fixas de juros estarão sujeitos às "clausulas de

⁵³ As operações de "debt-swaps" eliminaram US\$ 531 milhões dos títulos da opção 1 na primeira operação e US\$ 258 milhões na segunda operação - Dados do Banco do México.

captura". Essas cláusulas poderão acrescer em até 3,0 %, o desembolso dos juros. Caso isto ocorra, esses títulos passarão a remunerar entre 6,25% e 9,25%, o que é considerada como taxa de juros fixa, porém elevada. Tendo em vista que a dívida interna pública com não-residentes é, na realidade, dívida externa, a elevação de 1% nas taxas de juros internacionais aumentará o desembolso anual em mais de US\$ 1,5 bilhão. Isto equivalente a 0,42 % do Produto Interno Bruto. ⁵⁴

Existe, finalmente, o argumento de que este último período de endividamento apresenta menor risco ⁵⁵ por ocorrer majoritariamente no setor privado e por estar disperso entre inúmeros investidores. Este argumento também se enfraquece quando se observa que (1) o setor público ainda detém a maioria do estoque da dívida externa; (2) os empréstimos de curto prazo são cada vez mais significativos ; (3) numa eventual crise de divisas, o fato da nova dívida estar se concentrando no setor privado não impede a necessidade de intervenção do governo.

A história tem mostrado que, em períodos de escassez de capital e, diante da necessidade de ajuste no balanço de pagamentos via desvalorização cambial, a dívida externa privada acaba sendo "estatizada". ⁵⁶ O próprio

⁵⁴ Segundo o PIB fornecido pelo Banco do México de US\$ 360 bilhões. Considerando que a taxa de câmbio está valorizada, este valor será significativamente maior se o câmbio for desvalorizado.

⁵⁵ (...) The increased share of equity flows (both direct and portfolio investments) in total financing, and the rising proportion of borrowing by the private sector, imply a greater and more transparent sharing of risk between debtor and creditors through established mechanisms, including variation in dividend payments and stock prices, and, in extreme cases, the application of bankruptcy procedures (...) Veja Banco do México - The Mexican Economy 1993.

⁵⁶ Maria da Conceição Tavares (1992:5) cita o caso do Chile, que em 1982 teve que intervir fortemente no mercado financeiro: "(...) La devaluación de junio de 1982 fue el golpe fatal. Los valores de las carteras de los bancos y del mercado bursátil se vinieron abajo, y el derrumbe de la "olla especulativa" obligó al Estado chileno a una intervención masiva en el mercado que significó, por un lado, la estatización de la deuda externa privada y

México é exemplo claro disso. Após a desvalorização de 1982, inúmeras empresas privadas estatizaram de suas dívidas (denominadas em dólares) sob o programa FICORCA⁵⁷ - Fideicomiso para la Cobertura contra el Riesgo Cambiario . Sob este programa, as empresas pagavam seus débitos em pesos a uma agência central, e o governo renegociava esses débitos junto aos bancos credores. ⁵⁸ Ao final de 1988, mais de 90% da dívida externa (total de US\$ 100,4 bilhões) eram públicas ou garantidas pelo governo. ⁵⁹ Mesmo considerando que grande parte dos empréstimos e dos investimentos externos possam pertencer a cidadãos mexicanos, as crises de divisas do passado mostram que o governo dispõe de poucos mecanismos para evitar a fuga de capitais do país.

terminó por estatizar la propia banca (...) “. Argentina e Brasil passaram por processos semelhantes.

⁵⁷ Sobre o programa FICORCA ver Buffie (1990:526)

⁵⁸ "Through the program, which ran from 1983 through almost the end of the decade, The Bank of Mexico took over responsibility for about \$ 58 billion in loans to private companies - The San Diego Tribune April 3, 1994:I-1.

⁵⁹ Claessens et al (1993:5).

Conclusão

O novo ciclo de endividamento mexicano parece ocorrer sem que se tenha resolvido, de forma definitiva, a questão de sua antiga dívida externa. Os resultados financeiros obtidos por meio do Plano Brady foram decepcionantes. Se ocorreu algum alívio no desembolso da dívida externa, este esteve ligado à queda dos juros internacionais e ao forte fluxo de capitais externos, e não ao resultado direto do acordo.

Antes do anúncio do Plano Brady discutia-se intensamente alternativas possíveis de reduzir o peso da dívida externa dos países endividados. Nessas discussões participavam a comunidade acadêmica internacional, os governos credores e devedores, que apresentavam propostas alternativas de renegociação da dívida externa. A rápida adesão do México ao Plano desarticulou esse núcleo de discussões. As propostas que caminhavam para a efetiva redução da dívida externa (ou securitização da dívida) tendo como parâmetro o valor do título no mercado secundário, foram enfraquecidas e hoje sequer são discutidas. Ao se anunciar que um país altamente endividado conseguira reduzir sua dívida externa, fez-se crer que a solução encontrada por também seria eficaz aos demais países endividados. Principalmente pelo fato que o México se julga o grande beneficiado com os resultados do acordo.

Para os bancos credores, os resultados foram amplamente favoráveis. Voltaram a receber um volume de juros que dificilmente conseguiriam, houvessem eles persistido na estratégia de "muddling through". A valorização dos novos títulos no mercado secundário mais do que compensou a troca pelos títulos com valores reduzidos ("discount bonds"). Os títulos com juros fixos

“par bonds” passaram a remunerar com taxas acima das do mercado. Os novos negócios proporcionados a partir do acordo, como operações de troca da dívida (“debt swaps”), ofereceram oportunidades altamente lucrativas. Além disso, as “clausulas de captura” podem aumentar ainda mais, os retornos dos novos títulos.

O desconto da dívida externa mexicana foi insignificante. A contribuição do Plano Brady para consolidar as reformas e restaurar o crédito do México nos mercados financeiros internacionais ⁶⁰ foi um efeito secundário do acordo e não decorrente de reduções realísticas no pagamento de sua dívida externa. ⁶¹ Um acordo como aqueles obtidos pela Costa Rica ou Bolívia, com ampla redução no estoque da dívida, não produziria melhor efeito?

O fato do capital externo retornar ao México também não pode ser unicamente atribuído ao resultado do Plano Brady, ou à consolidação de suas reformas econômicas. Deve-se também à fatores exógenos. Senão, como explicar que países que não adotaram reformas semelhantes, nem aderiram ao Plano Brady, como o Brasil, por exemplo, também recebam capital externo? ⁶²

⁶⁰ “Debt and debt service reduction, if properly implemented, can make an important contribution to restoring growth in individual indebted countries and can help break the vicious cycle of rising debt and poorer prospects for growth and restore confidence among both foreign and domestic investors. The ultimate objective of the new strategy is to help severely indebted countries to restore creditworthiness and access to financial markets.(BIRD 1989:24).

⁶¹ “(...) in Mexico, where the chief objective of the debt negotiations is to foster domestic confidence so that interest rates can decline to levels compatible with growth, entry into arrears could intend trigger a run on the peso and have the opposite effect(...)”(Cline, 1989:189)

⁶² “ Domestic reforms alone cannot explain why capital sometimes flowed to countries that did not undertake reforms and conversely why it sometimes did not flow (...) Ver Calvo et al (1992) e (1993)

Com este tipo de acordo, o México assume a postura do “muddling through”. Ou seja: está à espera que fatos novos produzam resultados favoráveis à sua economia. A fragilidade de sua situação econômica - altamente dependente de capitais externos - não lhe permite renovadas atitudes de confronto com os bancos credores. Obviamente o governo mexicano considera que o custo de uma nova negociação não compensará um possível benefício - a seu ver duvidoso. Prefere carregar o peso da dívida externa - que sacrifica o crescimento econômico mexicano - a denunciar o acordo como prejudicial, pois corre o risco de quebrar o que parece ser sua única e principal estratégia : “confidence building”.

Segundo Capítulo

Abertura Comercial, Estabilização da Moeda e Valorização Cambial

Já na década de 50 vários países latino-americanos passaram a conviver com elevadas taxas de inflação. A economia mexicana, contudo, apresentou inflação moderada até o final da década de 70 - entre as décadas de 60 e 70, a inflação média anual foi de apenas 3,6%. Muitos atribuem este fato ao prudente controle das contas públicas e à adoção da taxa de câmbio fixa, que vigorou por 22 anos, entre 1954 e 1976. Ao final dos anos 70 a economia mexicana atingiu taxas recordes de crescimento econômico. No início dos anos 80, entretanto, a crise da dívida externa muda este cenário. Para atingir o equilíbrio no balanço de pagamentos, desta vez sem poder contar com financiamentos externos, o governo adota sistemáticas desvalorizações cambiais. Ao final de 1987 a inflação anual atinge o recorde de 180%, o que leva o governo a adotar um programa de estabilização heterodoxo e a ampliar a abertura comercial. O programa teve êxito em reduzir a taxa de inflação a apenas um dígito ao final de 1993. Por outro lado, a taxa de câmbio valorizou-se e levou a economia mexicana a registrar crescentes déficits comerciais. Este capítulo procura descrever as consequências da abertura comercial e do câmbio valorizado para a economia mexicana.

A crise da dívida externa, nos anos 80, impôs ao México ajustes econômicos que interromperam seu longo ciclo de crescimento econômico com modestas taxas de inflação. Com uma economia acostumada a sucessivos déficit comerciais financiados por empréstimos externos, com décadas de protecionismo comercial e taxa de câmbio valorizada, o México teve ainda que se ajustar ao desfavorável cenário econômico externo. Sem poder contar com novos empréstimos e dadas as elevadas taxas de juros internacionais, o serviço da dívida externa exigiu a transferência líquida de capitais; a desconfiança e a incerteza quanto ao futuro econômico mexicano resultaram em queda dos investimentos privados e em elevada fuga de capitais. Como consequência, tornou-se inviável sustentar a antiga estratégia de desenvolvimento econômico sob os auspícios do Estado, que prevalecera desde a revolução mexicana em 1929.

Em dezembro de 1982, tão logo inicia o seu sexênio, o presidente Miguel de La Madrid anuncia um programa de ajustes econômicos e de estabilização do peso mexicano. Sob a orientação do Fundo Monetário Internacional e baseado na tradicional ortodoxia econômica, o “Programa Inmediato de Reordenación Económica” (ou “PIRE”) submeteu a economia a um “tratamento de choque”. Em seu primeiro ano, o “PIRE” reverteu o déficit primário de 7,3%, em 1982, para um superávit de 4,1 % em 1983 (ver Tabela 2-1 p. 60) e impôs rígido controle sobre as importações. Estas, que somaram US\$ 24 bilhões em 1981 (US\$ 14 bilhões em 1982), foram reduzidas para US\$ 8,5 bilhões em 1983.¹

¹ Dados do Banco do México.

O programa de ajustamento teve êxito em atingir as metas fiscais. Falhou, porém, em reduzir as taxas de inflação e em permitir a retomada do crescimento econômico. As desvalorizações do peso mexicano ² e o aumento nos preços públicos fizeram com que a inflação anual atingisse 102 % em 1983; a compressão nas importações ³ afetou fortemente os setores produtivos. Como resultado, o Produto Interno Bruto caiu 5,3% no mesmo ano.

As desvalorizações cambiais também acentuaram a queda dos salários reais, devida principalmente à forma e a frequência dos reajustes salariais. No México os salários eram (e ainda são) ajustados a partir da inflação “projetada” e não recompostos pela inflação “passada”, como ocorre no Brasil e na Argentina, por exemplo. Além disso, como até então o México não registrara “inflação crônica”, a frequência dos seus ajustes salariais era menor que nos outros países citados. Enquanto em 1982 a frequência de ajustes salariais no México era anual, no Brasil era semestral, e na Argentina passava de trimestral a mensal. ⁴ O Gráfico 2-1 (p. 58) mostra o comportamento dos salários reais de diversos setores econômicos, durante o sexênio 1982-1988.

² O peso foi desvalorizado de 25 pesos por dólar no começo do ano para 100 ao fim do ano. O mercado paralelo trabalhava com a taxa de 150 pesos por dólar (Kate 1992:660)

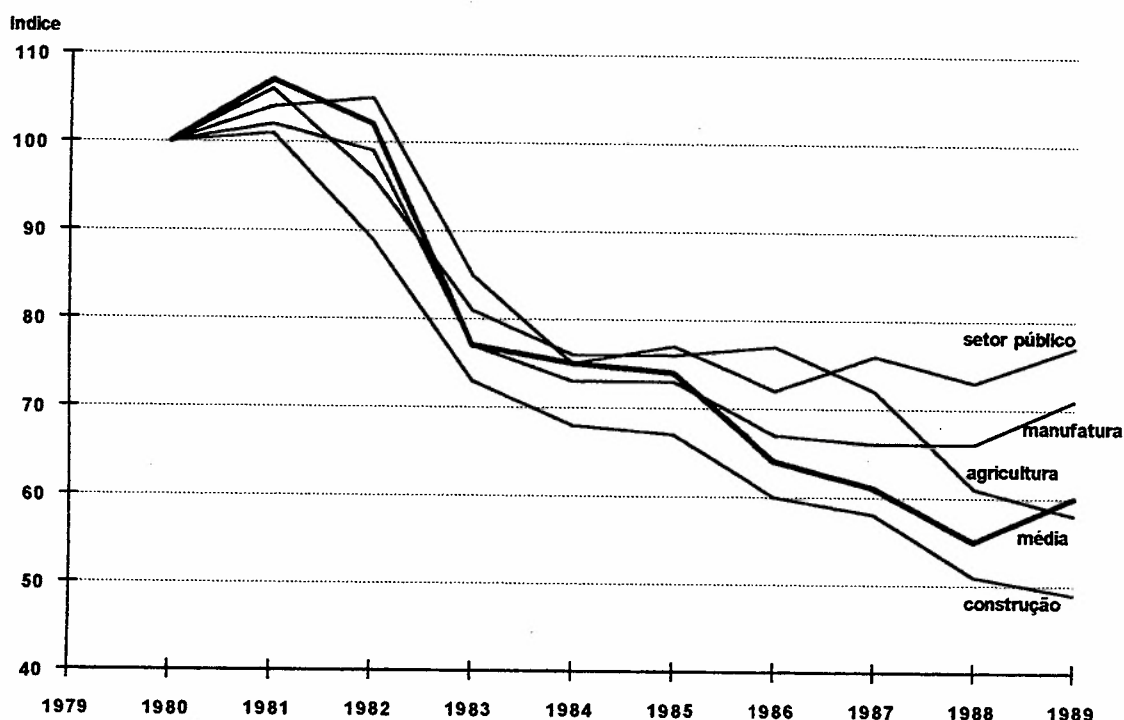
³ Cerca de 80% das importações eram bens intermediários.

⁴ Ver Ros (1992a:19).

Obviamente que a queda dos salários reais no México não pode ser unicamente atribuído à periodicidade dos reajustes salariais. A queda nos salários reais no Brasil e na Argentina também foi significativa. Se a frequência de reajuste salarial fosse menor no México, muito provavelmente as taxas de inflação seriam maiores e os salários seriam reduzidos de igual forma. O que difere o México do Brasil e da Argentina é o papel dos sindicatos que apoiaram e colaboraram com a política de redução salarial adotada pelo governo. Este tema será melhor visto à frente.

Gráfico 2-1

Salários reais por setor econômico



Fonte: INEGI - Os salários reais estão deflacionados pelo IPC. O índice 100 refere-se ao ano de 1980.

É óbvio que o governo mexicano não tomou estas medidas impopulares de forma gratuita. Ao induzir a recessão econômica, desvalorizar a moeda, e provocar a queda dos salários reais, o governo tinha como objetivo gerar excedentes exportáveis para os compromissos de sua dívida externa.⁵ Apesar desses “incentivos”, as exportações não-petroleiras reagiram de forma modesta, ao menos até 1985. Por ser o petróleo o produto dominante no conjunto das

⁵ Ver Brailovsky et al (1989:12) “(...) Desde 1982 ese objetivo ha sido cumplir cabalmente con el pago del servicio de la deuda externa. Así se diseñó una estrategia ortodoxa de austeridad, fincada en posturas restrictivas en materia fiscal y monetaria; en la subvaluación real del tipo de cambio; en el recorte drástico del poder adquisitivo de salario; y, por último, en eliminar todo rastro de programación de las cuentas con el exterior (...). O serviço da dívida externa representava, em média para o período 1983-1989, o equivalente a 7,7% do PIB. Ver Gurriá (1993:cuadro 14)

exportações, as desvalorizações cambiais foram mais efetivas em reduzir o consumo privado interno, do que em promover a resposta elástica das exportações.

O governo atribuía a baixa elasticidade exportações/câmbio ao viés anti-exportador da economia. Décadas seguidas de protecionismo às empresas domésticas diminuíam sua competitividade externa. As elevadas tarifas de importação (e outras formas de proteção) aumentavam o custo dos bens intermediários e de capital, usados na produção de bens exportáveis. O fraco desempenho do setor exportador e o fracasso em reduzir as taxas de inflação foram também atribuídos à morosidade na liberalização das importações. Este diagnóstico levou o governo a reverter sua estratégia de controlar as importações e a intensificar a abertura comercial. Em Julho de 1985 as licenças de importação foram reduzidas de 3.600 itens para apenas 908 itens. Esta medida liberou grande parte dos bens intermediários e de capital, antes protegidos sob licenças de importação. As licenças de importação, que antes cobriam cerca de 90% da produção doméstica, passaram a cobrir apenas 47% da produção doméstica.⁶

Em seguida o governo anunciou, de forma unilateral, um cronograma de redução tarifária. Esta redução ocorreria em quatro estágios, com início em maio de 1986 e término em outubro de 1988. De acordo com esse cronograma, as tarifas máximas seriam reduzidas de 100% para 50% já no primeiro ano e progressivamente a 30 % em 1988. Ao final de 1988, a tarifa ponderada deveria atingir 10%. A Tabela 2-1 permite observar o cronograma de redução

⁶ Ver Kate (1992a:4)

tarifária. O anexo A.7 (p. 196-197) detalha o cronograma de redução tarifária por setor produtivo.

Tabela 2-1

Cronograma de redução tarifária

	1982		1983		1984		1986	1988	1990
	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Mai	Mar	-
Itens cobertos por licenças 1	92,2	47,1	46,9	39,8	35,8	25,4	23,2	22,3	18,0
Itens cobertos por preços referenciais 1	18,7	25,4	19,6	18,7	13,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tarifa Máxima (%)	100	100	45	45	40	20	20	20	20
Média tarifária ponderada	23,5	28,5	24,9	24,5	22,7	18,1	11,0	12,6	10,4

Fonte: SECOFI-USITC, Ros (1992) (1) - com respeito aos produtos transacionados

A redução tarifária visou, inicialmente, os bens intermediários e os bens de capital o que, na prática, aumentou a proteção efetiva dos bens finais. Mesmo considerando que as licenças de importação foram em grande parte abolidas em 1984 (quando o balanço de pagamentos era mais favorável) pareceu existir a preocupação do governo em preservar os setores sujeitos à competição externa. Conforme observei anteriormente, até julho de 1985, mais de 90% da produção doméstica permanecia sujeita a alguma licença de importação.

Após 1985 as exportações não-petroleiras passam a responder de forma positiva ao câmbio desvalorizado. As exportações manufatureiras -- excluindo

o setor “maquilador” ⁷ -- superaram os US\$ 5 bilhões exportados em 1985 atingindo quase US\$ 10 bilhões em 1987, para em seguida alcançar US\$ 11,5 bilhões em 1988. Graças a este desempenho o governo mexicano manteve o superávit comercial no balanço de pagamentos até 1988, mesmo com a queda acentuada dos preços do petróleo, observada a partir de 1986. (Tabela 2-2)

Tabela 2-2

Exportações totais do México (US\$ Bilhões)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993*
Exportações Mercadorias	21,23	22,31	24,20	21,66	21,80	27,60	30,69	35,17	40,71	42,69	46,20	51,89
Petróleo	16,48	16,02	16,60	14,77	6,30	8,63	6,71	7,88	10,10	8,17	8,31	7,42
Ñ-Petroleo	4,75	4,98	7,60	6,89	15,50	18,97	23,98	27,30	30,61	34,52	37,89	44,47
Agricultura	1,23	1,2	1,46	1,41	2,10	1,54	1,67	1,75	2,16	2,37	2,11	2,50
Mineração	0,50	0,52	0,54	0,51	0,51	0,58	0,66	0,60	0,62	0,55	0,36	0,28
Manufaturas	3,02	4,58	5,60	4,98	7,24	9,74	11,50	12,61	13,96	15,77	16,74	19,80
Maquilas	2,83	3,64	4,90	5,09	5,65	7,11	10,15	12,33	13,87	15,83	18,68	21,89
Serviço(1)	0,85	0,82	1,16	1,27	1,30	1,60	2,33	3,00	3,55	4,05	4,74	5,41

Fonte: Banco de México. Informe do Governo (1994 :1 40).(*) estimativa. (1) Saldo líquido de divisas por operações comerciais.

Prosseguindo com a liberalização comercial, a partir de 1986 o México passou a integrar o GATT. A adesão ao GATT teve um significado especial pois anteriormente o México se recusara a aderir a esse organismo. O ponto de discórdia centrava-se nas áreas de subsídios e direitos compensatórios.⁸ O governo considerava que as regras do GATT eram incompatíveis com o plano de desenvolvimento industrial mexicano e que a abertura comercial deveria ser

⁷ Zonas de processamento de exportações - A importância desse setor para a economia mexicana será analisado à frente.

⁸ Ver Schatan (1993:85)

mais lenta. Para ser aceito como membro do GATT, o México concordou em eliminar as licenças de importações e reduzir tarifas para 373 produtos importados, o que significava cerca de 16% do total das importações.⁹ Mais do que concessões adicionais, a adesão ao GATT representou a disposição do governo mexicano em manter a abertura comercial e desarmar os setores que se opunham à liberalização comercial.

Com a adoção do plano de estabilização econômica¹⁰, ao final de 1987, o governo ampliou a abertura comercial estendendo-a a grande parte de bens de consumo. As tarifas *ad valorem* restringiram-se a cinco níveis (0%, 5%, 10%, 15% e 20%) e a tarifa média ponderada foi reduzida a 10,4%. Foram eliminados todos os preços oficiais de referência e grande parte dos subsídios às exportações. Ao final, os setores que permaneceram protegidos com licenças de importação representavam apenas 25% da produção total comerciável, especialmente os produtos agrícolas e a indústria manufatureira sob programas industriais específicos.¹¹ As exigências de conteúdo doméstico mínimo nos programas industriais específicos também foram reduzidas.

Ao reduzir as barreiras de importação para bens finais, o governo tinha dois objetivos básicos: (1) tentar incrementar a eficiência industrial através da maior competição internacional e (2) utilizar os preços dos bens importados como referenciais máximos. Neste último caso, o preço dos produtos importados funcionariam como “teto” para os preços internos, contribuindo para a queda das taxas de inflação. A redução das tarifas de importação foi ainda maior sobre alguns setores que haviam aumentado seus preços acima dos

⁹ Ver Schatan (1993:80)

¹⁰ Pacto de Solidariedad Económica, ou “Pacto”, que será melhor detalhado à frente.

¹¹ Ver Ros (1992:4)

pactuados no programa de estabilização econômica. Entretanto, o rápido aumento dos bens de consumo importados fez o governo recuar, mantendo as tarifas prévias.

A eficácia em combater a inflação por meio da redução tarifária foi vista com ceticismo por alguns autores.¹² O controle de preços imposto pelo governo mexicano (que tem caráter corporativista e exerce grande poder sobre sindicatos e empresários) teria agido com maior intensidade sobre a inércia inflacionária do que as importações. Contudo, como o mercado doméstico era amplamente dominado por oligopólios, a abertura comercial possibilitou ofertar mais bens e contribuiu para reverter as expectativas inflacionárias.

Ainda hoje se discute se a abertura comercial mexicana foi procedida de forma adequada. Os principais argumentos a favor de um processo gradual de abertura são de natureza econômica. A urgente exposição da indústria doméstica à competição externa pode causar a desindustrialização. Esta preocupação é relevante no caso mexicano. Com a abertura comercial os produtores domésticos competirão essencialmente com seus pares norte-americanos. As empresas mexicanas terão que enfrentar, ao mesmo tempo, o desnível tecnológico e a assimetria entre os dois mercados - que fará com que os preços praticados no mercado maior prevaleçam sobre os do menor.¹³ Por isso, uma exposição mais lenta à competição externa daria oportunidade às empresas locais de se adaptarem ao novo padrão de concorrência, reestruturando seu processo produtivo e atenuando os custos sociais. E, segundo essa argumentação, um baixo custo social, possível apenas em um

¹² Veja, por exemplo, Ize (1990)

¹³ Isto para os bens comerciáveis.

processo lento, providenciaria o suporte político para o programa de liberalização.

Por outro lado, os argumentos a favor da rápida abertura comercial são de natureza política - acredita-se que, ao se adotar uma estratégia agressiva de abertura, as reformas são vistas com maior credibilidade. Neste caso, a determinação do governo sinaliza convincentemente ao mercado o rompimento com o protecionismo à indústria doméstica. Sob esta ótica, o processo lento, visto como hesitação, prejudicaria o processo de abertura comercial. As empresas locais retardariam seus ajustes, apostando que as reformas seriam indefinidamente postergadas. Outro argumento a favor da rapidez na abertura comercial é o de que processos rápidos de liberalização econômica não deixam tempo para a formação de grupos organizados (lobbies) contrários à continuidade das reformas, dificultando sua atuação política.

Embora o processo de abertura comercial tenha sido rápido para muitos, Kate (1992:670) argumenta que as reformas econômicas empreendidas pelo México não podem ser vistas como “tratamento de choque”. Mesmo considerando que foram realizadas em curto espaço de tempo, Kate argumenta que a taxa de câmbio competitiva protegia a indústria doméstica. E acrescenta que a proteção “implícita” oferecida pela taxa de câmbio serviu para “desarmar” as restrições políticas que se originavam não só no setor privado, como também no próprio governo:

(...) De hecho, según los oponentes de la apertura, ésta provocaría una ola de importaciones que inundaría los mercados domésticos y arrasaría la industria

nacional. Pero cuando al poco tiempo se evidenció que esa ola no venía, los argumentos de la oposición quedaron sin fondo y las autoridades tuvieron la oportunidad de continuar el proceso de apertura con la manos libres. Cuando años después (en 1988 y 1989), la ola de importaciones en efecto llegó, la apertura ya se había consumado como un hecho irreversible (Kate 1991:73)

O argumento de Kate é procedente quando se observa que as reduções tarifárias mais significativas, como as de julho de 1985 e dezembro de 1987, foram acompanhadas pela desvalorização real do peso mexicano (Gráfico 2-7, p. 85). Este procedimento, de certa forma, compensou a eliminação das licenças de importação. Não se sabe ao certo, porém, até que ponto a manutenção da taxa de câmbio competitiva foi intencional ou imposta pelo declínio nos termos de troca e/ou pela restrição aos empréstimos externos, tradicionais financiadores dos déficits comerciais mexicanos.

A partir de 1988, contudo, mudam-se as regras cambiais e o esforço em combater a inflação acelerou a valorização cambial. Os custos da liberalização comercial emergiram: a indústria doméstica perdeu competitividade e a penetração das importações acelerou-se.¹⁴ O equilíbrio das contas externas foi conseguido nos anos seguintes graças ao forte influxo de capitais externos.

A liberalização comercial e a taxa cambial valorizada¹⁵ fez com que as importações respondessem com maior sensibilidade ao aumento do produto interno. Com a retomada do crescimento econômico, que seguiu ao plano de estabilização, as importações mexicanas cresceram de forma espetacular. Em 1992 as importações representavam mais de 18 % do Produto Interno Bruto.¹⁶

¹⁴ Ver Ros (1993a:3)

¹⁵ O comportamento da taxa real de câmbio será visto em seguida.

¹⁶ Dados do Banco do México, Indicadores Economicos (1994:f). Veja também Tabela 3-2 p. 174.

Outro argumento contra o processo de abertura comercial empreendido pelo México diz respeito à sua forma unilateral e à ausência de uma “estratégia de abertura”. Muitos argumentam que as autoridades mexicanas deveriam ter negociado concessões recíprocas com seus parceiros comerciais, principalmente com os Estados Unidos. Isto evitaria que o déficit comercial atingisse as proporções observadas nos anos subsequentes. Dussel Peter (1994) considera que a “liberalização comercial” empreendida pelo México foi, na verdade, um processo de redução tarifária; e questiona até que ponto a simples redução nas tarifas de importação pode ser capaz de modernizar o setor manufatureiro, fazê-lo alcançar competitividade industrial e promover o crescimento econômico. Aliás, esta forma de abertura comercial tem ocorrido não apenas com o México, mas com os demais países latino-americanos.¹⁷

Finalmente, critica-se a ausência de apoio do Estado aos setores econômicos mais competitivos. Durante o processo de abertura comercial, houve ocasiões em que os produtos mexicanos de exportação foram sobre-taxados no mercado norte-americano, sob acusação de dumping. Mesmo após a assinatura do NAFTA, em 1993, as exportações mexicanas de cimento, aço e vidro permaneciam sujeitas a elevadas tarifas de importação nos Estados Unidos. E esses são setores em que as empresas mexicanas são altamente competitivas.

Não há dúvidas de que a abertura comercial empreendida pelo México foi bem ampla. O grau de abertura do regime de importações é próximo ao

¹⁷ “The trade liberalization has been the most traumatic in history. But these guys opened up in exchange for nothing (...)” Sebastian Edwards, em “On Eve of Miami Summit Talks, US comes under fire” The New York Times, 09/12/94, p. A4.

praticado pelos Estados Unidos e pelos países membros da Comunidade Econômica Européia. Em alguns setores (têxteis e aço) é ainda mais aberto. E desde 1994, sob a vigência do NAFTA, as tarifas de importação estão se reduzindo ainda mais.

A estabilização da moeda

Apesar do expressivo ajuste fiscal empreendido pelo governo de Miguel de La Madrid, da queda acentuada dos salários reais e do baixo nível de atividade econômica, a taxa anual de inflação atingiu o recorde de 160% ao final de 1987¹⁸, com forte tendência de aceleração. A inércia inflacionária foi então apontada como uma das principais causas do fracasso em se reduzir as taxas de inflação. A esta altura, persistir com o tratamento ortodoxo significaria ampliar ainda mais a recessão econômica, solução esta que dificilmente teria o suporte da sociedade mexicana. Ao final de 1987, o governo implementa um novo plano de estabilização da moeda - “Pacto de Solidariedade Económica” ou “Pacto” - repetindo o tratamento heterodoxo dos programas de estabilização brasileiro, argentino e israelense. O acordo congelou o salário mínimo, os preços públicos e a taxa de câmbio e teve ampla colaboração dos sindicatos de trabalhadores e das câmaras de empresários. Enquanto os sindicatos concordavam em “segurar” os salários, os empresários, por sua vez, concordaram em não elevar os preços acima dos valores pactuados. Desde então, o “solene e pomposo” acordo tem sido renovado (veja anexo A.3 p. 191) e tem administrado a política de rendas do país.

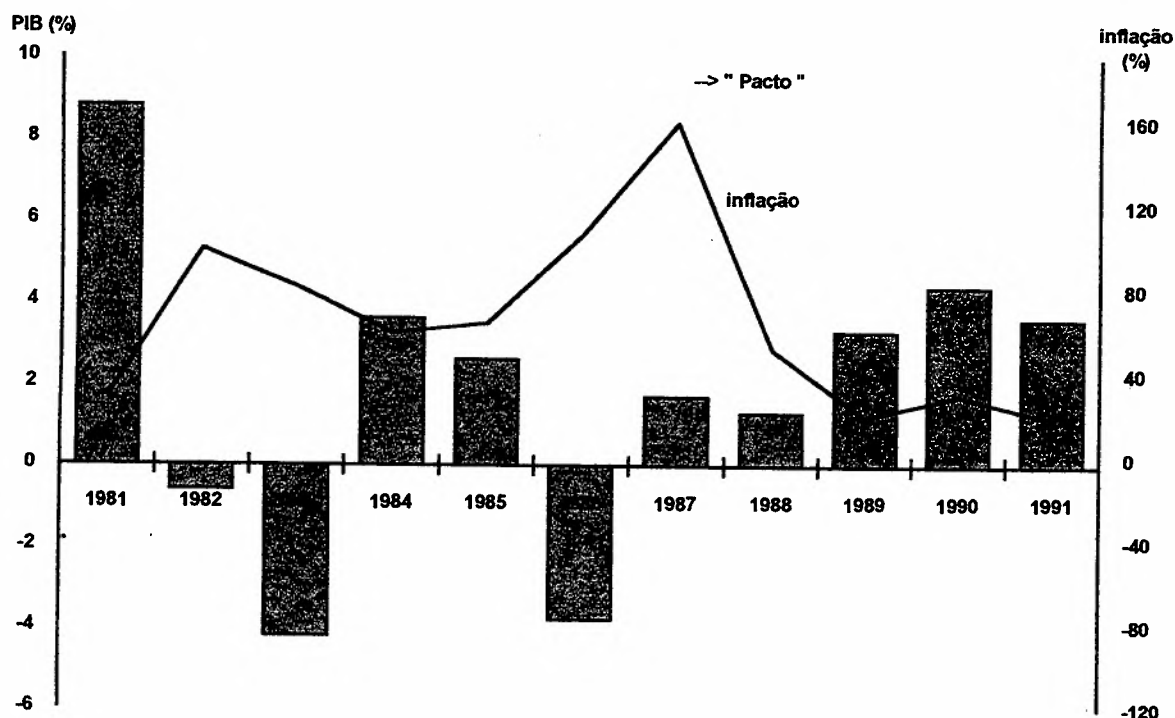
O programa de estabilização teve êxito em estabilizar a moeda. Durante o segundo semestre de 1988, a taxa média de inflação caiu para 1,2% ao mês, contra 9% ao mês registrada no ano anterior. A taxa anual de inflação reduziu-se para 20% em 1989 (veja Gráfico 2-2 p.69). O programa de estabilização teve o grande mérito de não agravar o quadro recessivo. Ao contrário, a atividade

¹⁸ Medida de dez/dez. Com base na inflação de dezembro de 1987, o índice anual equivalia a 180%.

econômica passou a responder de forma positiva imediatamente após sua implementação. Os salários reais reverteram a tendência de queda, embora permanecessem abaixo dos valores do início da década.

Gráfico 2-2

Taxas de inflação e crescimento econômico



Fonte: Banco do México. Inflação medida de dez/dez.

O sucesso da terapia heterodoxa para o México contrastou com o fracasso dos programas brasileiro e argentino. Vale ressaltar algumas diferenças entre o "Pacto", o Plano Cruzado (brasileiro) e o Plano Austral (argentino). Para alguns, o Pacto teve grande credibilidade devido ao superávit fiscal primário, insistentemente mantido pelo governo, permitindo que o

financiamento inflacionário representasse pequena parcela.¹⁹ Mesmo em circunstâncias econômicas adversas, como o terremoto na cidade do México (1985) e a queda nas receitas de petróleo (1986), o governo sustentou o superávit primário. Entre 1988 e 1990 o superávit primário manteve-se em torno de 8% do PIB (Ver Tabela 2-3 p. 71). Como o “Pacto” não contou com suporte externo (diferentemente do plano israelense, por exemplo), o controle das contas públicas foi um dos pilares para sua credibilidade.

Deve-se ressaltar que, além da redução nos gastos públicos, o equilíbrio fiscal foi devido, em grande parte, às desvalorizações cambiais. Por ser um país produtor e exportador de petróleo - cujas receitas pertencem ao Estado - as desvalorizações cambiais agiram de forma positiva sobre a poupança pública mexicana.²⁰ Isto contrastou com o que ocorreu no Brasil e na Argentina, cujas desvalorizações cambiais produziam efeito adverso sobre a poupança pública.

Por outro lado, quando se observa que a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) permaneceu negativa durante todo o sexênio de de La Madrid, o superávit primário mostrou ser uma condição necessária, como destacado por Dornbusch, mas não suficiente²¹. (Ver Tabela 2-3 p.71 e Gráfico 2-3 p.71) Durante todo este período, o governo praticou elevadas taxas de juros como forma de evitar a fuga de capitais. A redução dos juros internos só ocorreu a partir de 1989, com a renegociação da dívida externa pública mexicana, conforme observado no primeiro capítulo.

¹⁹ Veja Dornbusch (1989)

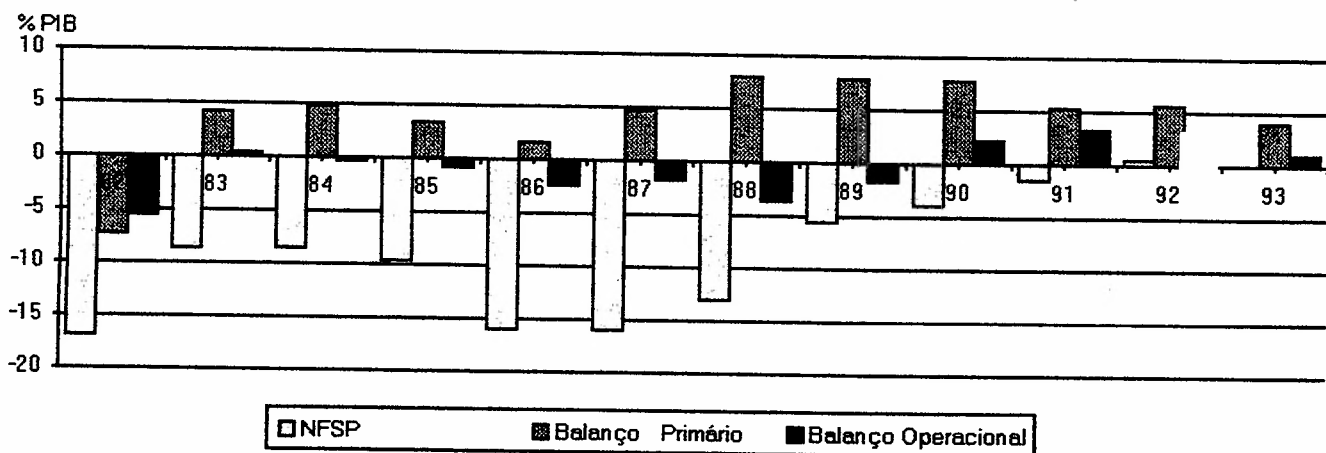
²⁰ “(...) El aumento del ahorro público externo, que jugó un papel tan destacado en el ajuste de las finanzas públicas, fue, en su mayor parte, un efecto fiscal de las devaluaciones cambiarias que revalorizaron en moneda local el superávit en divisas del sector público (...) junto a la caída de la inversión pública, es la razón por la que el vuelco de las finanzas públicas pudo ser tan espectacular (...)” (Ros, 1992:9)

²¹ Ver Urzúa (1993)

Tabela 2-3 e Gráfico 2-3

Indicador das finanças públicas (% PIB)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NFSP	-16,9	- 8,6	- 8,5	- 9,6	-16,0	-16,0	-13,0	- 5,6	- 3,9	- 1,5	0,5	nd
Balanço Primário	- 7,3	4,2	4,8	3,4	1,6	4,7	8,0	7,9	7,8	5,3	5,6	3,7
Balanço Operacional	- 5,5	0,4	- 0,3	- 0,8	- 2,4	- 1,8	- 3,6	- 1,7	2,2	3,3	3,6	1,1



Fonte : Banco de Mexico. NFSP = Necessidade de Financiamento do Setor Público Excluem rendimentos de privatizações. (-) déficit

As reservas cambiais também desempenharam importante papel no processo de estabilização da moeda. Estas permitiram sustentar a taxa nominal de câmbio e manter a abertura comercial, reduzindo as expectativas inflacionárias. No início do “Pacto”, o governo tinha reservas cambiais estimadas em US\$ 13,6 bilhões , que cresceram para US\$ 16 bilhões meses depois. Lustig (1992:51) comenta que no primeiro ano de vigência do “Pacto”, US\$ 10 bilhões em reservas foram gastos, principalmente na importação de

alimentos básicos.²² Os planos Cruzado e Austral não contaram com a mesma sorte.

A estabilidade política que caracteriza o México também pode ser considerada como um importante elemento para o sucesso do Plano. Neste particular, o diferencia não só do Brasil e Argentina, como também de vários outros países latino-americanos. O PRI - Partido Revolucionário Institucional - está no poder desde 1929 e controla amplamente o poder legislativo (este aprova os projetos do executivo em sua totalidade), e mesmo o poder judiciário. O caráter autoritário e corporativo do governo mexicano, e sua influência sobre os sindicatos de trabalhadores, permitiu-lhe manter os salários em níveis reduzidos. Apesar da queda dos salários reais observada entre 1982 e 1988 (Gráfico 2-1 p. 58), o “Pacto” teve amplo apoio das centrais sindicais e, ao contrário do que ocorreu no Brasil e na Argentina, não ocorreram ações na justiça exigindo a reposição dessas perdas salariais.

O sindicalismo mexicano pode ser considerado como parte integrante do sistema corporativo do país. Desde a implementação do “Pacto”, em dezembro de 1987, os sindicatos e as câmaras empresariais reconhecem sua própria subordinação ao Estado e contribuem ativamente para o cumprimento das metas estabelecidas pelo governo. Os sindicatos mexicanos aceitam que os salários sejam reajustados a partir da inflação projetada pelo governo (Ver anexo A.3 p. 191). Como é de se esperar, as taxas projetadas situam-se, sistematicamente, abaixo da inflação de fato. Este procedimento mantém os

²²“(…) A year later, in March 1989, foreign reserves were estimated at about US\$ 6 billion. That is, the “cost” of the policy package, measured in terms of loss in reserves, was about US\$ 10 billion. In a way, foreign reserves in Mexico played the role that U.S. financial support had played in the Israeli stabilization program (...) (Lustig 1993: 51). Obviamente, as reservas eram consideradas elevadas na época do “Pacto”. Em 1994, esse valor seria considerado insuficiente.

salários deprimidos, quando comparado com o índice geral de preços. Os ganhos salariais decorrem da valorização cambial e outros mecanismos adotados pelas empresas. Consta que numa das negociações do “Pacto”, o líder sindical Don Fidel Velasques (e portanto representante dos trabalhadores) solicitou ao governo que concedesse “reajuste zero” aos salários dos trabalhadores, em nome da estabilidade dos preços.

A subordinação ao Estado ocorre não só por parte dos sindicatos dos trabalhadores, mas também das câmaras empresariais. A existência de uma estrutura burocrática e coercitiva de regulamentação e de fixação de preços permitiu fiscalizar o cumprimento do congelamento e inibir reajustes fora dos compromissos do “Pacto”. Conforme pontuado por Zapata (1994), este tipo de relacionamento Estado-Empresários-Sindicatos parece ser único no contexto latino-americano:

“ (...) La importancia del mecanismo del PECE, concebido como un instrumento de consertación social, y su aparente éxito lo convierte, en el contexto latinoamericano, en la única experiencia en que la estabilización económica ha seguido al esfuerzo de concertar a los principales actores corporativos. Una evaluación comparativa de estos pactos para los casos de Argentina, Brasil y México demuestra que su éxito en México está directamente vinculado a la existencia de la estructura corporativa que preexistía a su implementación. En los dos otros países, en el período 1986-1991, varias formas de pacto han sido puestos en marcha pero todos han fracasado dada la ausencia en esos países de una coincidencia sustantiva entre los intereses del Estado, de los empresarios y de los trabajadores sindicalizados (...) Además, los logros obtenidos por los pactos se presentan publicamente como un éxito de los trabajadores y no como el resultado de una política estatal. Así, las confederaciones obreras aparecen como representantes eficaces de los intereses de los trabajadores mientras el

Estado, en aras de mantener su alianza política puede facilmente pagar el precio de no reivindicar la paternidade del éxito de la consertación (...) ” (Zapata, 1994:15,16)

Conclui-se que a estabilização mexicana, embora empregasse o mesmo receituário heterodoxo, apresentou singularidades que a distinguiram dos programas de estabilização brasileiro e argentino. Curiosamente, apesar dos resultados positivos do “Pacto”, pela primeira vez o partido governista esteve próximo de perder o poder no México. As eleições presidenciais realizadas oito meses após a implementação do programa (agosto de 1988) foram marcadas por denúncias generalizadas de fraude eleitoral. O presidente mexicano então empossado, Carlos Salinas de Gortari, é até hoje acusado de ter usurpado o poder de seu adversário político Chautémoc Cardenas.

Sobre a taxa de câmbio real no México.

Durante o sexênio de Miguel de La Madrid, uma das prioridades foi manter a taxa de câmbio competitiva, devido à necessidade de gerar superávit na balança comercial. Juntamente com as restrições às importações, esta forma de gerenciamento permitiu equilibrar o balanço de pagamentos. A partir do plano de estabilização, a taxa de câmbio passou a exercer importante papel na política anti-inflacionária. Conforme observei antes, manter o superávit primário nas contas públicas e reduzir as taxas de inflação não foram suficientes para o retorno da confiança na economia mexicana. As expectativas negativas só vieram a se reverter com a renegociação da dívida externa, a decisão de reprivatizar os bancos nacionalizados em 1982 e a possibilidade do tratado de livre comércio com os Estados Unidos e Canadá (NAFTA). A reversão das expectativas e a situação externa favorável levaram à entrada massiva e crescente de capitais externos²³ permitindo sustentar a taxa nominal de câmbio, a despeito do crescente déficit comercial e do elevado serviço de sua dívida externa.

A implementação do plano de estabilização heterodoxo permitiu ao México apresentar resultados rápidos e eficientes no combate à inflação. A experiência tem mostrado que a manutenção dos programas heterodoxos requer a observância de alguns pré-requisitos básicos, responsáveis pelo fracasso de planos de estabilização semelhantes.²⁴ Em primeiro lugar, parece haver consenso sobre a importância da taxa de câmbio e a inviabilidade de mantê-la fixa (ou pré-estabelecida) sob condições de déficit fiscal, financiado pela

²³ Ver Capítulo III

²⁴ Ver Kiguel e Liviatan (1991) e Kiguel (1992)

expansão monetária. Neste caso, com o decorrer do tempo, o mercado passa a apresentar elevado grau de ceticismo quanto à capacidade do governo em sustentar a taxa de câmbio valorizada. O câmbio valorizado reflete nas taxas de juros internas, que passam a embutir o risco da desvalorização cambial. Num círculo vicioso, a expansão monetária pressiona as taxas de inflação, com a conseqüente valorização cambial, perda de reservas internacionais e ataques especulativos. Um exemplo típico foi o que ocorreu na Argentina (ao final dos anos 70 e em 85), no Chile (no início dos anos 80) e no Brasil, (em 87). Mesmo admitindo que o déficit fiscal mexicano tenha sido mantido sob controle (conforme observado na Tabela 2-3, p. 71) a taxa de câmbio real esteve sujeita a influências de outras variáveis, que a deslocaram de seu ponto de equilíbrio de longo prazo.

A taxa real de câmbio de longo prazo pode ser definida como uma variável que permite manter o equilíbrio no balanço de pagamentos de um país (no longo prazo), ou ainda, a taxa que reflete a competitividade externa de um país e a confiança dos agentes econômicos sobre fatores macroeconômicos fundamentais.²⁵ Seu valor, contudo, longe de ser fixo, imutável e de fácil determinação, depende do comportamento das variáveis que influenciam o resultado do balanço de pagamentos. Estas podem ser dependentes de fatores externos (portanto exógenos) como (1) os termos de troca, (2) os fluxos de capitais e (3) as taxas de juros internacionais; mas também endógenos como (1) as tarifas de importação, cotas e taxas de exportação, (2) o controle de capitais, (3) subsídios etc.²⁶

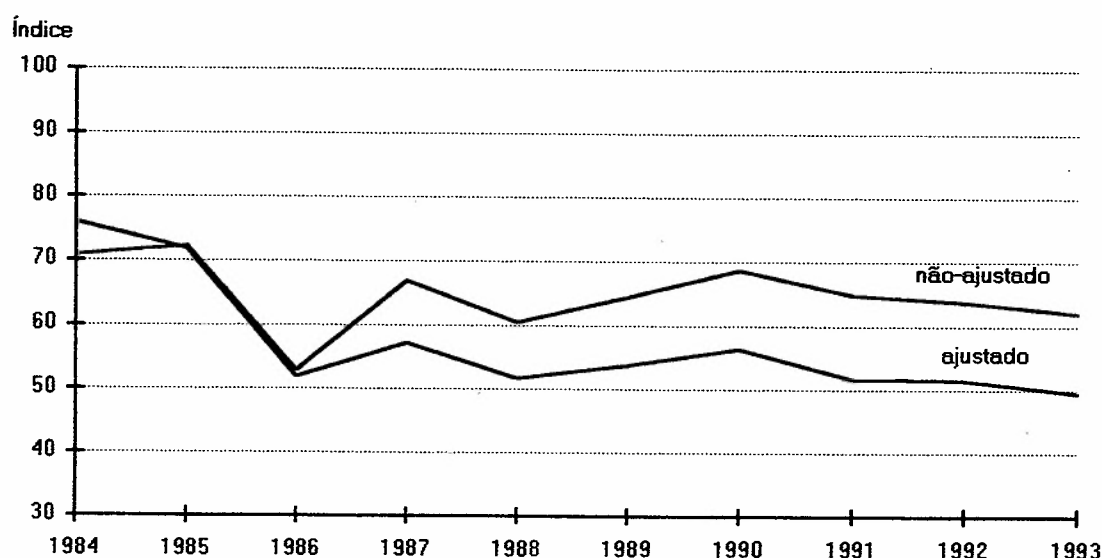
²⁵ Ver Zini Jr. (1993) e Edwards (1988 e 1993)

²⁶ Ver Edwards (1988 e 1993)

valorizam-se *vis-à-vis* suas importações), haverá maior ingresso de divisas externas hoje para a mesma quantidade exportada ontem. Por outro lado, se a melhora nos termos de troca ocorrer com produtos primários, a taxa de câmbio que equilibra o balanço de pagamentos poderá não ser competitiva para o setor manufatureiro exportador. O país torna-se altamente dependente das exportações de produtos primários, tornando-se vulnerável a choques exógenos desfavoráveis. O Gráfico 2-4 mostra que os termos de troca das exportações mexicanas sofrem perdas constantes. A melhora nos termos de troca ocorreu apenas em 1987 e 1990 devido ao aumento nos preços do petróleo.

Gráfico 2-4

Termos de troca



Fonte: Sexto Informe de Gobierno (1994:157) com base em dados do Banco do México - 1971 = 100. O termo ajustado reflete a influência devido à mudanças nas taxas de juros internacionais, no serviço da dívida externa.

A liberalização financeira é outra variável que influenciará o câmbio real, especialmente se o regime cambial adotado é fixo ou “quase-fixo”. Como regra geral, os programas de estabilização econômica adotam, num primeiro instante, o aumento expressivo das taxas internas de juros. Isto para evitar que a demanda interna aumente de forma indesejada e exerça pressão sobre os preços internos. A liberalização financeira, por sua vez, oferece maior mobilidade de capital entre ativos internos e externos. O diferencial entre as taxas de juros interna e externa passa a atrair capitais externos. Estes, se não forem adequadamente intermediados acabam se destinando ao crédito doméstico, financiando bens de consumo, em detrimento dos investimentos.²⁷ Por isso, vários autores argumentam que a liberalização financeira deve ser postergada durante o processo de estabilização da moeda e da abertura comercial. Isto permitiria ao setor real da economia se ajustar à nova situação.²⁸

Por sua vez, a abertura comercial influirá na taxa real de câmbio e pode contribuir para sua desvalorização. A redução de tarifas de importação significará excesso de oferta de bens comerciáveis, para a mesma capacidade instalada, o que tende a torná-los mais baratos (se os preços internos forem superiores aos preços internacionais). Na medida em que os preços domésticos dos bens competitivos são reduzidos e, admitindo que os bens comerciáveis e não-comerciáveis são substitutos, haverá maior demanda pelo primeiro em detrimento do segundo. Neste caso, a taxa real de câmbio se desvalorizará pois a taxa real de câmbio pode ser medida pela relação entre os bens comerciáveis

²⁷ Ver Ros (1993)

²⁸ Ver Edwards (1993:15) e Rodrick (1993)

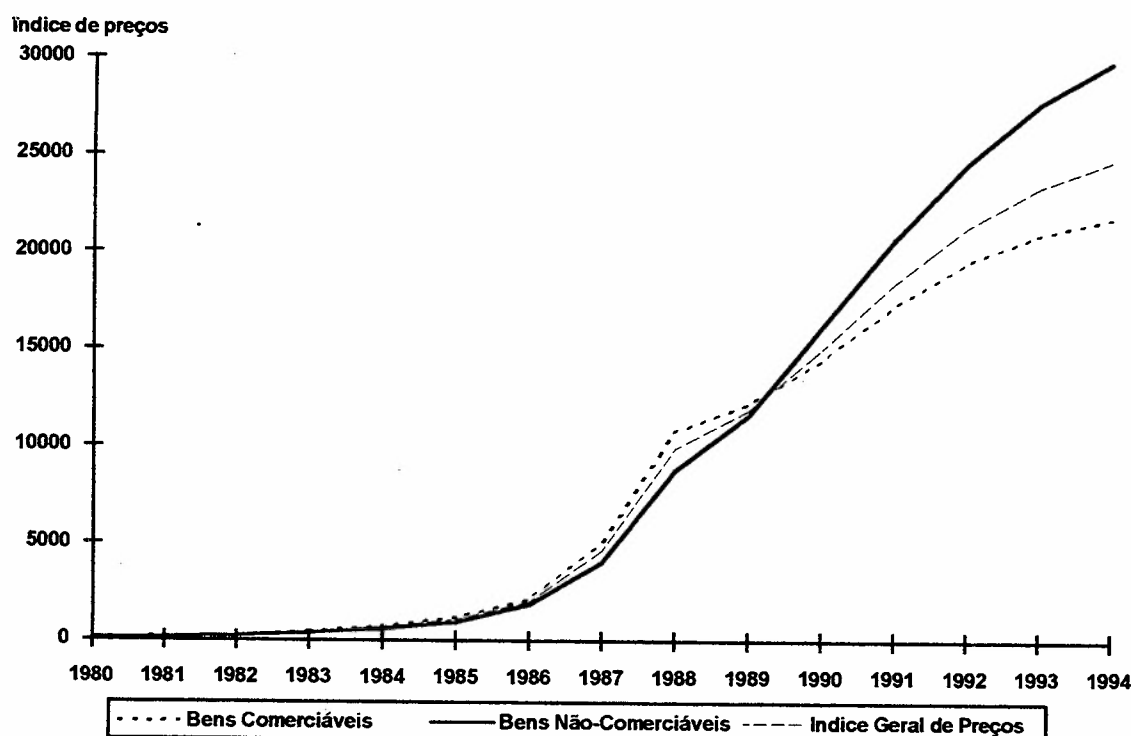
e os bens não comerciáveis²⁹. Esta situação pode se inverter, contudo, se sob o sistema de taxas de câmbio fixas ocorrer influxo de capitais externos, fomentando o crédito doméstico, como mencionei anteriormente. Neste caso, o aumento da demanda se distribuirá em bens comerciáveis e não-comerciáveis. Os preços domésticos dos bens comerciáveis tendem a acompanhar a variação cambial; porém os preços domésticos dos bens não-comerciáveis se ajustam segundo a oferta e a demanda interna, e são mais sensíveis ao aumento da demanda. Seus preços tendem a acompanhar (ou ser superiores) à inflação interna. Sob um regime de câmbio fixo, a inflação interna tende a ser superior à variação cambial. Com isso, a variação entre os preços dos bens comerciáveis e dos bens não-comerciáveis altera-se em favor do segundo, valorizando a taxa real de câmbio.

O Gráfico 2-5 (p.80) permite observar o comportamento do índice de preços dos bens comerciáveis e dos bens não comerciáveis no México. Fica claro que a partir de 1989, com a entrada de capitais externos, o índice de preços dos bens não-comerciáveis aumentou mais que o índice de preços dos comerciáveis, sugerindo a valorização do câmbio real.

²⁹ Ver Edwards (1988). Bem comerciável é aquele que inclui bens de exportação e de importação, cujo preço é determinado pelo comércio internacional. Bem não-comerciável é aquele que não faz parte do comércio internacional. Ver Zini Jr. (1993)

Gráfico 2-5

Índice de Preços - geral, bens comerciáveis e bens não-comerciáveis



Fonte: Informe Geral da Presidência (1994:46). Índice 100 para 1980. Para o ano de 1994 dados até o mês de agosto.

O aumento da produtividade no trabalho é outro fator que poderá se contrapor à valorização da taxa de câmbio. Ganhos de produtividade no setor manufatureiro, que superem os do resto do mundo, tornam o país mais competitivo (o mesmo efeito que desvalorizar a taxa de câmbio). Os dados disponíveis sugerem que o aumento da produtividade no setor manufatureiro mexicano foi modesto. Dados do Banco Mundial (1992) mostram que a produtividade no trabalho, entre 1988 e 1991, passou do índice 92,7 para 105,1. Edwards (1993:24) afirma que a produtividade no trabalho do setor manufatureiro mexicano (excluindo as “maquiladoras”) aumentou a uma taxa média de 2,3 % ao ano. Da mesma forma Ros (1993: 26 e 1993a:21), mesmo

admitindo que a produtividade tenha crescido acima de suas taxas históricas (entre 1990 e 1991) e que parte desse crescimento possa ser creditado à abertura econômica, afirma que a apreciação real do peso mexicano desde 1988 não só anulou como superou os efeitos positivos desses ganhos de produtividade. E mais, que os ganhos de produtividade no setor manufatureiro ficaram concentrados em poucos setores, já tradicionalmente exportadores, como a indústria automobilística, metais básicos e alimentos. Cinco dos nove grandes grupos que compõem o setor manufatureiro apresentaram redução no crescimento da produtividade, após a abertura comercial de 1985. O pior desempenho ocorreu justamente entre os setores passíveis de substituição por produtos por importados. Este é o caso das indústria têxteis e a indústria de madeira, setores que apresentam maior aumento nas importações.²⁹

Analisando agora o gerenciamento da taxa de câmbio no México, observa-se que esta esteve sujeita a cinco formas de intervenção, após dezembro de 1987. Inicialmente o câmbio ficou congelado por onze meses. Em seguida, foi anunciada a desvalorização fixa de 1 peso ao dia. A partir de maio de 1990, a desvalorização reduziu-se a 80 centavos por dia e a 40 centavos em novembro do mesmo ano. O governo tentou abolir o controle do câmbio em novembro de 1991, porém sem sucesso. Em outubro de 1992, o Banco Central permitiu que o peso mexicano “flutuasse” dentro de limites pré-estabelecidos (“banda de fluctuación”). A “banda” manteve a depreciação diária de 4 pesos³⁰ do valor máximo para a venda, enquanto o valor mínimo para compra permanecia fixo em 3.050 pesos/dólar (Ver Anexo A.4 p. 192).

²⁹ Ver Ros (1992:12) Sobre a produtividade no México, veja também OECD (1992).

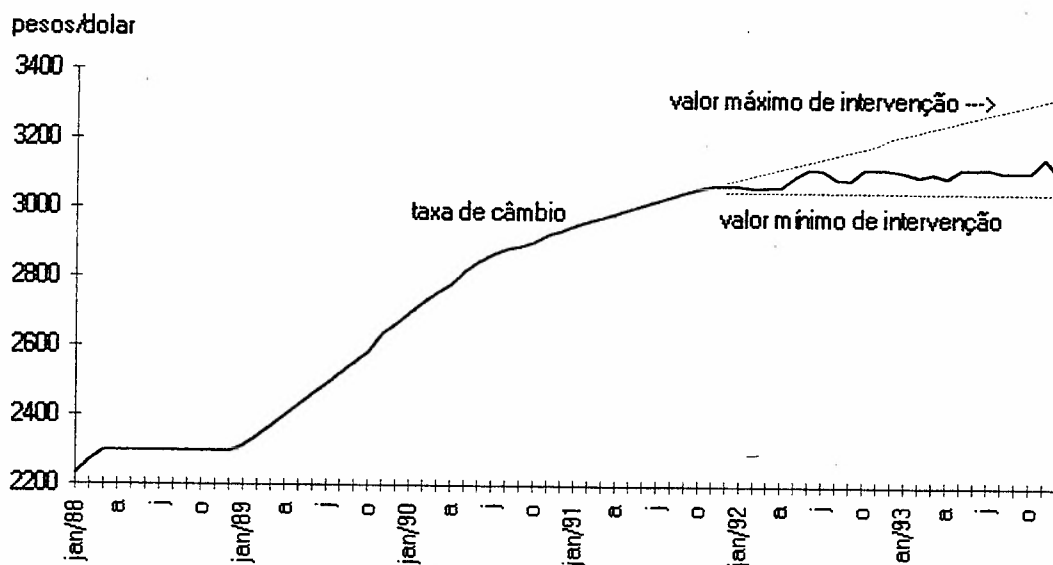
³⁰ Isto equivale a 0,004 novos pesos, após a reforma monetária que cortou três zeros na moeda, adotada no mesmo ano.

Ao adotar a “banda cambial” e desistir de fixar a taxa de câmbio³¹, o governo mexicano tentou evitar que a valorização cambial se acentuasse ainda mais. Contudo, o fato do mercado determinar a taxa de câmbio não a colocou em posição de equilíbrio de longo prazo. O influxo de capitais externos, mesmo após a adoção da “banda”, colocou o mercado em uma situação de excesso de oferta de divisas externas. Isto fez com que o equilíbrio entre a oferta e a demanda de moedas ocorresse sob uma taxa de câmbio valorizada. Esta situação reverteu-se parcialmente no início de novembro de 1993. Diante do nervosismo do mercado financeiro de investidores quanto à aprovação do tratado de livre comércio - NAFTA - pelo congresso norte-americano, o Banco Central mexicano passou a anunciar mudanças nos pontos de intervenção da taxa de câmbio e permitiu pequena desvalorização cambial. O “topo” da banda foi elevado de 3,1509 para 3,3042 novos pesos por dólar, significando a desvalorização de 4,9%. O Gráfico 2-6 (p. 83) mostra o comportamento da taxa de câmbio desde 1988 até o final de 1993.

³¹ A adoção de desvalorização fixa (ou absoluta) como adotado a partir de dezembro de 1987 até novembro de 1991 significou o mesmo que taxas decrescentes de desvalorização.

Gráfico 2-6

Taxa de câmbio (pesos/US\$) e valores máximo e mínimo de intervenção



Fonte: Banco do México

Desta forma, torna-se improvável que a regra cambial fixa (ou mesmo que admita desvalorizações *ex-ante*), adotada pelo governo mexicano, tenha permitido manter a taxa real de câmbio em seu ponto de equilíbrio. Para que isso fosse possível, a resultante das variáveis que influenciaram a taxa de câmbio real (que conforme mostrei, sugerem a valorização cambial) teria que convergir segundo a regra de desvalorização cambial adotada.

Enfim, ciente das limitações na determinação da taxa real de câmbio, a forma usual para seu cálculo considera o diferencial entre a inflação de um dado país e a inflação de seus parceiros comerciais mais constantes, medido pela evolução do índice de preços ao atacado (considerado como o índice que melhor reflete a variação de custos dos produtores). Para manter a taxa real de

câmbio em equilíbrio, as desvalorizações cambiais devem igualar-se à esse diferencial.³³ Como, historicamente, entre 70% e 80% das exportações e importações mexicanas se dão com os Estados Unidos, o cálculo utilizado neste trabalho considerou o diferencial das taxas de inflação entre esses dois países e, conseqüentemente, a desvalorização do peso mexicano em relação ao dólar norte-americano, ou:

$$e = \Delta IPA_e \cdot \Delta e_n / \Delta IPA_i \quad (2.1)$$

onde:

e = taxa real de câmbio

e_n = taxa nominal de câmbio

IPA_e = índice de preços ao atacado (externo)

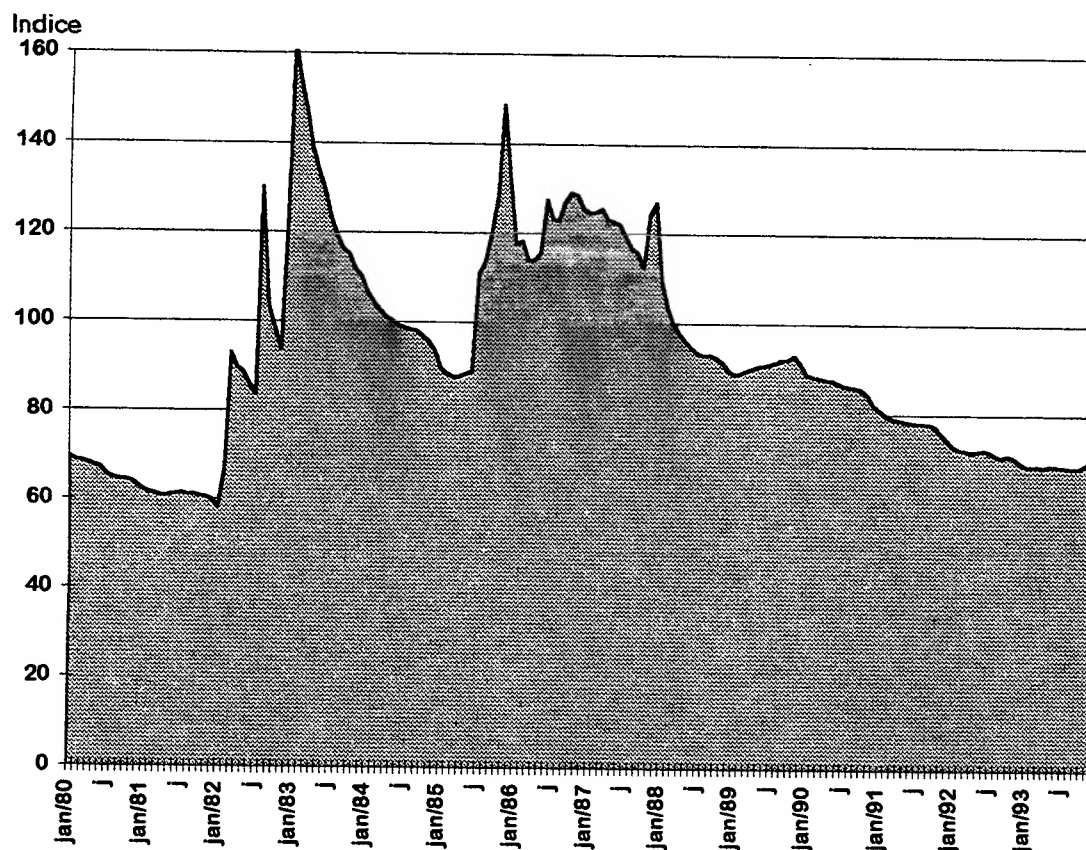
$IPCI$ = índice de preços ao atacado (interno)

Δ = variação

³³ Outras metodologias adotam, por exemplo, índices de custo de mão de obra entre países medindo, neste caso, quantas horas de salário de um país "A" podem ser comprados com a média salarial do trabalhador "B" em outro país, pelo fato que os custos de trabalho serem mais estáveis do que os bens produzidos em um país. Esta metodologia fica sujeita a críticas em primeiro lugar, pela dificuldade em se conseguir dados periódicos e, em segundo, por considerar apenas um fator de produção - o trabalho.

Gráfico 2-7

Taxa de câmbio real - México (1980 - 1993)



Fonte: Cálculo do autor, segundo a Equação (2.1) com base em dados do Banco do México .
O índice 100 corresponde a média do primeiro semestre de 1988.

Segundo esse critério, o Gráfico 2-7 mostra que ao final de 1993, a taxa real de câmbio atingiu valores muito próximos ³⁴ àqueles que antecederam a crise da dívida externa, em 1982, ou seja, no período em questão o câmbio se encontra em seu nível mais elevado!

³⁴ Quanto menor o índice, mais sobrevalorizado está o câmbio.

Conforme afirmei anteriormente, a taxa real de câmbio não deve ser interpretada como um valor fixo, imutável e de fácil determinação. Admitir que a taxa de câmbio possa permanecer constante por mais de uma década, como estou fazendo neste trabalho, pode levar a interpretações equivocadas. A economia mexicana dos anos 90 distingue-se daquela dos anos 80. Ficou claro, porém, que distintos métodos de cálculo indicam sua apreciação. Esta percepção é compartilhada pelo mercado, que tem demonstrado ceticismo na capacidade do governo mexicano em manter a paridade cambial. Prova disso é o aumento nas taxas de juros em títulos do governo que contêm o risco da desvalorização cambial. Em novembro de 1993, por exemplo, às vésperas da votação do NAFTA pelo congresso norte-americano, a pressão sobre o câmbio fez com que as taxas de juros internas fossem elevadas, em apenas um dia, em quase 10 pontos percentuais, passando de 19 % para 28%. Os títulos públicos expressos em pesos (CETES - 28 dias) elevaram-se para 17,23% a.a., significando um aumento de 3,77 % em relação ao dia anterior.³⁴

³⁴ Ver Banco do México - The Mexican Economy (1994:98)

A abertura comercial e a variação do câmbio real

O grau de abertura comercial de um país é normalmente avaliado por suas tarifas de importação. As tarifas de importação atendem a dois objetivos básicos: servir como fonte de receita para o governo e proteger a indústria doméstica da competição internacional. A forma mais comum e explícita de taxar um bem importado é através da tarifa “ad valorem”, em que o governo recebe uma fração do valor do bem importado, na forma de impostos. A indústria doméstica, por sua vez, recebe determinado grau de proteção na medida em que se agrega ao valor do bem importado, o valor da tarifa de importação. O preço final do bem importado será maior que o de seu país de origem.³⁵

Além das tarifas de importação, a taxa de câmbio é outra variável importante nas relações comerciais. Ela correlaciona os preços dos bens produzidos internamente com os do resto do mundo. Isto significa, de maneira simples, o grau de competitividade internacional de um país. Quanto maior a taxa de câmbio (moeda local/moeda externa) mais competitivo é o país nos mercados internacionais. E mais caro (menos competitivos) se tornam os bens importados, no mercado doméstico. Desta forma, a taxa de câmbio expressará a relação entre o preço do bem produzido internamente e o preço do bem importado. A valorização da taxa de câmbio significará que mais unidades do bem importado são necessárias para se trocar por uma unidade do bem doméstico. Inversamente, a desvalorização cambial reduzirá o preço do bem produzido internamente em comparação com a do bem importado.³⁶

³⁵ Ver Krugman e Obstfeld (1988:179)

³⁶ Ver Dornbusch (1993)

Pelos motivos expostos, quando o governo fixa a tarifa nominal de importação determina, concomitantemente, o “grau” de proteção à indústria doméstica. Esse “grau” de proteção dependerá, ao mesmo tempo, da tarifa de importação e da taxa de câmbio. Se a taxa de câmbio se altera em termos reais, mantendo-se inalterada a tarifa nominal de importação, o grau de proteção à indústria também se alterará. Assim, se o governo permite que a taxa de câmbio se valorize em termos reais, está admitindo, implicitamente, que a indústria adquiriu ganhos equivalentes de produtividade; ou que os custos das indústrias domésticas acompanharam a variação cambial. Por isso, desvincular a tarifa nominal de importação da taxa real de câmbio distorcerá o cálculo da “real” proteção com que conta a indústria doméstica.³⁷

Um modelo simples permite mostrar como a taxa de câmbio e as tarifas “ad valorem” estão interligadas, especialmente para bens finais: Suponha que, na ausência de subsídios ou prêmios, um bem importado, cujo preço é fixado em moeda estrangeira (P_i) e sujeito à taxa nominal de câmbio (e_n) e à tarifa nominal de importação (t), tenha seu preço fixado em moeda nacional (P). Neste caso, (P) será dado pela Equação:

$$P = (1+t) e_n P_i \quad (2.2)$$

Como o governo deseja que o produtor nacional permaneça no mercado, a combinação da tarifa nominal de importação (t) e da taxa nominal de câmbio (e_n), permitirá à indústria doméstica competir com o bem importado. O

³⁷ Existem, é claro, diversas formas de impor barreiras não-tarifárias em um país o que, contudo, não será analisado neste trabalho.

produtor doméstico que produz um bem similar ao importado igualará seu preço ao preço do bem importado.

Com o decorrer do tempo, mesmo que a tarifa nominal de importação permaneça constante, a taxa nominal de câmbio poderá variar. A variação do câmbio nominal afetará a taxa “real” de câmbio.³⁸ Ou seja, o câmbio em termos reais poderá (1) permanecer constante, (2) valorizar-se ou (3) desvalorizar-se. Se ao longo do tempo, a variação da taxa nominal de câmbio (Δe_n) igualar o diferencial entre a inflação interna e externa - $\Delta e_n = \Delta IPCi / \Delta IPCe$ - a taxa real de câmbio permanecerá constante. A taxa real de câmbio valorizar-se-á se $\Delta e_n < \Delta IPCi / \Delta IPCe$ ou desvalorizar-se-á se $\Delta e_n > \Delta IPCi / \Delta IPCe$.

Admitindo que o preço do bem importado (P_i) e a tarifa nominal de importação (t) permaneçam constantes, o grau de proteção à indústria permanecerá constante se a variação nos custos do fabricante nacional coincidir com a variação da taxa nominal de câmbio. Se os custos do fabricante nacional diferirem da variação nominal do câmbio, o efeito será o mesmo que alterar a tarifa nominal de importação.

A partir deste raciocínio, é possível calcular a tarifa “real” de importação, que denominarei de “ t_r ”, descontando-se da tarifa nominal de importação (t) os efeitos da variação na taxa real de câmbio (e), segundo a Equação:

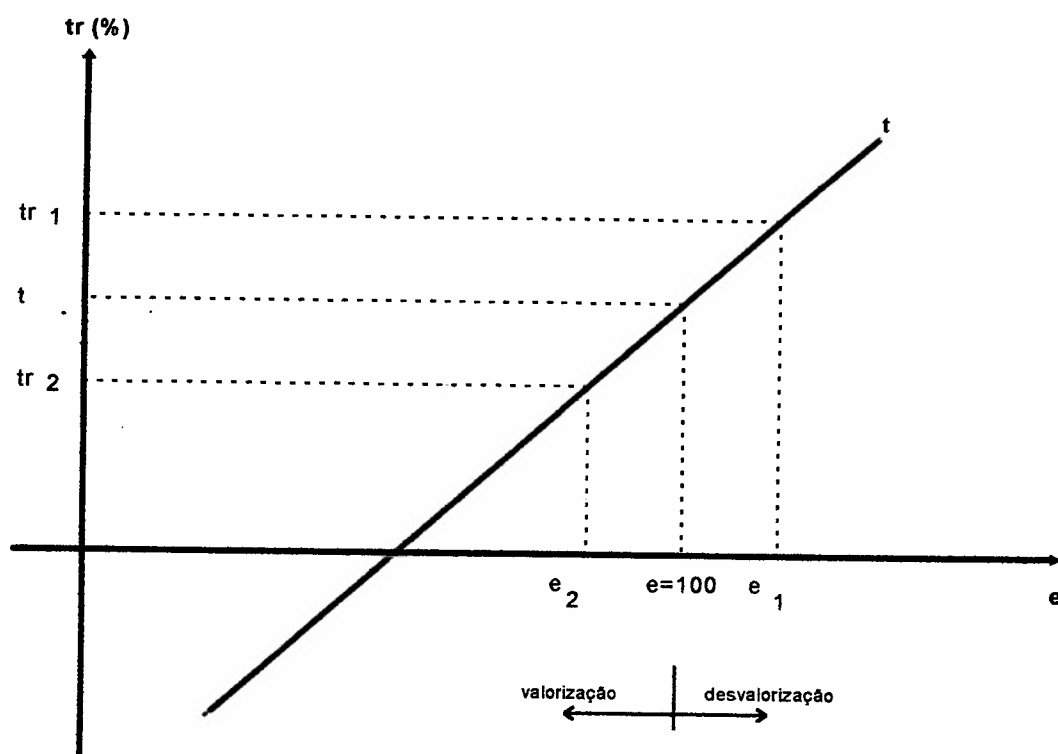
$$t_r = [(1+t) (e/100)] - 1 \quad (2.3)$$

³⁸ Estou assumindo a taxa real de câmbio (e) como o diferencial entre a variação de preços externo e interno vezes a variação da taxa nominal de câmbio, conforme descrevi na equação 2.1 p. 84, ou $e = \Delta IPCe \cdot \Delta e_n / \Delta IPCi$. Admito também que os insumos domésticos e os salários são reajustados segundo a variação dos preços internos, ou $\Delta IPCi$.

A Equação (2.3) admite $e = 100$ como a taxa real de câmbio de longo prazo, vigente ao se fixar a tarifa nominal de importação (t). Ou seja, para a taxa real de câmbio $e = 100$, a tarifa nominal de importação (t) coincide com a tarifa real de importação (t_r). O Gráfico 2-8 permite interpretar a Equação (2.3) mostrando a relação entre a taxa real de câmbio (e) e a tarifa real (t_r).

Gráfico 2-8

Relação entre a tarifa real de importação (t_r) e a taxa real de câmbio (e)



Fonte: cálculos do autor.

Se ao longo do tempo a taxa de câmbio real permanecer constante ($e = 100$), a tarifa real de importação (t_r), equivalerá à tarifa nominal (t). Desta

forma, a proteção à indústria permanecerá inalterada, independentemente se seus custos de produção acompanharem a variação cambial ou a variação dos preços internos, pois estes são coincidentes.

$$e = 100 \Rightarrow t_r = t$$

Ocorrendo a desvalorização real do câmbio ($e_1 > e$), a tarifa real de importação (t_r) também se alterará. Entre outros fatores, a desvalorização cambial reduzirá os salários reais e favorecerá o setor exportador, por reduzir seus custos de produção. Como o fabricante nacional iguala seu preço ao preço do bem importado, ele agora poderá vender seu produto com maior margem de lucro. Isto, na prática, significa o mesmo que aumentar a proteção à indústria doméstica através do aumento da tarifa real de importação, pois $t_{r1} > t$.

$$e_1 > 100 \Rightarrow t_{r1} > t$$

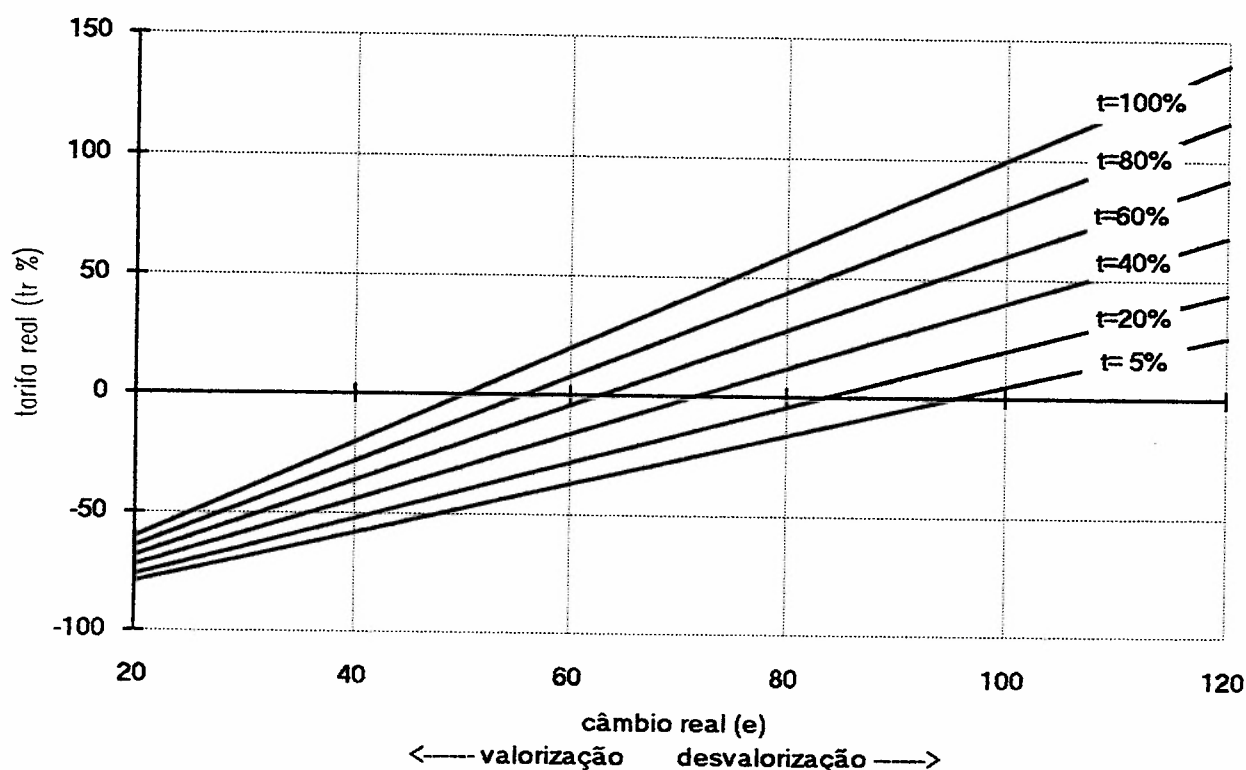
Ocorrendo o oposto, ou seja, a valorização cambial ($e_2 < e$) a tarifa real ficará abaixo da tarifa nominal ($t_{r2} < t$). Embora a tarifa nominal (t) permaneça constante, na prática isto significará o mesmo que reduzir as tarifas de importação. A taxa de câmbio valorizada significará que o bem importado custará, em termos reais, menos que o bem nacional. Persistindo a valorização cambial, a tarifa real de importação pode anular-se (instante em que a reta “t” cruza o eixo “e” no Gráfico 2-8), ou mesmo tornar-se negativa. Isto significará o incentivo à compra do bem importado em detrimento do bem nacional.

$$e_2 < 100 \Rightarrow t_{r2} < t$$

A Equação (2.3 p. 90) também permite observar que quanto menor a tarifa nominal de importação (t), maior será a elasticidade t_r/e . Isto significa que a tarifa real de importação se anulará ou se tornará negativa, mais rapidamente, em resposta à valorização cambial. Este comportamento pode ser visualizado no Gráfico 2-9. Adotando-se as tarifas praticadas pelo México, se o câmbio real valorizar e atingir o índice 83, a tarifa máxima de 20% se anulará. Da mesma forma, se câmbio real atingir o índice 95, o primeiro grau tarifário (5%) também se anulará. Abaixo desses valores, as tarifas reais tornam-se negativas, se mantidas constantes as tarifas nominais.

Gráfico 2-9

Tarifa nominal e tarifa real de importação (%).



Conforme pode ser observado, a valorização cambial terá o mesmo efeito que a redução tarifária, diminuindo a “proteção” da indústria doméstica. O produtor doméstico que deseje permanecer no mercado deverá reagir à concorrência externa, reduzindo seus custos. Supondo agora que os produtores domésticos incorram em custos a partir da Equação:

$$C = w + \alpha I_n + (1-\alpha) (1+t) e_n I_i \quad (2.4)$$

onde:

C = custo unitário do produto, em moeda nacional;

w = custo dos salários por unidade produzida; $w = (W/Q)$

I_n = custo do insumo nacional, por bem produzido

I_i = custo do insumo importado, por bem produzido

t = tarifa nominal de importação

W = total dos salários

Q = quantidade total produzida

α = proporção entre insumos nacional e importados, $(0 \leq \alpha \leq 1)$.

E como o produtor iguala o preço do seu produto ao preço do bem importado, seu lucro unitário (π) será a diferença entre o preço do bem importado e o custo do bem produzido internamente, ou :

$$\pi = P - [w + \alpha I_n + (1-\alpha) (1+t) e_n I_i] \quad (2.5)$$

A Equação (2.5) permite observar que o lucro unitário passa a depender do diferencial entre a variação dos preços internos e da taxa nominal de câmbio. Admitindo que os salários e os bens intermediários domésticos estão sujeitos à variação dos preços internos (ΔIPC_i), tem-se que:

$$\Delta\pi = (1+t) \Delta e_n P_i - [w (\Delta IPC_i) + \alpha I_n (\Delta IPC_i) + (1-\alpha) (1+t) \Delta e_n I_i] \quad (2.6)$$

Com a valorização cambial o lucro unitário (π) se reduzirá pois ΔIPC_i será maior que Δe_n . Como forma de preservar seu lucro total ($\pi.Q$), o produtor doméstico terá três alternativas básicas:

(1) reduzir o valor de “ w ”, através do aumento da produtividade. Ganho de produtividade se torna uma ferramenta para compensar a queda no lucro unitário de seu produto. Para isso o produtor deverá introduzir novas técnicas de produção e assimilar tecnologia moderna que, contudo, talvez não sejam suficientes.

(2) reduzir os custos de seus insumos, atuando no segundo e terceiro termos da Equação - $\alpha I_n (\Delta IPC_i) + (1-\alpha) (1+t) \Delta e_n I_i$. Isto pode ser feito substituindo insumos domésticos por insumos importados. Uma vez que os insumos domésticos têm seus preços sujeitos à variação dos preços internos (ΔIPC_i), como proposto neste modelo, a valorização cambial tornará o preço do insumo importado mais barato que o do insumo doméstico. A valorização cambial reduzirá o valor de “ α ” ($0 \leq \alpha \leq 1$), significando o aumento percentual do insumo importado na produção doméstica.

(3) compensar parte da perda no mercado interno pela maior penetração de seu produto no mercado externo. Neste caso, o produtor nacional procurará ampliar sua produção (Q), com vistas à exportação. O aumento da produção total compensará a queda do lucro unitário de seu produto. Obviamente, a condição para que o produtor nacional permaneça no mercado é que o lucro total ($\pi.Q$) seja suficiente para remunerar o capital investido.

Uma vez que o produtor doméstico ficará preso a reajustar o preço de seu produto de acordo com a variação cambial ele será forçado a reduzir seus custos de produção. A redução das tarifas de importação e a exposição dos produtores nacionais à competição externa portanto, forçarão o aumento de produtividade e, ao mesmo tempo, induzirão um “disciplinador de preços”.

A maneira como o conjunto da economia responderá à esta nova realidade é o grande desafio da abertura comercial. Se a economia reagir favoravelmente a este novo estímulo, o setor privado compensará a perda do lucro unitário de seu produto, por intermédio de ganhos de produtividade e de escala, e pela introdução de novas técnicas de produção. Isto permitirá ao país assimilar moderna tecnologia e ampliar suas exportações. Se os ganhos de produtividade compensarem a valorização cambial, haverá aumento real nos salários e no consumo doméstico.

Porém, se a economia responder de forma negativa, ocorrerá o aumento nas importações sem reação à altura das exportações. O excesso de oferta de bens sobre a capacidade instalada reduzirá as taxas de investimento do setor privado. E os importados substituirão os produtos daqueles setores que não

conseguirem competir. Torna-se mais barato importar que produzir. A menor produção doméstica levará ao aumento no desemprego e ao risco de desindustrialização. Neste caso, a reforma comercial não pode ser considerada bem-sucedida : o valor agregado na criação de novas atividades foi menor que o valor desagregado pela destruição delas.³⁹

Deve-se levar em conta o risco de aumentar as importações quando as exportações não aumentam no mesmo nível (no mínimo). Pois, de uma forma geral, as importações respondem com maior elasticidade à variação do câmbio que as exportações. Para os importadores existe um sem-número de fornecedores possíveis e conhecidos, enquanto que a indústria doméstica que deseje exportar nem sempre encontrará as mesmas facilidades. Na maioria dos casos a empresa doméstica necessitará de investimentos adicionais para adaptar seu produto a normas e padrões internacionais, que nem sempre coincidem com os nacionais. A falta de financiamento e de tecnologia adequada para competir com as importações pode levar ao desaparecimento de certos setores industriais.

Para Edwards (1994:12) a abertura comercial afetará a velocidade e eficiência da indústria doméstica proporcionalmente à sua capacidade em absorver as inovações tecnológicas, desenvolvidas no mundo industrial. Ou seja, a abertura econômica tende a beneficiar países que têm muita integração comercial (proporcionando-lhes crescimento em produtividade) em detrimento daqueles que apresentam pouca competição internacional. Sob este ponto de vista, a “convergência tecnológica” não necessariamente ocorrerá (ou não

³⁹ Este conceito foi utilizado por Agostin e Ffrench-Davis (1993:43)

ocorrerá com velocidade suficiente), se o país tem dificuldade em absorver tecnologia externa.

Além disso, quando a abertura econômica é bilateral e ocorre entre economias desproporcionais - como a mexicana e a norte-americana, por exemplo - os setores menos competitivos na menor economia tendem a desaparecer. Isto se deve à desproporcionalidade entre os mercados e ao desnível tecnológico. A estrutura de preços relativos permanece dominada pela economia mais forte. Enquanto os preços relativos do mercado norte-americano serão pouco influenciados pelas exportações vindas do México, o contrário não é válido. O aumento de importados norte-americanos no mercado interno do México, enquanto signifique pouco em acréscimo na produção total, pode ser suficiente para debilitar a indústria mexicana.⁴⁰

Finalmente, vale ressaltar que a abertura comercial empreendida pela América Latina busca aumentar a eficiência da indústria doméstica e alcançar nível internacional de competitividade. O maior grau de competição entre empresas nacionais e estrangeiras permitirá corrigir as distorções de preços relativos, característicos de mercados excessivamente protegidos. Contudo, cabe ao governo, como agente coordenador, o papel preponderante neste processo. Os incentivos à exportação somente ocorrerão se a taxa de câmbio remunerar adequadamente o produtor nacional. Isto é especialmente válido durante a transição de uma economia fechada e protegida, para uma economia exposta à competição internacional. O fracasso das experiências liberalizantes é comumente atribuído ao gerenciamento inadequado da taxa cambial:

⁴⁰ Veja Ros (1992:22)

"(...) A key question, then, is what determines a successful reform? Most historical studies on the subject have shown that maintaining a "competitive" real exchange rate during the transition is one of, if not the most, important determinant of successful trade reforms. A competitive, real exchange rate encourages exports, and helps maintain external equilibrium at the time the reduction in tariffs has made imports cheaper ." (Edwards 1993:13)

Abertura comercial e crescimento econômico

A estratégia de substituição de importações adotada pelo governo mexicano a partir da década de 50, teve sucesso em fomentar o crescimento econômico e suprir o mercado doméstico com bens produzidos internamente, antes importados. Com o tempo, porém, seus propósitos iniciais desvirtuaram-se. Essencialmente voltada ao mercado interno, a estratégia de substituição de importações não criou economias de escala suficientemente grandes para competir com os padrões internacionais. Via de regra, a proteção aos setores domésticos mostrou-se excessiva. As elevadas tarifas de importação, além de aumentar o custo dos bens intermediários e de capital, deixaram aqueles setores industriais ineficientes, dado o baixo grau de competição.

O modelo de industrialização via substituição de importações sofreu ainda um duro golpe com a crise da dívida externa e a conseqüente ausência de créditos internacionais. A necessidade de gerar divisas externas via exportação demonstrou que os países latino-americanos deveriam se tornar mais competitivos para enfrentar a concorrência internacional. Produzir para um mercado maior -- interno e externo -- e mais competitivo, permitiria ainda a redução dos custos marginais e obrigaria obter ganhos de eficiência.⁴¹ Além disso, a redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias - que acompanham a abertura comercial - rumo a um regime "mais transparente" (com tarifas uniformes e isentas de subsídios) reduziria a ação de grupos econômicos privilegiados no passado pela ação protecionista do governo.

⁴¹ Ver Ros (1993) e Lustig (1992a:10)

Por esses motivos, diante do esgotamento do modelo de importação de substituições, uma das finalidades da abertura comercial mexicana foi transformar o comércio internacional em fonte de crescimento econômico. A mudança para a estratégia de “market-oriented” esteve fortemente influenciada pela comparação entre o desempenho dos países latino-americanos e dos países asiáticos, durante a crise da dívida externa nos anos 80. Enquanto os países latino-americanos que tinham persistido na estratégia de substituição de importações (“inward-looking”) apresentavam fraco desempenho econômico, os países asiáticos, que haviam implementado políticas agressivas de promoção às exportações, apresentavam crescimento estável do produto e da renda per capita.

O propósito deste trabalho não é comparar a estratégia de abertura comercial empreendida pelo México e pelos países asiáticos. Deve-se destacar, porém, alguns pontos comuns e outros divergentes. Nos países latino-americanos, de forma geral, a abertura econômica vem ocorrendo de forma “brusca” e com o Estado assumindo um papel passivo. Nos países asiáticos, o processo de abertura ocorreu com o Estado participando ativamente junto à estrutura produtiva, orientando-a para os mercados internacionais.⁴² Ou seja, o alto desempenho exportador dos países asiáticos deveu-se ao setor privado -- porém, este teve amplo apoio do Estado. Em muitos casos, os governos asiáticos “premiavam” as grandes empresas com créditos subsidiados e outras formas privilegiadas de tratamento em resposta a seu desempenho exportador. Edwards (1994:10) cita a Coréia como exemplo. Neste país, as promoções às exportações começaram em 1960 e, assim como no México, tornaram-se ferramenta importante do processo de abertura comercial.

⁴² Veja Agostin e Ffrench-Davis (1993:42) e Agostin (1993)

Até 1983, o setor exportador coreano contava com uma série de subsídios que incluíam: (a) subsídios em dinheiro; (b) reduções de tarifas; (c) taxas de juros preferenciais; (d) reduções tarifárias em bens intermediários; ou (e) isenção tarifária na importação de bens intermediários. Esses subsídios foram diminuindo com o fortalecimento do setor exportador. Em 1963, por exemplo, os subsídios somavam 23%. Estes foram gradativamente reduzidos até atingir zero em 1983, vinte anos depois.

De forma semelhante ao que aconteceu na Coreia do Sul, o México também adotou programas industriais voltados para as exportações e para a substituição das importações. Estes programas, designados como “projetos industriais específicos”, iniciaram ainda nos anos 60. Seus principais objetivos eram promover maior integração das empresas estrangeiras com produtores domésticos, promover a exportação de manufaturas, e desenvolver a indústria doméstica em áreas específicas.⁴³ Essas áreas incluíam a indústria automobilística e de autopeças, farmacêutica, bens de capital, microcomputadores, petroquímica, eletrodomésticos, têxteis, sapatos, móveis, celulose e papéis, aço e cimento, entre outros. A empresa sob este programa podia importar insumos isentos de taxas, e era protegida da competição externa por meio de restrições quantitativas a similares estrangeiros. Alguns programas contavam ainda com subsídios e créditos fiscais. Esses subsídios favoreceram o crescimento das exportações de produtos intensivos em energia - petroquímica, aço, cimento e vidro. Em vários casos, o gás natural e o óleo combustível

⁴³ Ver Lustig (1992:123)

necessários para sua produção foram mantidos a preços menores que os praticados no mercado internacional.⁴⁴

Embora vários desses subsídios tenham sido eliminados posteriormente, alguns setores intensivos em energia permaneceram acusados de “dumping industrial” e foram sobretaxados no mercado norte-americano, mesmo após a implementação do NAFTA, em janeiro de 1994. Isto deve-se ao fato que o México utilizou os preços do setor público como âncora para conter a inflação, e produtos como derivados de petróleo e eletricidade foram oferecidos ao mercado interno com preços subsidiados. Isto exigiu a estatal PEMEX, que detém o monopólio de petróleo, dependesse do mercado externo para obter operações lucrativas.⁴⁵

A partir de 1985, este programa começou a ser desmantelado. Os instrumentos tradicionais de subsídios às exportações - como a devolução de impostos aos exportadores - foram eliminados. Permaneceram até hoje, contudo, outros programas como o PITEX (Programa de Importación Temporal para la Producción de Artículos de Exportación) e DIMEX (Derechos de Importación para la Exportación) que isentam de impostos as exportações e também os insumos de empresas exportadoras.⁴⁶ Esses programas incluem a rápida devolução do VAT⁴⁷, acesso a informações comerciais e facilidades para questões aduaneiras. Para ser elegida para este programa, a empresa deve exportar anualmente, pelo menos, US\$ 2 milhões.⁴⁸

⁴⁴ Ver USCIT (1990:4-21)

⁴⁵ Ver Urzua (1993: 21)

⁴⁶ Ver Ros (1992a:29)

⁴⁷ Value Added Tax, ou Imposto de Valor Agregado.

⁴⁸ Veja UNICO(1994:18)

Alguns setores continuaram protegidos. A indústria automobilística, por exemplo, combinava proteção do mercado mexicano com exigências de produção, conteúdos de fabricantes locais e metas de exportações. A partir de 1989, os programas industriais ficaram sujeitos à mudança e um novo decreto permitiu aos produtores importar carros e caminhões de filiais estrangeiras. A partir de 1991, as permissões às importações foram ampliadas e as exigências de conteúdos domésticos foram em grande parte abolidas.⁴⁹ Outras medidas de promoção de exportação incluem os “presupuestos de divisas”, que permitem diminuir o conteúdo de componentes domésticos sempre que as importações adicionais forem compensadas pelo crescimento das exportações. A indústria automobilística, por exemplo, comprometia-se com uma relação 1,2; ou seja, exportava 1,2 dólares para cada dólar importado. Esta taxa foi recentemente reduzida para 0,8, causando o “boom” na importação de automóveis. Após reduzirem as exigências de conteúdos domésticos, as exportações foram ampliadas; porém, cada vez menos ligadas a participação de provedores domésticos.

A Tabela 2-4 (p. 104) permite comparar o crescimento médio das exportações manufatureiras em três fases distintas da economia mexicana. Pode-se observar que o crescimento das exportações manufatureiras tem sido modesto após a abertura comercial (1985). Da mesma forma, Ros (1993) admite que embora o acesso a insumos externos esteja sendo visto como um importante fator para justificar a incremento das exportações do setor não-petrolero, os setores com melhor desempenho foram justamente aqueles sob regime de “projetos industriais específicos”. Ou em outras palavras, setores em que a proteção industrial não foi totalmente eliminada.

⁴⁹ Ver Moreno (1994:21)

Tabela 2-4

Crescimento e composição das exportações manufatureiras

	Crescimento Anual Médio		
	1975-1980	1980-1985	1985-1990
Total	16,7	19,0	9,5 (↓)
Alimentos	17,2	-2,0	1,4 (↑)
Bebidas	21,0	10,3	17,5 (↑)
Tabaco	-2,0	46,0	14,1 (↓)
Têxteis	-4,8	16,6	12,8 (↓)
Confecções	7,9	25,2	-8,0 (↓)
Couro e substitutos	17,0	25,9	9,6 (↓)
Sapatos de Couro	20,2	-5,5	25,0 (↑)
Madeira e compensados	23,1	14,9	-6,7 (↓)
Móveis	26,2	40,5	8,4 (↓)
Papel e produtos de papel	2,9	61,3	16,1 (↓)
Impressões e Publicações	14,8	-11,8	3,9 (↑)
Indústria Química	21,0	5,4	19,0 (↑)
Refinarias de Petróleo	7,9	2,9	19,3 (↑)
Produtos de Petróleo e carvão	48,0	38,9	-13,8 (↓)
Produtos de Borracha	61,5	-44,9	-39,8 (↓)
Produtos Plásticos	-4,2	39,3	18,4 (↓)
Produtos cerâmicos	22,6	67,1	16,0 (↓)
Vidros	19,7	12,8	11,5 (→)
Produtos minerais ã-metálicos	10,4	30,1	10,0 (↓)
Aço e Ferro - Básicos	14,5	22,1	6,2 (↓)
Não Ferrosos - Básicos	2,0	32,8	30,2 (→)
Produtos metálicos	13,6	-4,9	15,4 (↑)
Maquinaria não-elétrica	14,7	18,2	15,1 (→)
Maquinaria elétrica	12,2	47,6	11,0 (↓)
Equipamentos elétricos	16,2	65,9	-14,9 (↓)
Equipamentos de transporte	29,9	9,4	42,3 (↑)
Equip. profissional e científico	32,6	46,3	7,6 (↓)

Fonte: UNIDO (1994:43) (↓) = decréscimo ; (→) = inalterado; (↑) = acréscimo.

Conclui-se que tanto o México como vários países asiáticos seguiram caminhos semelhantes de industrialização. Na abertura comercial, contudo, o desempenho mostrou-se distinto. Durante este processo, os países asiáticos enfrentaram menores taxas inflacionárias e menor variabilidade na taxa real de câmbio. Já a abertura comercial mexicana foi ampliada sob regime de valorização cambial e de elevada taxa interna de juros.⁵⁰ Enquanto as empresas multinacionais instaladas no México puderam mais facilmente se adaptar ao novo padrão de concorrência, o mesmo não se pode afirmar para as empresas domésticas. No primeiro caso, as empresas multinacionais tiveram a facilidade de substituir o provedor doméstico por matéria prima importada. Da mesma forma, puderam mais facilmente obter créditos fora do México. Com isso, seus fatores de produção foram pouco influenciados pelo ambiente macroeconômico desfavorável (valorização cambial e elevadas taxas internas de juros).

Já as empresas mexicanas domésticas contaram com menor grau de proteção e foram as mais atingidas com a abertura comercial. Isto é especialmente válido para o setor manufatureiro. Além de enfrentarem forte concorrência de produtos importados, tiveram ainda que se adaptar ao esforço de estabilização - inicialmente baseado no congelamento de preços e posteriormente na valorização cambial. O comportamento deste setor frente a abertura comercial e a valorização cambial será o próximo tema.

⁵⁰ Ver Agostin (1993:2)

A abertura comercial e a indústria manufatureira

No México, um dos setores mais sensíveis à abertura comercial é o setor manufatureiro. O setor minerador exporta relativamente pouco, e tal como o setor petroleiro, tem seus preços fixados no mercado internacional de “commodities”. Da mesma forma, o setor agrícola, embora sensível à competição externa, manteve-se relativamente “protegido” através de subsídios específicos durante o período pós-abertura.⁵¹ Na antiga estratégia de substituição de importações, o setor industrial, em especial o setor manufatureiro, desempenhou importante papel na industrialização do país. A proteção a este setor fez com que, no passado recente, apresentasse taxas espetaculares de crescimento. Além disso, foi responsável por absorver grande parte da mão de obra que deixava o setor agrícola.

O setor manufatureiro mexicano deve ser visto sob uma particularidade: sua proximidade com o mercado norte-americano. Esta proximidade oferece grandes oportunidades e enormes desafios. A oportunidade a que me refiro, é a de vender os produtos manufaturados mexicanos ao maior mercado consumidor do mundo. O desafio é manter o setor doméstico competitivo e não deixá-lo ser “engolido” pelos concorrentes norte-americanos.

Se medido pela soma das importações e exportações, o México tornou-se, a partir de 1994, o segundo maior parceiro comercial dos Estados Unidos. Perde apenas para o Canadá e já supera o Japão. Nesta última década, o setor

⁵¹ A política agrícola adotada pelo governo pode ser considerada contraditória. Ao mesmo tempo em que amplia a importação de alimentos, concede subsídios para a produção agrícola. Para muitos, este é considerado um setor essencial, não só porque a política de auto-suficiência alimentar remonta a revolução mexicana, como também pelo fato de ser um setor com enorme carência social.

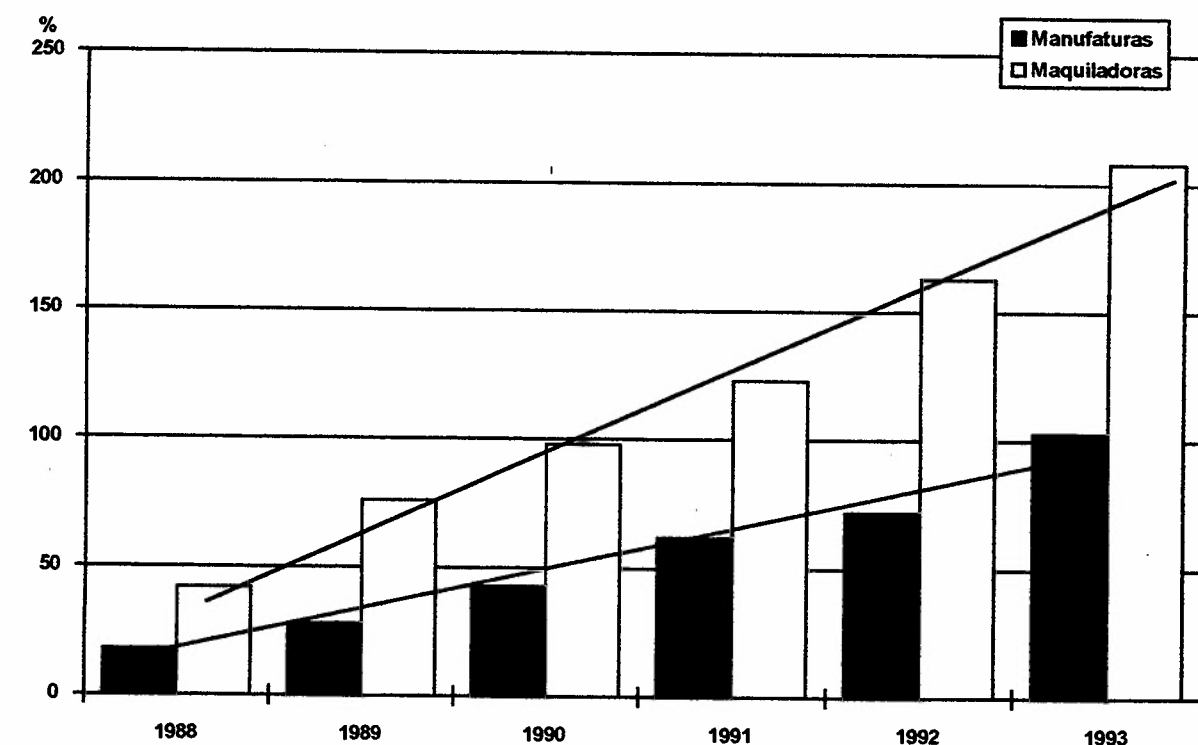
manufatureiro exportador apresentou crescimento expressivo. As manufaturas respondem, ao final de 1993, por cerca de 80% do total das exportações.⁵² No início da década representavam apenas 30%. Para uma melhor análise dos efeitos da abertura para as exportações do setor manufatureiro, este deve ser dividido em duas partes distintas: o setor “maquilador” e o setor manufatureiro doméstico.

O setor representado pelas empresas “maquiladoras” foi o que mais incrementou suas exportações no período pós-abertura econômica. Entre 1988 e 1993, as indústrias maquiladoras ampliaram suas exportações em 208%, passando de US\$ 7,11 bilhões para US\$ 21,89 bilhões. No mesmo período, o setor manufatureiro doméstico (não-maquilador) ampliou suas exportações brutas em 103 % passando de US\$ 9,74 bilhões para US\$ 19,79 bilhões. O crescimento das exportações do setor manufatureiro mexicano pode ser observado no Gráfico 2-10 (p. 108).

⁵² Incluo a empresa manufatureira doméstica e também as “maquiladoras”, sobre as quais discorrerei em seguida. As empresas maquiladoras são conhecidas como Zonas de Processamento de Exportações ou “in-bond industries”.

Gráfico 2-10

Crescimento acumulado das exportações do setor manufatureiro



Fonte: Banco do México

O incremento nas exportações das empresas “maquiladoras”, contudo, não deve ser creditado à abertura comercial. As “maquiladoras” são empresas manufatureiras, intensivas na utilização de mão de obra. Importam temporariamente (com isenção de impostos) bens de capital e insumos, e exportam seus produtos após tê-los transformados em bens finais. Entre os muitos países que adotaram Zonas de Processamento de Exportações, o programa mexicano é o que criou o maior deles. Conta com 2.155 empresas e emprega 544.500 trabalhadores⁵³ que representam, *grossa modo*, cerca de 25%

⁵³ Ver Cohen J. (1994:52)

do total de trabalhadores dos 47 países que mantêm as ZPE's.⁵⁴ As “maquiladoras” podem ser 100 por cento propriedade estrangeira e empregar administradores e técnicos estrangeiros. A expressiva maioria dessas empresas localiza-se nas cidades mexicanas fronteiriças com os Estados Unidos, embora não hajam restrições para sua implementação em outros estados do México.

Existem dois grandes incentivos para uma empresa norte-americana instalar uma “maquiladora” no México: sua localização geográfica e o baixo valor dos salários pagos. Enquanto na cidade de El Paso (Texas), por exemplo, uma empresa manufatureira paga US\$ 4,50 por hora a seus funcionários, na cidade mexicana e vizinha (Juares) a mesma empresa pagará US\$ 4,50 por dia, pelo mesmo trabalho.⁵⁵ Além disso, não há o mesmo rigor nas normas ambientais e de salubridade, a que estão sujeitas as empresas instaladas no lado norte-americana da fronteira. A atividade sindical, por sua vez, é desencorajada e reprimida pelo governo mexicano. Os salários pagos apresentam elevado grau de uniformidade e grande parte das funções exercidas por esses trabalhadores pode ser consideradas como “fordismo primitivo”: trabalho rotineiro, com baixo grau de especialização e em linhas contínuas de montagem. Em muitas atividades, capacitam o funcionário para exercer o trabalho em menos de 2 horas.⁵⁶ Os índices de rotatividade de mão de obra chegam a alcançar 100% ao ano.

⁵⁴ Dados do Banco do México. A estimativa de participação da indústria maquiladora a nível mundial baseia-se no trabalho de Tchiang (1991:2).

⁵⁵ Estima-se que os salários nas “maquiladoras” podem atingir, incluindo benefícios, o equivalente a US\$ 1,50 por hora. De qualquer forma, equivale a 10% dos salários norte-americanos, incluindo benefícios. Esses dados obtive, pessoalmente, visitando empresas “maquiladoras” em Tijuana - México.

⁵⁶ Apresentado no seminário “Las Relaciones Laborales en la Industria Maquiladora: Trabajo y Organizacion Productiva en la Frontera Mexico-Estados Unidos” por María Eugenia de la O, no “Center for U.S. Mexican Studies, Universidade da California em San Diego, outubro de 1994.

As indústrias “maquiladoras” são distintas das criadas enquanto durou o modelo de substituição de importações. Em 1962, as mudanças na legislação norte-americana estipularam que os artigos importados, quando montados no exterior com componentes norte-americanos, estariam sujeitos apenas à taxaço do valor adicionado no país externo. Em 1965, as empresas “maquiladoras” passaram a ser implementadas no México, sob o plano de industrialização da fronteira, cujo objetivo principal era o de criar empregos na região fronteira com os Estados Unidos.⁵⁷

O crescimento acentuado deste setor ocorreu a partir de 1982, quando as desvalorizações do peso mexicano reduziram os salários de US\$ 2,96 por hora em 1980, para US\$ 0,50 por hora, em 1990. A desvalorização do peso mexicano e a “habilidade” do governo em manter os salários baixos, fez com que o México se tornasse o país com o menor salário (ao final dos anos 80) entre os que tradicionalmente tinham zonas de processamento de exportações, como Hong Kong, Coréia e Singapura.⁵⁸

A partir de 1993, este setor tornou-se o grande exportador mexicano, superando o setor petroleiro e o setor manufatureiro doméstico (Tabela 2-2 p. 61). Apesar dos números impressionantes sua contribuição para o crescimento do produto mexicano foi mínima.⁵⁹ Embora reconhecido como importante fonte de empregos, este setor não deixa de receber críticas como modelo industrial, pois importa 98,2% de seus insumos.⁶⁰ Ou seja, embora as

⁵⁷ Outro “objetivo” para a implantação dessas empresas era a redução do fluxo de imigrantes em direção aos Estados Unidos, mesmo argumento utilizado para a adoção sobre o tratado de livre comércio com Estados Unidos e Canadá - NAFTA. Ver Whiting (1991:14)

⁵⁸ UNIDO (1994:33)

⁵⁹ (...) Value added by this industry accounts for 1.5 percentage points of GDP. (Banco do México, 1993:189)

⁶⁰ Dados de 1993 - INEGI. Ver Tchiang (1991) para anos anteriores.

empresas maquiladoras mexicanas exportam, em valores absolutos, o equivalente à metade das exportações não-petroleiras importam, praticamente, a totalidade de seus insumos. Com isso geram pouco valor agregado à economia doméstica e quase nenhuma integração com os outros setores produtivos da economia. Acredita-se que o saldo comercial do setor “maquilador” seja superior a US\$ 5 bilhões ⁶¹ distribuídos entre salários e outras formas de despesas. Entretanto estima-se que entre 40% e 60% dos salários pagos sejam gastos do lado americano da fronteira.⁶²

Dentre os três objetivos visados no plano de industrialização da fronteira – gerar empregos, trazer divisas externas e transferir tecnologia – até o momento as empresas “maquiladoras” cumpriram adequadamente apenas com o primeiro objetivo. O segundo objetivo obteve resultados “discutíveis” e com certeza, a transferência de tecnologia (terceiro objetivo) está longe de se realizar.

As empresas “maquiladoras” podem ser classificadas como um caso típico de ausência de “linkage effects”, ou “enclave”.⁶³ A noção do efeito “linkage” desenvolvido por Hirschman (1958) refere-se à maneira como algumas atividades industriais promovem o desenvolvimento, ao criar laços com outros setores industriais domésticos - “backward linkages” e “forward linkages”. Tchiang (1991) estudou, de forma comparativa, as Zonas de Processamento de Exportação entre Tailândia e México. Como as “maquiladoras” mexicanas, as ZPE’s na Tailândia criaram empregos e divisas

⁶¹ Dados de 1993 - Ver tabela 2-2

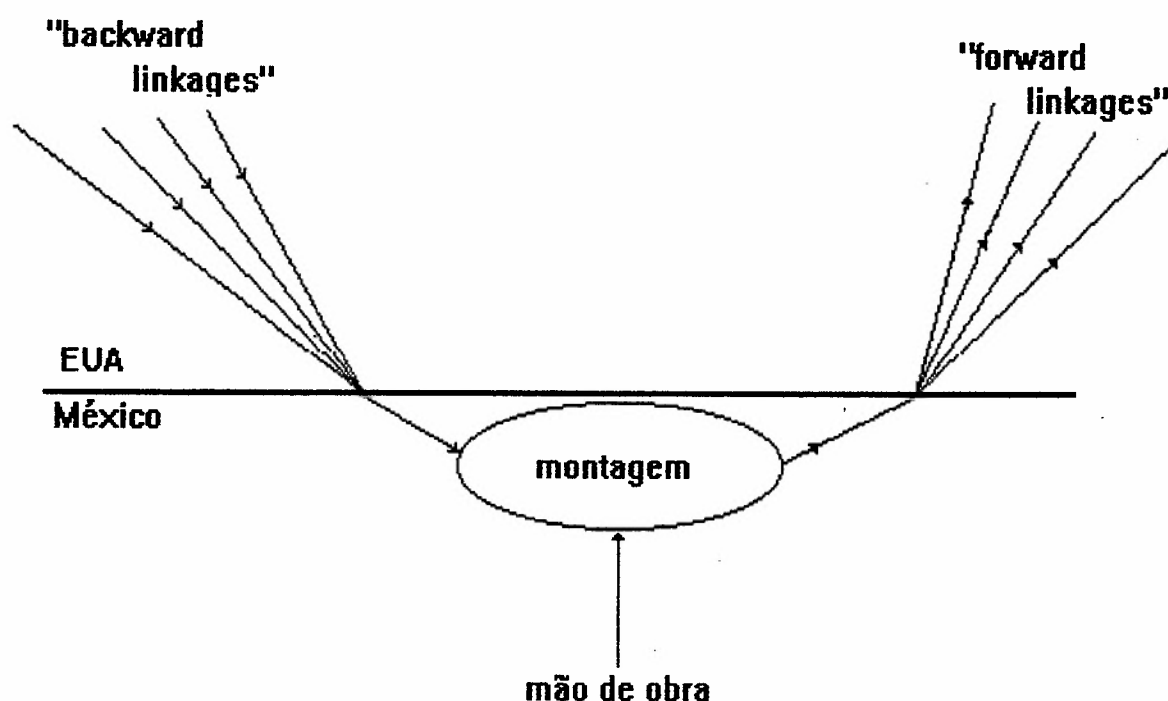
⁶² Ver Gazeta Mercantil, n. 19.989 21/12/92 - “O teste do NAFTA começa na fronteira”, reportagem transcrita do “The Economist”, p.s1 e 2.

⁶³ “every nonprimary activity that will induce attempts to supply through domestic production the inputs needed in that activity”(...) Hirschman (1958)”

de exportação; mas, diferentemente das mexicanas, as tailandesas geraram laços com a indústria doméstica (backward linkages) que alcançaram até 25 %. Os laços gerados pelas “maquiladoras” mexicanas variam entre 1% e 2 %.⁶⁴ Esta situação mostra-se cada vez mais difícil de ser revertida. A Figura 3-1 mostra, de forma abstrata, como a empresa “maquiladora” pouco contribui para o aumento da atividade econômica doméstica.

Figura 2-1

“Backward linkages” e “forward linkages” na indústria “maquiladora”



Fonte: Desenho do autor

⁶⁴ Dados relativos ao período 1975:1989.

A indústria manufatureira doméstica, por sua vez, próxima aos Estados Unidos, e operando sob um regime de abertura comercial e de taxas de câmbio valorizada, corre o risco crescente de “maquilizar-se”. Ou seja, para manter-se competitiva, a indústria manufatureira doméstica será forçada a trocar o insumo doméstico pelo importado, reduzindo sua integração com os demais segmentos industriais. A indústria automobilística americana, por exemplo, em resposta à competição japonesa, realocou grande parte de sua produção (intensiva em trabalho) no México. A apreciação do “yen” frente ao dólar norte-americano, por sua vez, fez com que as empresas japonesas transferissem a montagem para o México. Essas indústrias produzem com grau elevado de componentes importados. O setor de autopeças mexicano também fornece componentes importados à indústria automobilística. O fim da exigência de componentes domésticos na indústria automobilística mexicana fez com que os automóveis contassem com elevado índice de componentes importados. A porcentagem do valor agregado, neste setor, caiu de 35,17 % em 1985, para 28,90 % em 1992.⁶⁵ Embora os setores automobilístico e de autopeças sejam classificados como setor manufatureiro doméstico, suas atividades já passam a se assemelhar às do setor “maquilador”.

Se o acréscimo na produção doméstica ocorre às custas do incremento de insumos intermediários importados, substituindo o provedor doméstico (ou seja, a redução de “ α ” na Equação 2.4 p. 93), e se os ganhos de produtividade localizam-se em setores específicos e com pouca integração com a economia doméstica (como os setores intra-industriais e/ou “maquilador”), a abertura econômica trará pouca contribuição para o crescimento do Produto Interno. As empresas estrangeiras, que são diversificadas horizontalmente, instalam-se no

⁶⁵ Dados da INEGI.

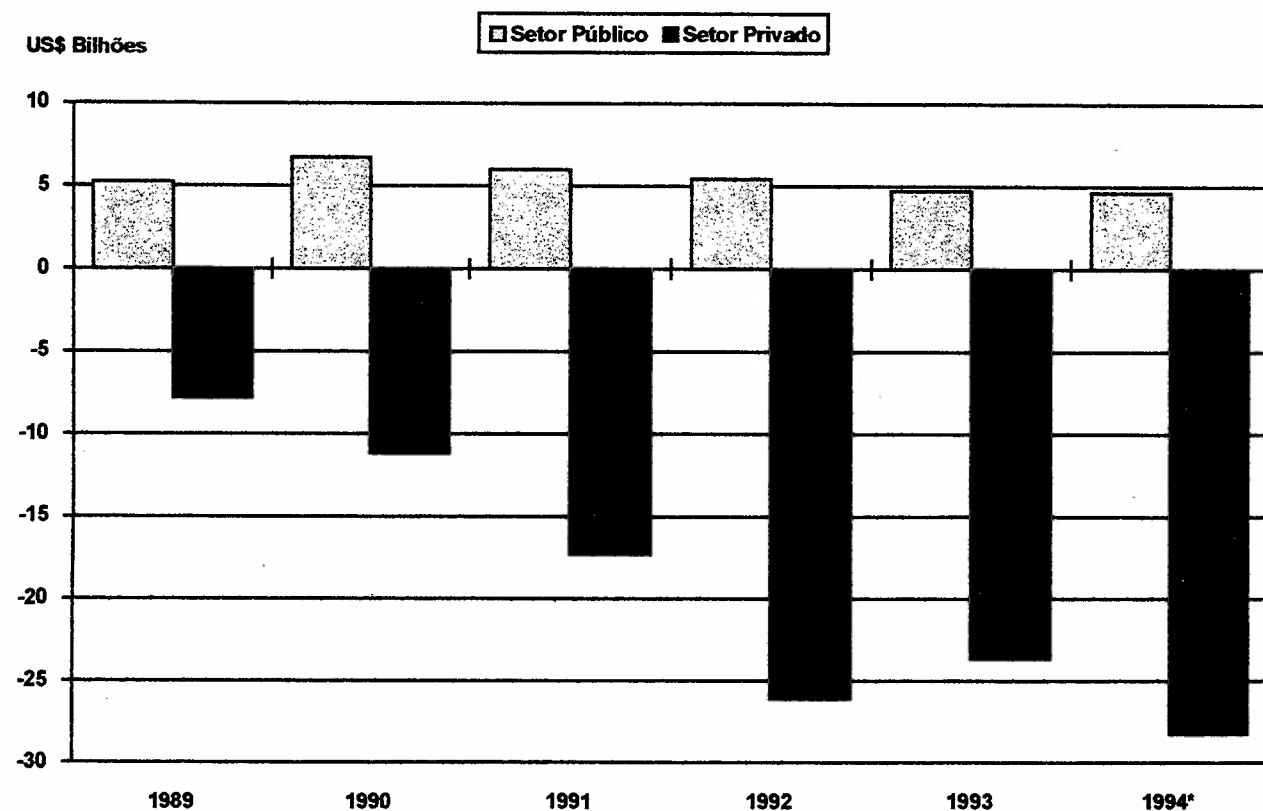
México aproveitando-se das vantagens comparativas daquele país -- mão de obra barata e localização geográfica. Fazem isto, contudo, sem se integrar com o restante da economia mexicana. O setor doméstico, por sua vez, sendo obrigado a competir sob um regime cambial desfavorável, tem como única opção de sobrevivência reduzir o valor agregado de sua produção. Como consequência, reduz-se o número de empresas domésticas participantes na cadeia produtiva da economia. Vale observar que dentro desta “cadeia produtiva” estariam fornecedores de insumos intermediários que não são necessariamente ineficientes; porém, como seu principal comprador deixou de adquirir seus produtos (pois passou a importá-los), esta decisão propaga-se negativamente às demais empresas fornecedoras. Os provedores domésticos sofrem com a perda do mercado interno e muitas vezes só lhes resta encerrar as atividades. Esta tendência está deixando de ser uma ameaça e tem se tornado realidade. No início do sexênio Salinas, as empresas manufatureiras domésticas importavam 1,1 dólares para cada dólar exportado. Em 1993, esta relação ampliou-se para 1,6 dólares ! ⁶⁶

Observa-se que, excluindo o setor “maquilador”, as importações responderam com muito maior dinamismo à abertura comercial que as exportações, acentuando o déficit comercial. O déficit comercial cuja maioria expressiva é de responsabilidade da indústria manufatureira doméstica, passou de US\$ 7,8 bilhões em 1989 para US\$ 28,3 bilhões em 1994. (Gráfico 2-11 p. 115).

⁶⁶ Dados obtidos no “El Financiero” 9/2/94, página 19. “Las Exportaciones Mexicanas no Reflejan las Metas Fijadas por la Reforma Comercial del 85”, por Marcos Chávez M.

Gráfico 2-11

Balança Comercial - México 1989 - 1993



Fonte: Banco do México. Exclui as "maquiladoras". (*) estimado.

Além de afetar o produtor doméstico, que enfrenta concorrência desigual, a taxa de câmbio valorizada influencia também o tipo de investimento externo direto que se dirige ao México. Se a taxa de câmbio está valorizada, os investimentos industriais tendem a se dirigir a segmentos com alto percentual de insumos importados, onde o custo reduzido da mão de obra é visto como incentivo.⁶⁷ O México serviria, afinal, de plataforma para suas exportações.

⁶⁷ "(...) organizaciones laborales y ecologistas canadienses y estadounidenses coincidían em que en la pretendida alianza comercial de las tres naciones de América del Norte, México tiene un papel muy

Por outro lado, se a taxa de câmbio é competitiva, os investimentos estrangeiros tenderão a se dirigir a segmentos substituidores de importação que tem maior integração com a indústria doméstica. Os investimentos diretos substituidores de importação geram maior valor agregado à economia e, portanto, maior crescimento do Produto Interno.

Finalmente, vale a pena observar os dados da Tabela 2-5 (p. 117), que mostram a relação Balança Comercial / Produto Interno. Observa-se que, com raras exceções, as importações cresceram em proporção muito superior às exportações. Enquanto em 1987, o déficit comercial do setor manufatureiro doméstico (como proporção do PIB do setor) era de 6,67%, ao final de 1992 passou a 42,42 % !

Tabela 2-5**Balança comercial / PIB (Milhões de Pesos Correntes)**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Grupo I	-0,18	-15,34	-26,45	-30,01	-33,35	-43,44
Subgrupo I.A	35,37	21,63	21,53	30,73	30,21	28,34
Automóveis	91,07	75,24	83,13	88,86	80,35	80,47
Petroquímica básica	-108,44	-77,61	-109,04	-51,17	-76,12	-68,34
Cerveja e malte	29,40	18,72	13,19	12,33	10,41	9,17
Vidros e seus produtos	34,57	28,74	23,15	20,34	18,64	15,96
Equipamento elétrico	-31,20	-53,44	-56,94	-83,59	-103,72	-108,98
Subgrupo I.B	-19,01	-34,36	-49,12	-60,71	-71,54	-85,76
Frutas e vegetais	77,09	68,78	40,73	35,48	17,05	-19,72
Bebidas alcoólicas	9,71	6,52	2,03	-1,63	-3,76	-9,88
Móveis metálicos	6,58	6,07	6,19	5,55	31,69	44,57
Estruturas metálicas	7,36	7,14	0,32	-8,05	-12,83	-22,51
Equipamento eletrônico	-83,89	-147,66	-164,24	-176,19	-219,78	-240,27
Utensílios domésticos	26,84	-1,98	3,44	31,21	7,79	32,68
Maquinaria elétrica	-49,62	-53,77	-54,54	-63,71	-62,14	-78,47
Produtos de limpeza	2,24	-0,48	-2,36	-4,59	-5,13	-7,23
Carne e derivados de leite	-26,36	-46,25	-59,42	-62,88	-56,31	-69,64
Motores e autopeças	-131,03	-125,81	-166,92	-228,67	-281,15	-319,70
Outros produtos alimentícios	64,14	37,43	22,73	6,73	5,93	-2,92
Grupo II	-16,97	-21,47	-31,42	-35,61	-42,26	-52,59
Subgrupo II.A	-0,87	-5,86	-19,15	-19,51	-29,82	-33,32
Produto. Medicinais	-11,63	-12,90	-18,09	-20,70	-22,21	-22,77
Química inorgânica básica	-18,84	-30,77	-43,22	-51,94	-63,54	-77,75
Cimento	21,26	20,77	22,48	8,64	4,22	2,94
Produtos de borracha	-4,93	-7,54	-11,34	-20,36	-31,40	-35,61
Resina plástica, fibras sintéticas	0,33	-7,59	-6,47	-5,91	-8,87	-11,10
Petróleo refinado	16,42	9,11	-46,16	-18,49	-60,59	-64,01

continua.....

Tabela 2-5 continuação
Balança comercial / PIB (Milhões de Pesos Correntes)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Subgrupo II.B	-24,12	-27,90	-35,91	-41,39	-46,74	-59,49
Outros	-47,70	-49,63	-73,75	-75,69	-101,46	-120,24
Refrigerantes	0,57	0,65	0,75	0,54	0,78	0,71
Produtos Plásticos	-19,27	-21,86	-26,46	-32,94	-39,15	-51,68
Outros químicos	-27,96	-19,66	-22,13	-23,71	-17,58	-18,14
Impressão	-4,99	-3,41	-6,61	-9,06	-10,54	-13,23
Confeção	3,54	-0,33	-11,73	-16,38	-17,35	-27,33
Outros produtos metálicos	-17,41	-24,10	-40,26	-46,26	-61,45	-79,79
Cerâmicas	1,78	1,53	-1,63	-4,00	-3,62	-6,20
Outros têxteis	9,39	5,01	2,78	0,11	0,45	-6,39
Maq. não-elétrica	-152,62	-149,32	-170,31	-205,57	-222,49	-306,97
Óleos e Gorduras	-20,71	-53,29	-72,06	-73,17	-84,39	-83,89
Comida p/ animais	-3,94	-29,75	-34,42	-30,54	-31,22	-49,50
Grupo III	1,85	-3,08	-4,31	-14,47	-17,23	-24,20
Subgrupo III.A	3,90	-4,72	-6,65	-14,26	-23,47	-39,43
Aço e ferro	0,44	-9,87	-10,60	-14,02	-27,17	-39,08
Papel e Cartolina	-29,62	-30,62	-37,68	-46,86	-50,42	-65,06
Café	97,40	73,35	92,86	73,94	74,24	50,22
Pesticidas e Fertiliz.	-4,35	0,25	0,31	53,28	39,94	14,78
Juta e outros têxteis	-4,26	-8,48	-30,87	-58,21	-201,40	-450,44
Subgrupo III.B	0,92	-2,23	-3,14	-14,57	-14,56	-18,33
Tabaco	2,96	3,80	3,66	3,33	4,56	1,15
Farinha milho	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outro prod. madeira	13,69	12,51	11,64	8,16	5,08	4,77
Açúcar	19,55	28,06	-16,31	-58,55	-15,43	-2,93
Farinha trigo	1,07	0,74	0,92	0,53	0,76	0,32
Metais não-ferrosos	-13,62	-14,17	-4,43	-6,82	-30,31	-49,56
Couro e sapatos	8,99	5,41	-0,67	-0,53	-4,77	-9,78
Tábuas e laminados	-10,50	-9,68	-14,47	-26,26	-43,20	-62,61
Algodão, lã, sintéticos	25,85	11,93	4,06	-7,47	-13,72	-23,75
Outros equip., transportes	-213,51	-234,27	-102,26	-242,32	-268,87	-348,43
Agricultura	-0,35	-4,65	-5,30	-1,44	-0,32	-3,46
Mineração	115,87	112,82	140,82	150,93	126,93	109,24
Manufaturas	-6,67	-14,24	-21,97	-27,96	-32,78	-42,42
Serviços	0,06	0,02	0,01	0,01	0,01	-0,07
TOTAL	4,18	-0,51	-2,00	-2,58	-4,66	-6,98

fonte: Dussel Peters (1994) com dados da INEGI

Como consequência da abertura comercial, da taxa de câmbio valorizada e das restrições ao crédito (Capítulo III), a participação relativa das manufaturas ⁶⁸ na ocupação total das atividades econômicas reduziu-se de cerca de 13% em 1970 a 11,7% em 1982 e a 10,8 % em meados de 1994. A máxima “A importação de hoje será a exportação de amanhã” está longe de realizar-se neste setor. A Tabela 2-5 (p. 117 e p. 118) mostra um déficit comercial desproporcional e de difícil (ou demorada) reversão.

Como resultado desta política, o setor manufatureiro doméstico apresentou crescente incapacidade em absorver, tanto a mão de obra deslocada das atividades primária quanto a proveniente dos trabalhadores urbanos, que se incorporaram pela primeira vez ao mercado de trabalho. Embora o critério usado no cálculo do desemprego aberto colocar o México com a menor taxa ⁶⁹ entre os membros da OECD, os dados fornecidos pela INEGI, e portanto também oficiais, mostram que, entre 1981 e 1994, o setor manufatureiro perdeu 300 mil postos de trabalho. Em 1981, este setor empregava cerca de 1,1 milhões de trabalhadores e em junho de 1994, este número reduziu-se para cerca de 800 mil. Entre 1991 meados de 1994, devido à desaceleração econômica e ao aumento das importações, 156 mil empregos foram extintos. No setor têxtil, um dos mais afetados pela abertura comercial, o nível de emprego está 38% abaixo do nível de 1980, o que significa a perda de 54 mil postos de trabalho. Outros setores afetados pela abertura econômica, também se encontram com nível de

⁶⁸ Exclui-se o setor maquilador.

⁶⁹ Os dados oficiais mostram a taxa aberta de desemprego de 2,6% em 1991 e 2,8% para 1992 e previsão de 3,4% para 1993. Dados do Banco do México - The Mexican Economy 1994 - Table 33, com base em dados do INEGI Taxa de desemprego aberto em 16 áreas urbanas. Inclui a população de 12 anos ou mais, que na semana anterior à semana da entrevista não tinha emprego e realizou nos dois meses anteriores ao período de referência alguma atividade para encontrá-lo. Fontes não oficiais calculam o desemprego em 20 %.

emprego abaixo dos de 1980 - madeira, 32% (4.533 empregos); papel, 17,5% (8.000 empregos); química, 6,3% (10.000 empregos); minerais não metálicos, 33% (45.000 empregos); e produtos metálicos, 23% (12.000 empregos).⁷⁰

No curto prazo, não se espera melhora significativa nas taxas de emprego, que dirá aumento nos salários reais. Com a abertura comercial se estendendo à agricultura, é possível que grande parte da mão de obra deste setor migre para o setor industrial, aumentando ainda mais a oferta existente de mão de obra. E como foi visto, a sobrevivência do atual setor exportador - caracterizado pelo uso de mão de obra intensiva e não-especializada - depende primordialmente dos baixos salários pagos.

⁷⁰ El financiero, 3/10/94 - "Más de 3 mil Plazas Anuales Desaparecem en la Manufactura"

Conclusão

Conforme pôde ser observado neste capítulo, o plano de estabilização econômica teve êxito em reduzir as taxas de inflação, porém deixou como legado a taxa de câmbio valorizada. Esta, junto com a redução tarifária, contribuiu para incrementar o déficit comercial, favoreceu a importação de bens intermediários e finais, e prejudicou a produção doméstica. Os setores industriais que puderam enfrentar a concorrência externa tiveram que adotar um modelo fortemente ancorado nas importações de insumos intermediários - ou “ Import Industrialization Model ” como chamou, ironicamente, Dussel Peters (1994). Ao invés de reduzir o déficit na balança comercial, o setor manufatureiro doméstico tornou-se seu principal responsável.

A valorização cambial e a abertura comercial também influenciaram os investimentos externos, favorecendo os setores intra-industrial e maquilador, em que a taxa real de câmbio exerce pouca influência. A produção industrial concentrou-se ainda mais em atividades com mão de obra intensiva e insumos importados; isto levou à redução dos laços existentes entre o setor exportador e os provedores domésticos.

O caminho seguido pelo setor industrial mexicano, longe de ser adequado à acumulação de capital, levou à diminuição do valor agregado na produção doméstica mexicana. A abertura comercial não foi a grande responsável pelo aumento nas exportações. Esta deveu-se ao legado da industrialização passada, em setores que continuaram protegidos e à indústria “maquiladora” - setor que é alheio à recente abertura comercial mexicana.

Os fatos apresentados nos levam a crer que a combinação desses dois fatores - a saber, política macroeconômica baseada na taxa de câmbio valorizada, e elevada abertura comercial - é restritiva para o crescimento econômico do México.

Se, para o pequeno crescimento do produto, as importações atingem proporções elevadas do PIB - como o observado em 1993 -, para taxas maiores de crescimento econômico, mais importações serão demandadas. E, se a atual taxa cambial e/ou o atual grau de abertura econômica permanecer no mesmo patamar, o déficit comercial dificilmente encontrará formas de ser financiado.

Terceiro Capítulo

Endividamento, fluxo de capitais externos e sua alocação

A economia mexicana apresenta quatro fases distintas de envolvimento com o mercado financeiro internacional. O primeiro período, entre 1955 e 1977, conhecido como “desarrollo estabilizador”, é caracterizado pelo modesto endividamento externo e interno, baixos índices de inflação e crescimento do produto *per capita*. O segundo período, entre 1977 e 1982, é caracterizado pelo aumento dos gastos públicos financiados em grande parte pelo endividamento externo e elevadas taxas de crescimento do produto. O terceiro período, após a decretação da moratória de sua dívida externa em 1982 e até a negociação do Plano Brady em 1989, caracterizou-se pela ausência de empréstimos externos, pela estagnação econômica e pela transferência líquida de capitais. O último e atual período caracteriza-se pela volta do capital externo, em volume que se assemelha àquele que antecedeu a crise da dívida externa. Desta vez, porém, a economia mexicana responde com modesto crescimento econômico. Este capítulo procura descrever esta nova forma de endividamento e suas conseqüências macroeconômicas. Descreve também o destino que foi dado a esses capitais externos.

Desde a década de 50 e até o início dos anos 70, a economia mexicana apresentou taxas positivas de crescimento econômico (crescimento anual médio do produto de 6,7%), estabilidade de preços (taxa anual média de 3,8%) e modesto endividamento externo. Os salários cresceram, em média, 4 % em termos reais.¹ Esse período conhecido como “desarrollo estabilizador” manteve a estabilidade financeira adotando taxa de câmbio fixa (12,5 pesos por dólar) e irrestrita convertibilidade da moeda. Com uma política fortemente protecionista e voltada para a acumulação de capital, a rápida industrialização mexicana² baseou-se no “modelo de substituição de importações”. Sob a “Ley de Industrias Nuevas y Necesarias”, o processo de industrialização utilizou várias formas de subsídios e proteção à indústria emergente - isenções fiscais, tarifas públicas reduzidas, restrições à importação de bens similares e investimento em projetos complementares. Por outro lado, o período foi também caracterizado por prudente gerenciamento macroeconômico, com políticas monetária e fiscal compatíveis com as metas de estabilidade de preços e taxa de câmbio.³ Durante esse período, o endividamento externo foi modesto. Os empréstimos externos eram compensados pelo crescimento econômico, especialmente no setor manufatureiro que, também protegido por tarifas de importação e restrições quantitativas, apresentou crescimento médio de 9% no período.⁴

Ao final da década de 60, o modelo de substituição de importações mostrava sinais de fadiga. O aumento do desemprego, a desigualdade na distribuição de renda, a progressiva perda do controle fiscal e a desaceleração

¹ Ver Buffie (1989:398)

² A participação da indústria passou de 21,5% para 30% nesse período. Ver Lustig (1992:14)

³ Buffie (1989 : p. 401). Neste ponto o México difere do comportamento de muitos países latino-americanos, que na época passaram a expandir os gastos públicos, com consequências inflacionárias

⁴ Idem, *ibid* p. 405.

do crescimento econômico passaram a gerar conflitos sociais e pressões para mudanças no modelo de desenvolvimento econômico.

Como em todo governo que se inicia, o sexênio de Luis Echeverría ⁵ trouxe expectativas favoráveis para a economia, porém contou com pouco apoio político, ao contrário de seus antecessores. A plataforma do novo governo - “desarrollo compartido” - mostrou a disposição em praticar uma política fiscal expansionista como forma de aliviar as tensões sociais e aumentar a base de apoio de seu governo. No primeiro ano da gestão Echeverría, o aumento das tarifas públicas, a contração nos gastos do governo e a restrição à importação de bens “supérfluos” resultaram em recessão -- ao menos para os padrões da época -- com crescimento real do produto de 4,2% ! Tendo sido derrotado em sua disposição de aumentar a carga fiscal para compensar o aumento dos gastos públicos, o governo aumentou o endividamento externo, principalmente nos três últimos anos do sexênio. Os gastos públicos expandiram-se de 20 % do PIB em 1971 para 32% em 1976 ⁶; o déficit público (medido pela NFSP) aumentou de 2,5% do PIB para 10% do PIB, no mesmo período. ⁷ O subsequente aumento nas taxas de inflação levou à sobrevalorização cambial (a taxa cambial permanecia fixa desde 1954) e à fuga de capitais ao final daquela administração.

Lopez Portillo inicia o sexênio seguinte ⁸ negociando um programa de estabilização com o FMI. De cunho recessivo, o programa era um misto de liberalização comercial e austeridade econômica: o peso foi desvalorizado em

⁵ Dezembro de 1972 a dezembro de 1976.

⁶ Buffie (1989:420).

⁷ A dívida externa pública termina em 1975 com o acumulado de US\$ 15,7 bilhões, contra US\$ 6,7 bilhões no início do sexênio. A inflação anual apresentou a média de 17% entre 1973-1975. Ver Lustig (1992:19)

⁸ De dezembro de 1976 a dezembro de 1982.

quase 100% pela primeira vez em 22 anos, o acesso do setor público a empréstimos adicionais foi limitado e impôs-se restrição monetária e fiscal. A descoberta de novas reservas de petróleo, que passaram de 6,4 bilhões de barris em 1975 para 16 bilhões ao fim de 1977, modificou totalmente a percepção de risco que restringia novos empréstimos ao México. Ao preço de US\$ 31,25 o barril, a descoberta de petróleo representava o equivalente a 1.370 vezes o produto interno bruto.⁹ Na verdade, esta descoberta significava um brutal aumento nas receitas esperadas pelo governo, dado que este detinha (e ainda detém) o monopólio de exploração do petróleo. Isto facilitou novos empréstimos no mercado financeiro internacional e incentivou o aumento nos gastos públicos, permitindo não só sobreviver ao já esgotado modelo de substituição de importações como também maior participação do Estado na economia.

De fato, tanto o setor público como o privado responderam ao novo cenário ampliando seus investimentos. Entre 1978 e 1981, o investimento no setor público aumentou (como porcentagem do PIB) de 7,2% para 10,8%; e o investimento no setor privado aumentou, também como porcentagem do PIB, de 11,7% para 14,1%. O crescimento real do produto atingiu níveis recordes, variando entre 8,0 % e 9,1 % de 1978 a 1981.

A expansão dos gastos públicos e privados, entretanto, teve como contrapartida o aumento no déficit no balanço de pagamentos. Embora as receitas de petróleo nesse período tenham aumentado significativamente, a valorização cambial acabou por reduzir as exportações de manufaturas e parte do déficit foi financiado com endividamento externo. A liberalização comercial

⁹ Buffie (1989:430).

e a valorização cambial favoreceram não só o crescimento da importação de bens de capital e insumos intermediários (que dobrou entre 1978 e 1980), como também o aumento na importação de bens de consumo, que triplicou no mesmo período.¹⁰ Como consequência direta, as receitas tornaram-se altamente dependentes das exportações de petróleo, que chegaram a representar cerca de 72,5% das exportações de bens e serviços ao final de 1981.¹¹

Os dados da Tabela 3-1 (p. 128) mostram que entre 1979 e 1982 a dívida externa mexicana aumentou 107% em termos absolutos. Mas observa-se, ao mesmo tempo, que grande parte deste endividamento externo financiou a fuga de capitais.¹² Naquela época, os empréstimos externos eram obtidos com extrema facilidade e a elevada mobilidade do capital permitia transferi-lo em questão de horas. Buffie (1989:526), por exemplo, cita que os bancos mexicanos com escritórios em New York conseguiam empréstimos em menos de uma hora por intermédio de sindicatos de bancos estrangeiros. Após obterem esses empréstimos, as empresas depositavam-nos fora do país. A expectativa de que haveria algum tipo de intervenção do governo, primeiro desvalorizando a moeda, e em seguida assistindo às empresas altamente endividadas em moeda estrangeira (o que de fato ocorreu) alimentou este tipo de especulação.

¹⁰ Idem, *ibid* p. 438.

¹¹ Ver Lustig (1992:24).

¹² Alguns autores calculam que 46% da dívida externa contraída entre 1977 e 1981 financiou a fuga de capitais. Ver Buffie (1989: 439) e Dornbusch (1989).

Tabela 3-1

Endividamento e desempenho econômico 1976-1982

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Dívida externa total (acumulado em US\$ Bilhões)	27,9	30,3	35,1	42,4	54,4	81,0	87,6
Inflação (1) (%)	27,2	20,7	16,2	20,0	29,8	28,7	98,9
PIB real (%)	4,2	3,4	8,3	9,1	8,3	8,0	-0,5
Dívida/PIB (2) (%)	31,4	37,0	34,2	31,5	29,2	33,8	53,4
Fuga de Capitais (anual em US\$ Bilhões)	nd	.98	.60	1,06	3,89	14,0	9,0
endividamento/fuga de capitais (anual, em %)	--	41	12	15	32	53	136

Fonte: Buffie (1992:443-441) e cálculo do autor. (1) Medida de dez/dez. PIB medido em dólares e dividido pelo PIB nominal pela taxa controlada média do período.

A ligeira queda nos preços do petróleo no mercado internacional a partir de 1981(contradizendo as previsões de contínuo crescimento das receitas petroleiras¹³), a demora e a ambigüidade dos ajustes macroeconômicos e a falta de confiança (demonstrada pela fuga de capitais), contribuíram para aumentar ainda mais o déficit público. Este foi crescentemente financiado por

¹³ "(...) the 1980 World Development Report forecasted the price per barrel of oil in constant 1980 dollars at US\$ 35,10 in 1985 e US\$ 40,85 in 1990 (a nominal price of US\$ 78,30). These numbers were higher still in the 1981 World Development Report: the 1990 forecast for the price of a barrel of oil in constant 1980 dollars was US\$ 42,0(...)" (Lustig 1992:21)

endividamento externo. No intuito de evitar a fuga de capitais ¹⁴, o governo fez várias intervenções no mercado financeiro. Inicialmente desvalorizou o peso, e posteriormente converteu os dólares depositados nos bancos comerciais em pesos usando a nova taxa de câmbio, recém-desvalorizada. Finalmente, em setembro de 1982, o governo nacionalizou o sistema bancário, impôs um rígido controle de câmbio e declarou moratória de sua dívida externa. ¹⁵

O sexênio de Miguel de La Madrid ¹⁶ se inicia com profundos ajustes na economia. O câmbio real é fortemente desvalorizado¹⁷, inicia-se o processo de ajuste fiscal (reduzindo-se os investimentos públicos e aumentando os impostos indiretos e de tarifas) e exerce-se rígido controle nas importações. Como consequência, as taxas de inflação e a queda do produto atingem níveis recordes.¹⁸ No início de seu sexênio e até 1985, a conta petróleo contribuiu para o ajuste na balança de pagamentos; porém a queda dos preços nos mercados internacionais em 1986, reduziu as receitas de exportação a praticamente metade do valor do início da década. A queda dos preços (de uma previsão inicial de US\$ 23,00 por barril para US\$ 8,45 por barril) fez com que os termos de troca, ajustados pela taxa de juros internacional, fossem reduzidos para 52,9% em 1986 do que eram em 1971.¹⁹ O serviço da dívida externa chegou a consumir mais de 60% do total das exportações e cerca de 10% do Produto Interno Bruto.

¹⁴ Calcula-se que apenas no segundo trimestre de 1982, a fuga de capitais atingiu US\$ 3,65 bilhões. Ibid 444

¹⁵ O setor público devia US\$ 14,3 bilhões em pagamentos do principal entre 1983 e 1984. O setor privado deveria pagar US\$ 12 bilhões ao final de 1984. Ibid 444.

¹⁶ De dezembro de 1982 a dezembro de 1988.

¹⁷ Em 1982 ocorrem três maxi-desvalorizações.

¹⁸ Ver Ros (1992a:7)

¹⁹ Dado obtido no "Informe da Presidência" (1994:157)

Durante o sexênio de de La Madrid, o endividamento externo foi utilizado para o pagamento do serviço da sua dívida externa e pouco financiou novos investimentos. Desde a crise de 1982 e até 1989, com a renegociação do plano Brady, o envolvimento do México com o mercado financeiro internacional foi caracterizado pela ausência de novos empréstimos. O país viveu, alternadamente, períodos de baixo crescimento econômico e períodos recessivos, num ambiente de elevadas taxas de juros internacionais.

O endividamento dos anos 90

Nos anos 90 o México inicia uma nova fase de envolvimento com o mercado financeiro internacional. O capital externo retorna, pondo fim a quase uma década de transferências líquidas de capitais. A reversão das expectativas desfavoráveis quanto a economia mexicana deve ser creditada a uma combinação de fatores endógenos e exógenos. Além dos ajustes internos na economia, o governo mexicano seguiu uma política de “confidence building”, tendo como paradigma o “Consenso de Washington”²⁰. O fato mais marcante, contudo, vem sendo atribuído à reestruturação de sua dívida externa por meio do Plano Brady. O serviço da dívida externa era considerado como o principal obstáculo à volta do crescimento econômico. O anunciado “desconto” obtido pelo acordo foi interpretado pelos agentes econômicos como a volta do estado de solvência do setor público. A questão da dívida externa foi relegada a um segundo plano.

Aproveitando-se da boa repercussão obtida com o Plano Brady, o governo Salinas anunciou a intenção de aprofundar as reformas econômicas iniciadas por seu antecessor: privatização de empresas estatais, desregulamentação do investimento externo e abertura dos mercados financeiros. Os resultados dessas medidas melhoraram substancialmente a situação financeira do setor público. As privatizações proveram receitas equivalentes a 6,6% do PIB mexicano (ver Tabela 3-4 p. 154 e Ros (1993b)). A utilização das receitas de privatização na redução do estoque da dívida pública (externa e interna) permitiu que se baixassem as taxas de juros internas; a

²⁰ Sobre o “Consenso de Washington”, ver Willianson (1990). Sobre o tema veja também Bresser Pereira (1992).

queda nas taxas de juros internas, por sua vez, contribuiu para reduzir as despesas financeiras do setor público. A desregulamentação financeira removeu grande parte dos controles anteriormente existentes, permitindo a repatriação de boa parte do capital que deixou o país na crise dos anos 80. Como consequência, o clima propício para investimentos no México levou à entrada maciça de capitais externos, o que permitiu a acumulação de reservas internacionais, o declínio das taxas internas de juros e o “boom” nos mercados de capitais .

O México foi o maior receptor de capitais externos que fluíram para a América Latina e Caribe.²¹ Dados do BID mostram que durante o período 1989-1992, o México recebeu quase a metade desses capitais ²², embora sua economia represente um quinto da economia região. Não há dúvidas que parte desse fluxo deve ser creditado à consolidação das reformas econômicas, iniciadas por de La Madrid, como destaquei anteriormente. Se esse fluxo positivo de capitais se deve a fatores internos, portanto a simples manutenção de políticas macroeconômicas coerentes permitirá sustentá-lo. Contudo, quando se observa que países que não adotaram reformas semelhantes (ou com a mesma profundidade) e que contavam com forte desequilíbrio macroeconômico também passaram a receber quantidades maciças de capitais externos, surgem algumas questões pertinentes: qual a real importância dos fatores exógenos a incentivar a entrada desses capitais ? e, se os fatores exógenos forem predominantes, qual seria a sustentabilidade desta forma de endividamento ?

²¹ O fluxo líquido de capitais à América Latina aumentou de uma média de US\$ 8 bilhões ao ano, na segunda metade dos anos 80 para US\$ 24 bilhões em 1990, US\$ 40 bilhões em 1991 e US\$ 53 bilhões em 1992. Ver Calvo et al (1993:108)

²² Ver BID (1993- Tabelas D-11 e B-1)

Alguns economistas ²³ consideram o novo fluxo de capitais como um novo choque exógeno, desta vez favorável. Este novo choque seria, em primeiro lugar, devido ao diferencial entre as taxas de juros internas praticadas pelos países latino-americanos *vis-à-vis* as taxas praticadas pelos Estados Unidos. Em segundo, devido à prolongada recessão nos países desenvolvidos (ao final dos anos 80 e início dos anos 90), que reduziu a oportunidade de novos negócios. Finalmente, devido à desregulamentação, nos países desenvolvidos, da movimentação de capitais de curto prazo, que reduziu os custos desse tipo de transação. Sob este ponto de vista, por trás da maciça entrada de capitais externos na América Latina estaria a busca dos investidores por ativos de retornos mais elevados. A busca por esses ativos não necessariamente expressaria a confiança no futuro econômico do país receptor dos capitais.

Além disso, a abertura do mercado financeiro, no México, coincidiu com a citada desregulamentação financeira nos países desenvolvidos, em especial a aprovação da “Regulation S” e da “Rule 144A”, em abril de 1990. Estas desregulamentações eliminaram uma série de restrições legais que visavam impedir movimentos especulativos, o que facilitou a colocação de títulos nos Estados Unidos por não-residentes. ²⁴ De fato, o Gráfico 3-1 (p.134) permite observar que as taxas de juros de curto prazo, no mercado norte americano, caem continuamente (por 22 vezes consecutivas) a partir de 1989. Aliás, tanto o retorno dos investimentos de curto prazo como os títulos de 30 anos do tesouro norte-americano, foram reduzidos. Estes últimos caíram de 7,4% a.a., ao final de 1992, para 6% em setembro de 1993. Em depoimento ao Senado

²³ Ver Calvo et al (março de 1993) e Fernandez-Arias (1994). Jaspersen e Ginarte (1993) não consideram que os fluxos de capitais sejam transitórios, mas que tendem a crescer em países receptivos ao capital externo.

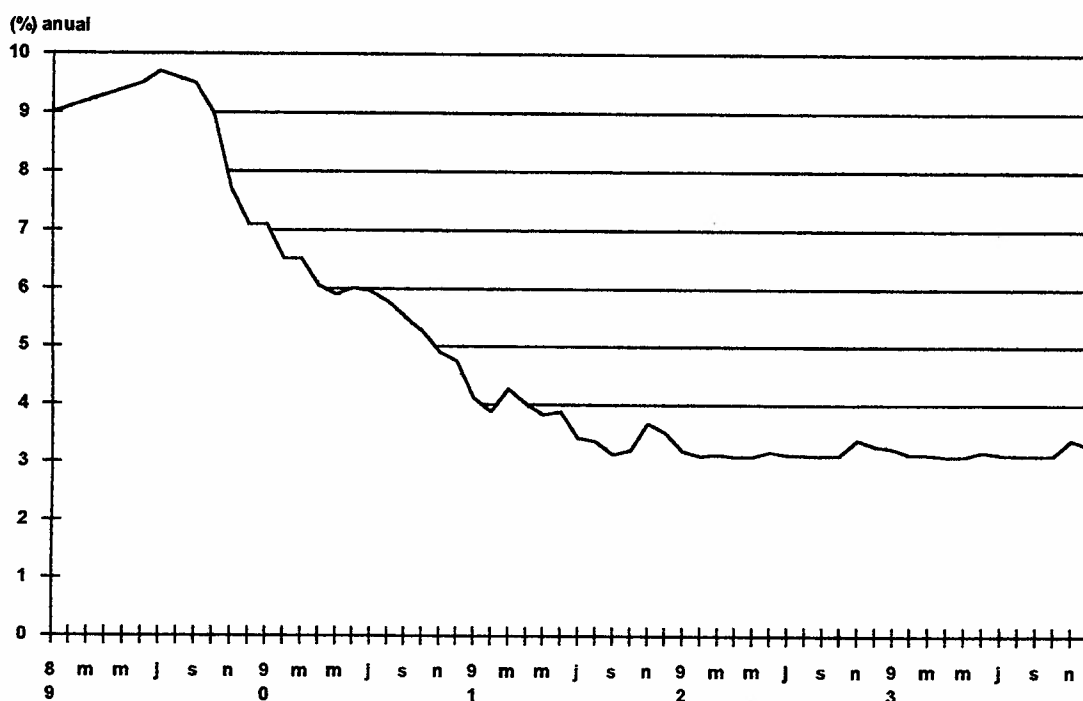
²⁴ Ver El-Arian (1991) e Montiel (1993)

norte-americano, em novembro de 1994, o presidente do FED, Alain Grunspan, admitiu que em várias ocasiões, entre 1992 e 1994, as taxas reais de juros de curto prazo estiveram próximas de zero. Não por acaso, a partir de 1990 a conta capital no balanço de pagamentos dos Estados Unidos registrou fluxo negativo de capitais, após oito anos consecutivos de ingresso líquido.²⁵

Vale observar que a simples queda nas taxas de juros internacionais trouxe consigo a percepção de solvência, e portanto menor risco para os investimentos para os países endividados - como o México.²⁶ Além, é claro, da mencionada motivação devida ao diferencial dos juros.

Gráfico 3-1

Taxas de juros nos Estados Unidos



Fonte: Banco do México. Certificados de depósito a prazo fixo. Média ponderada das cotações diárias.

²⁵ Ver FMI (1991:7) e Calvo et al (1992)

²⁶ Ver Dooley et al (1994)

A idéia de um novo choque externo favorável aos países latino-americanos - expressa por Calvo et al (1992 e 1993), inspirado no trabalho de Diaz-Alejandro (1984) - sugere que o novo fluxo de capitais se assemelha ao que ocorreu nos anos 20 e também entre 1978 e 1982. Em ambos os episódios os fluxos de capitais se reverteram de forma abrupta e provocaram profunda crise econômica na região. Por serem influenciados por fatores externos, esses capitais apresentam características temporais; estão fora do controle dos países receptores e são, portanto, independentes do seu equilíbrio macroeconômico. Desta forma, o retorno das taxas internacionais de juros aos níveis dos anos 80 dificultaria a manutenção de fluxos positivos de capitais para a América Latina.²⁷

Considerando que os fluxos de capitais estão influenciados por fatores exógenos - uma vez que esses fluxos ocorrem não apenas no México, mas também nos outros países latino-americanos - vale a pena avaliar suas características e o cenário macroeconômico que encontram, distinto do passado recente. Ressalto quatro pontos:

Em primeiro lugar, deve-se considerar que os esforços internos de ajustamento econômico (desde a crise da dívida externa em 82) deixaram “seqüelas econômicas” nos países endividados. A necessidade de gerar saldos positivos na balança comercial, para o serviço da dívida externa, obrigou esses países a manter a taxa de câmbio desvalorizada. Este procedimento levou a processos inflacionários que geraram alguma forma de indexação na economia - ou pela variação dos preços internos ou pela atrelagem da moeda nacional a

²⁷ Ver também Fernandes-Arias (1994)

uma moeda forte, no caso o dólar norte-americano. Como consequência, os planos de estabilização utilizaram a taxa de câmbio para evitar o aumento dos preços internos. Com isso, o controle da taxa nominal de câmbio tornou-se um dos pilares dos planos de estabilização exigindo desses países reservas internacionais em volume suficiente para agir contra ataques especulativos. Ou seja, o que antes não era tido como importante, tornou-se fundamental. Por esse motivo, acredita-se que parte dos fluxos de capitais deverão ser alocados como reservas cambiais.

Em segundo lugar, as reformas econômicas puseram fim ao modelo de desenvolvimento baseado na substituição de importações, adotado por mais de quatro décadas. O desmantelamento deste modelo se deu por meio da privatização de empresas estatais, redução de subsídios e liberalização comercial. Com reduzidas barreiras comerciais e com sistema de câmbio nominal fixo (ou quase-fixo), as importações tornaram-se mais sensíveis à variação do câmbio real. Como os fluxos de capitais externos influenciam o câmbio real da economia, o gerenciamento desses fluxos deverá conciliar a estabilidade dos preços e a taxa de câmbio, de tal forma que esta sirva de instrumento de competitividade internacional.

Outro ponto a ser destacado é que, desta vez, os fluxos de capitais dirigem-se a países cujo estoque da dívida externa pública permanece elevado. Os acordos de reestruturação da dívida externa baseada no Plano Brady, com raras exceções ²⁸ lograram obter reduções que permitam afastar o risco de liquidez, num futuro próximo. É de se crer, portanto, que parte do novo

²⁸ Talvez a Costa Rica seja “a exceção” entre os países que adotaram o Plano Brady. Ver a análise de Portela Filho (1993)

endividamento seja destinado ao serviço da dívida externa anteriormente contraída, e não a novos investimentos.

Finalmente, deve-se mencionar que, desta vez, o ingresso de capital externo ocorre majoritariamente por meio de instrumentos financeiros de curto prazo, e não por empréstimos diretos de sindicatos de bancos, como no passado recente. Esta forma de endividamento apresenta características voláteis e descontínuas, que dificultam sua intermediação e alocação em investimentos produtivos. Corre-se o risco destes empréstimos serem utilizados para financiar déficit em conta corrente, devido ao aumento no consumo doméstico. Se assim for, o capital externo desestimulará a poupança interna e, conseqüentemente, o investimento doméstico. O capital externo estará substituindo a poupança interna e não agregando-se a ela. Se isto ocorrer, esta forma de financiamento será insustentável no longo prazo. O aumento do consumo, financiado pela poupança externa, será maior que o aumento do Produto Interno.

Pelos motivos expostos, os países receptores de capitais externos enfrentam o desafio de canalizar a poupança externa para investimentos produtivos. Ou seja, o de transformar parte desses recursos em meios de produção de bens e serviços. A curto prazo, a economia pode crescer pelo aumento do consumo, se houver capacidade ociosa nos setores produtivos. A longo prazo, porém, só haverá expansão da economia com o aumento das taxas de investimento. Dessa forma, é desejado que o déficit na conta corrente represente o incremento nas taxas de investimento e não seja devido à redução da poupança interna. Encaminhar a poupança externa para o investimento produtivo parece ser a única forma possível de fortalecer a produtividade sistêmica e manter o processo de crescimento econômico sustentado - o que

permitirá sustentar os fluxos de capitais no longo prazo. Nessas condições, a apreciação real do câmbio pode ser vista como contraparte do maior nível de absorção de recursos externos.

Vale lembrar que embora os novos fluxos de capitais externos dirijam-se majoritariamente ao setor privado da economia, conforme mencionei anteriormente, cabe ao setor público mantê-los estáveis. Para isso é fundamental que se empregue uma política macroeconômica equilibrada, com controle sobre os agregados monetários e taxa de câmbio competitiva.²⁹

Concluindo esta análise, os fluxos de capitais externos podem ser divididos em duas formas: investimentos diretos e investimentos financeiros - títulos públicos, bolsa de valores e bônus emitidos pelo setor público e privado. No primeiro caso, o investidor estrangeiro instala-se no país receptor, trazendo consigo o capital necessário para isso. No segundo caso, o governo do país receptor atrai capitais do exterior, através de mecanismos do mercado financeiro internacional, para serem canalizados em projetos que gerem desenvolvimento econômico, ou para financiar o déficit de seu balanço de pagamentos. Deve-se destacar que em ambos os casos tratam-se de endividamento. O investidor externo usará ao menos parte dos lucros decorrentes de seu investimento para financiar novos projetos, que não necessariamente serão no mesmo país.

²⁹ Ver Titelman e Uthoff (1994:17)

De uma forma geral, os investimentos externos em ativos financeiros tendem a exercer maiores desequilíbrios macroeconômicos que aqueles destinados a investimentos diretos. Quando os capitais externos destinam-se a investimentos diretos - em sua maior parte a bens de capital - estes exercem menor pressão sobre os bens não-comerciáveis e portanto, menor pressão inflacionária. Esta forma de capital estará, em menor grau, sujeita à intermediação do sistema bancário doméstico e à inclusão de “prêmios de risco” nas taxas de juros internas; e exercerá menor influência e menor variabilidade no crédito doméstico.

Formas de gerenciamento dos fluxos de capitais

Conforme observei, a entrada de capitais externos por meio de instrumentos financeiros cria dificuldades no gerenciamento macroeconômico do país receptor. Como resposta à entrada desses capitais, o Banco Central terá, basicamente, as opções de (1) intervir ativamente, mantendo a taxa de câmbio nominal sob controle ou (2) deixar a taxa de câmbio flutuar livremente, como resposta à oferta e demanda da moeda estrangeira.

Na primeira opção, o Banco Central intervém ativamente no mercado de câmbio defendendo o tipo de câmbio adotado -- fixo ou quase-fixo. A forma de esterilização do capital externo, monetizado pelo Banco Central, dependerá da política monetária adotada pelo governo. Se o Banco Central resolve promover uma política monetária passiva, o ajuste se dará por meio do nível de preços e das taxas de juros. Com uma política monetária ativa, o equilíbrio ocorrerá por meio de mecanismos de mercado aberto. O ajuste destas duas variáveis induzirá a uma maior demanda de importações de forma a neutralizar a expansão monetária.

A política monetária passiva poderá ainda exercer pressões inflacionárias e afetar o câmbio real, valorizando-o, se a base monetária se expandir acima das metas adotadas pelo Banco Central.³⁰ Neste caso, a moeda estrangeira é trocada por moeda nacional com o aumento equivalente em reservas oficiais. Isto levará ao aumento da demanda interna por bens e serviços importados neutralizando a expansão monetária de forma a manter o equilíbrio

³⁰ Sobre o tema veja Artur e Corcket (1978), Reisen (1993) Titelman e Uthoff (1994)

interno e externo da economia. O Banco Central mantém o controle sobre a taxa nominal de câmbio sem intervir na expansão do mercado monetário, ou seja, o estoque monetário é endógeno. Com esta forma de intervenção, o governo pretende moderar a tendência de apreciação do câmbio real que ocorreria caso não intervisse na taxa cambial. Neste caso, o capital externo não alterará a poupança e o investimento interno.

Adotando uma política monetária restritiva, o Banco Central intervém parcialmente nos fluxos positivos de capitais e fará aumentar, na mesma proporção, suas reservas internacionais. O capital externo não alocado sob a forma de reservas será monetizado. Se o Banco Central deseja manter o câmbio competitivo e adota o sistema de câmbio fixo (ou controlado), a monetização do capital externo não poderá comprometer as metas totais de expansão monetária. Para que isso seja possível, o Banco Central emitirá títulos públicos (tentando impedir que o excedente monetário seja alocado na expansão do crédito doméstico) ou induzirá o aumento na importações de bens e serviço. A esterilização do excesso monetário evitará que as taxas reais de juros internas caiam, em resposta à expansão monetária. Porém, o diferencial entre as taxas de juros internas e externas estimulará a entrada de capitais externos. Isto desenvolverá um processo crescente de esterilização e pode ser fonte de déficit fiscais, pois o Banco Central remunera seus títulos no mercado interno com taxas de juros superiores às que recebe por suas reservas internacionais (ou capital esterilizado).

No outro extremo, está a não-intervenção do Banco Central. A oferta de moeda estrangeira e a demanda do mercado passam a ajustar o valor da taxa cambial. Sob um regime de câmbio flexível, o influxo de capitais levará à

valorização nominal da moeda. Como consequência, numa economia aberta às importações, ao aumento na entrada de capitais corresponderá um aumento na importações de bens e serviços. A balança comercial tenderá a apresentar déficit uma vez que parte do aumento da demanda interna se deslocou de bens domésticos para bens importados. Neste caso, não haverá aumento nas reservas oficiais. Haverá sim, o aumento no investimento, acima da poupança interna, na mesma proporção que o fluxo de capitais. O excesso de oferta de moeda externa poderá desviar o valor da taxa nominal de câmbio (arbitrado pelo mercado) da taxa real de câmbio (equilíbrio de longo prazo). O regime de câmbio flutuante, com plena mobilidade de capital, não é comumente utilizado nos países em desenvolvimento haja vista o pequeno tamanho de seus mercados de capital. Estes estariam sujeitos a fortes movimentos especulativos.³¹

Alguns autores ³² chamam a atenção para o risco da “perpetuação” das elevadas taxas internas de juros embutidos quando o Banco Central intervém ativamente no mercado de câmbio, principalmente em países endividados e que passaram por persistentes processos inflacionários, como a maioria dos países latino-americanos.

Os fluxos de capitais geralmente acompanham os primeiros estágios dos programas de estabilização. Na tentativa de evitar o aumento exagerado no consumo doméstico, os programas de estabilização adotam elevadas taxas de juros internas. O diferencial existente entre as taxas de juros interna e externa atrai capital estrangeiro. A monetização do capital externo poderá exceder as metas monetárias e levar à queda dos juros internos, indo contra a política de

³¹ Ver Zini Jr (1993)

³² Ver Calvo (1992 e 1991). (...) The sterilization of foreign capital is a step that tends to perpetuate a high domestic-foreign interest rate differential and that gives rise to increase fiscal burden (...)

juros elevados adotada pelo governo. Para manter as taxas de juros elevadas, o governo reduz a quantidade de dinheiro em circulação vendendo títulos públicos no mercado doméstico. Isto evitará que as taxas de juros internas diminuam, no entanto aumentará o estoque da dívida interna.

Tabela 3-2

Resposta do Banco Central à entrada de capitais

Opção	Tipo de Câmbio	Política Monetária	Juros Internos	Demanda Interna	Reservas
Não Intervém	Flexível	Passiva	Diminuem	Aumenta	Inalteradas
Intervém	Fixo ou controlado	Passiva	Diminuem	Aumenta	Aumentam equivalente à parcela monetizada
		Ativa	Aumentam	Controlada pela taxa de juros	

Fonte: cálculo do autor

Por outro lado, a não-esterilização do capital externo poderá causar o aumento do crédito doméstico acima das metas previstas (ou o crescimento da oferta de moeda em relação à demanda). Isto é indesejável pois o aumento do consumo doméstico distribui-se entre bens comerciáveis e não-comerciáveis. Sob um regime de liberdade comercial, a oferta de bens comerciáveis é elástica, porém o mesmo não ocorre com os bens não-comerciáveis. Os bens não-

comerciáveis, por serem inelásticos no curto-prazo, tem seu preço determinado a partir de sua procura e oferta. Como decorrência, a variação entre os preços dos bens comerciáveis e dos bens não-comerciáveis altera-se em favor do segundo e a taxa de câmbio real se apreciará.

Como pode ser observado na tabela 3-2, a forma de gerenciamento dos fluxos de capitais externos influenciarão as variáveis macroeconômicas do país receptor. Se o Banco Central resolve adotar um regime de taxa de câmbio totalmente flexível, esta pode não ser uma maneira eficiente de reduzir ou eliminar desequilíbrios no balanço de pagamentos. O equilíbrio da taxa de câmbio no mercado de ativos pode divergir do ponto ótimo da taxa de câmbio no mercado de bens. A taxa de câmbio valorizada e a queda nas taxas de juros internas, devido à expansão monetária, provocarão o aumento do consumo de bens e serviços externos e reduzirão a poupança doméstica. Além disso, a maior variância cambial passa a inibir as exportações.³³

Por outro lado, quando se adota uma taxa de câmbio controlada e se esteriliza parcialmente o capital externo, a expansão da moeda acima das metas de política monetária pode levar à expectativa de que a taxa de câmbio vigente não seja compatível com a taxa de câmbio de longo prazo. Reisen (1994:114), por exemplo, cita duas formas como a esterilização influencia a valorização cambial. A primeira seria pela informação. A intervenção do Banco Central pode mudar as expectativas do mercado, que são heterogêneas, se este julgar que as autoridades monetárias possuem informações sobre políticas cambiais futuras que divergem das suas. A outra forma seria pelo equilíbrio de carteiras. Na presença de influxo de capitais, o aumento correspondente de ativos

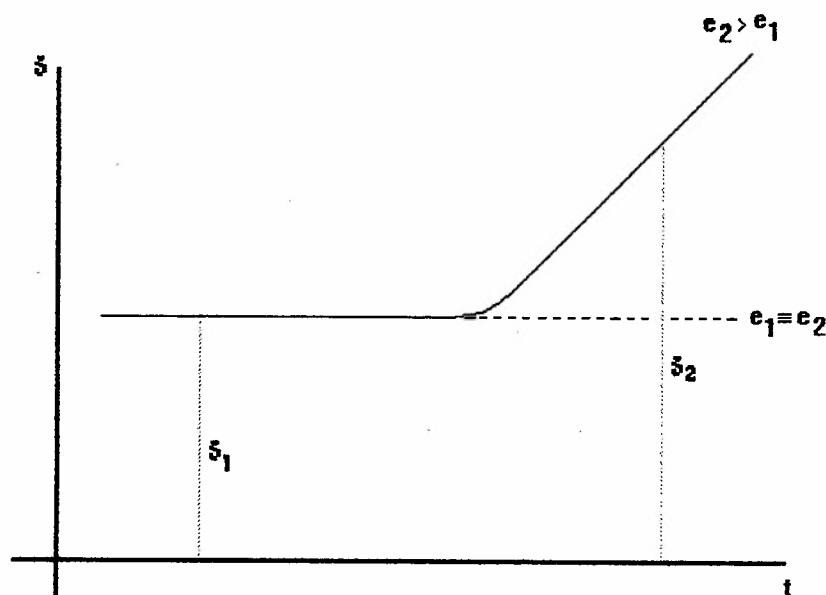
³³ Ver Artus e Corcket (1978) e Zini Jr. (1993)

estrangeiros líquidos no Banco Central será esterilizado pela oferta crescente de títulos em moeda nacional. Se os títulos nacionais ou estrangeiros são substitutos imperfeitos, os investidores passam a exigir uma maior rentabilidade para os títulos emitidos por moedas nacionais.

Portanto, se a percepção do mercado é a de que a taxa de câmbio está valorizada, a taxa de juros em moeda nacional passará a embutir, em si, o componente de risco, dada a expectativa de desvalorização cambial. Com isto, o diferencial das taxas de juros interna e externa se amplia. O Gráfico 3-2 permite visualizar este comportamento.

Gráfico 3-2

Taxas de juros e valorização cambial.



Seja “ e_1 ” a taxa cambial de curto prazo e “ e_2 ” a taxa de câmbio esperada pelo mercado, em função do tempo “ t ”. A taxa de juros “ δ_1 ” representa a taxa de juros internacional mais o “fator risco” representado pelo país receptor - diferencial entre as taxas de juros interna e externa. A linha horizontal $e_1 \equiv e_2$ representa a taxa de câmbio de equilíbrio no longo prazo (ou a situação onde não ocorrerá desvalorização cambial). Se o mercado supõe que haverá a desvalorização cambial -- representada pela curva $e_2 > e_1$ --, este passará a exigir, além de δ_1 , o risco da desvalorização cambial, expresso por $(\delta_2 - \delta_1)$ ou:

$$\delta_2 \geq [(1 + \delta_1) e_2 / e_1] - 1 \quad (3.1)$$

Desta forma, existindo o risco da desvalorização cambial, quanto maior o prazo do investimento, maiores serão as taxas nominais de juros. Logo, quanto maior o risco da desvalorização cambial $(\delta_2 - \delta_1)$, com maior probabilidade o país atrairá capitais de curto prazo, com características voláteis e especulativas, do que capitais de longo prazo - uma vez que estes últimos teriam que ser remunerados com taxas de juros extremamente elevadas. Nesta situação, a taxa de juros que equilibra o mercado de ativos diferirá daquela de equilíbrio de longo prazo no mercado de bens. A taxa de juros da economia passa a ser ajustada segundo o grau de expectativas e de riscos, variáveis estas incompatíveis com investimentos de longo prazo. A desregulamentação financeira internacional, ao permitir que os títulos fossem denominados em diferentes moedas e com diferentes taxas de juros implícitas, fez com que a elasticidade da demanda pelos títulos dependesse não só do diferencial dos juros mas também da possibilidade da variação cambial ($e_2 \neq e_1$).

O influxo de capitais externos (1988-1993)

Um dos principais objetivos da liberalização financeira empreendida pelo México foi repatriar parte do capital que saiu com a crise dos anos 80. Os desequilíbrios macroeconômicos causados pela fuga maciça de capitais são bastante conhecidos: redução da disponibilidade de capital para investimento (inibindo o crescimento econômico), restrições do balanço de pagamentos e ataques especulativos. O México é considerado, entre os países latino-americanos, aquele com maior incidência de fuga de capitais, facilitada pelo elevado grau de mobilidade de capitais que sempre existiu no país e por sua proximidade geográfica com o Estados Unidos.³⁴

Tanto o conceito de fuga de capitais como sua mensuração é um tema que gera controvérsias. Kindleberger (1937:158) define fuga de capitais como “abnormal flows propelled from a contry... by...any one or more of a complex list of fears and suspicions”, diferenciando-o do capital que sai do país para investimentos no exterior. Segundo este conceito, Buffie (1992:46) estima que entre 50 e 83 por cento do débito externo mexicano, contraído durante 1977-1982, financiaram fuga de capitais. Jeffrey Sachs, por sua vez, aponta para o paradoxo da dívida externa mexicana: enquanto o governo mexicano acumulava US\$ 75 bilhões em débitos, o setor privado acumulava depósitos no exterior estimados em US\$ 40 bilhões.³⁵

³⁴ Dornbusch (1988:14) cita que durante a crise dos anos 80, na cidade norte-americana de El Paso, no Texas, cerca de 20 por cento dos depósitos bancários pertenciam a cidadãos mexicanos.

³⁵ Sachs (1989a:12)

Não obstante a complexidade em se calcular o montante exato da fuga de capitais ocorrida no México, e não obstante a divergência de resultados obtidos em sua mensuração, existe consenso quanto a contribuição destes nos desequilíbrios financeiros dos anos 80. Ou seja, se o montante da fuga é controverso, sua magnitude não é. Isto pode ser confirmado pelo empenho do governo mexicano em facilitar e incentivar o retorno desses capitais. Além de sua óbvia contribuição em divisas externas, a repatriação de capitais daria anuência à política econômica e diminuiria a impressão de estar-se cometendo “riscos” ao se investir no país. Ou seja, contribuiria para fortalecer a estratégia de “confidence building” adotada pelo governo mexicano.

Uma das formas explícitas de facilitar a repatriação desses capitais foi através das “Amnistías”, autorizadas a partir de 1989. Neste caso o governo permitiu que os capitais repatriados fossem legalizados e ficassem isentos de taxações anteriores, desde que recolhessem 2% em impostos e fossem repatriados em uma única vez. Os dados disponíveis, embora poucos e imprecisos, indicam que a repatriação do capital sob esses termos foi relativamente pequena. Lustig (1992:57), com base em dados da Secretaria de Finanzas e Crédito Público do México, estima que até 1990, US\$ 2,9 bilhões haviam retornado sob o programa “Amnistias”. Isto pode ser considerado pouco para um montante estimado em US\$ 60 bilhões.³⁶ Conclui-se que a repatriação do capital por meio de outros instrumentos com menores riscos de confisco ou menores chances de punição, conforme será detalhado à frente.

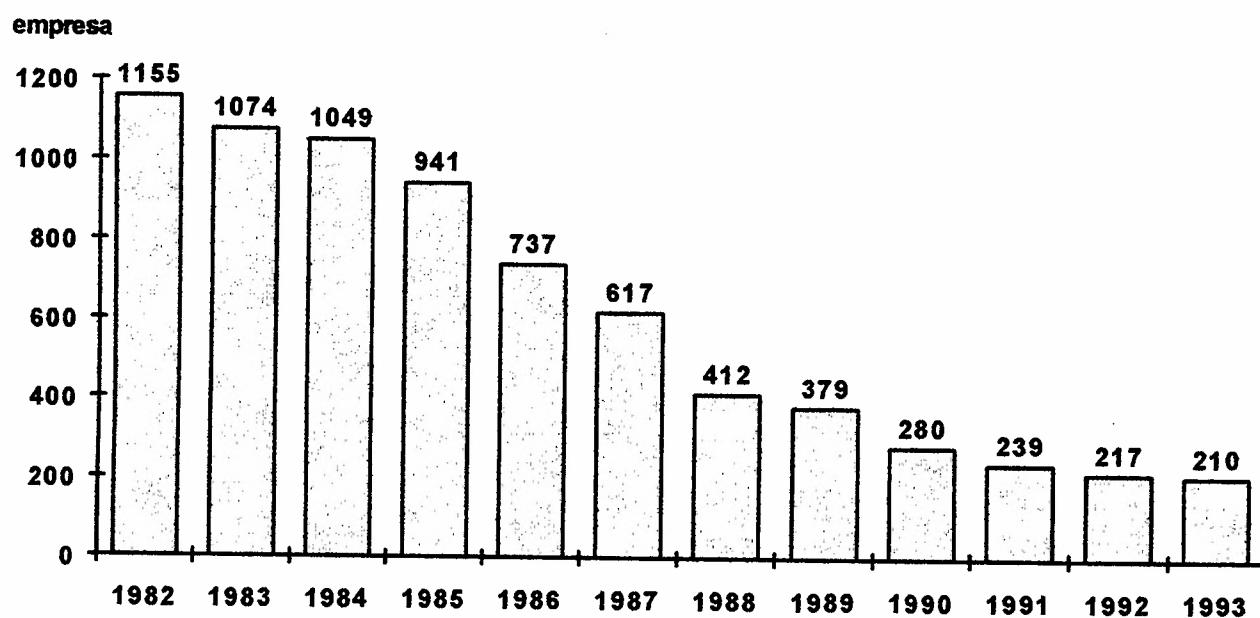
³⁶ Estimado por Dornbusch (1988)

Privatizações

Outra fonte de capitais externos para o governo mexicano foi a venda de empresas estatais. Os argumentos a favor de confinar a participação do Estado a atividades mais seletivas e sociais podem ser caracterizados em: Ideológico, Financeiro e Simbólico. Ideológico, pois esses argumentos sugerem que o setor privado aplica o capital de forma mais eficiente que o setor público; ou seja, a “alocação eficiente” do capital seria uma função direta da participação do setor privado no investimento total. O caráter financeiro (“balance budget”) desses argumentos seria devido ao racionamento de crédito externo ao setor público, nos anos 80. Com a escassez de créditos externos, a privatização de empresas estatais forneceria recursos para o equilíbrio das finanças públicas. E finalmente, o caráter simbólico: ao realizar privatizações o governo estaria sinalizando sua intenção de reduzir a participação do Estado na economia. Procuraria, com isto, incitar o aumento do investimento privado. Lucrativa, ou não, a privatização de empresas públicas (ou seu simples fechamento) melhoraria a imagem do setor público, dando-lhe a aparência de mais eficiente.

O programa de privatizações mexicano foi iniciado no sexênio de de La Madrid. Durante aquele governo (1982 -1988), de um total de 1155 empresas estatais (ou paraestatais), aproximadamente 600 empresas deixaram de pertencer ao setor público (ver Gráfico 3-3). Apesar de impressionar pelo número, mais da metade dessas empresas (391) foram simplesmente fechadas ou liquidadas, pois tinham pouco peso econômico. O total arrecadado no processo de venda de 204 empresas foi inferior a US\$ 500 milhões.³⁷

³⁷ Ver Aspe (1993:170)

Gráfico 3-3**Número de empresas estatais**

Fonte: Banco do México e SHCP.

No período 1982-1988, considerado como a primeira etapa do processo de privatizações - ou a fase “simbólica” - o governo mexicano evitou vender empresas de grande porte e significativas sob o ponto de vista econômico. Já no sexênio seguinte, embora o governo tenha privatizado menor número de empresas, estas tinham maior peso na economia mexicana.

A principal fonte de receita das privatizações ocorreu em 1992, no governo Salinas, quando foram privatizados 18 bancos, anteriormente

estatizados (1982).³⁸ Nesse processo de privatização proibiu-se a participação do capital estrangeiro. A “devolução” dos bancos ao setor privado rendeu US\$ 12,36 bilhões, ou 52,1% do total arrecadado no programa de privatizações. Por sua vez, a empresa de telefonia TELMEX - Teléfonos de México - foi privatizada com a participação de investidores estrangeiros e arrecadou US\$ 6,25 bilhões. Neste caso, a participação do capital externo somou US\$ 3,59 bilhões. Telefonia e o setor bancário, juntos, representaram 78,1% do valor total arrecadado no programa de privatizações. Outras empresas de porte privatizadas foram companhias aéreas (Mexicana de Aviación e Aero México), companhias de mineração (Compañía Minera de Cananea y Mexicana de Cobre) e refinarias de açúcar, conforme pode ser observado na Tabela 3-3 (p. 152).

³⁸ Ver Aspe (1993) e Ros (1993b)

Tabela 3-3**Dados sobre a venda de empresas públicas**

Empresa	Preço de venda (US\$ milhões)	Porcentagem das ações	Ano de venda
Bancos Comerciais (18)	12.355	52,1	1991-92
TELMEX	6.180	26,0	1991-92
Pacote de Comunicações	640	2,7	1993
Refinarias de Açúcar	632	2,7	1988-92
ASEMEX	580	2,4	1993
Minerações Cananéia	475	2,0	1990
FERTIMEX (ações)	316	1,3	1991-92
SICARTSA	316	1,3	1991
AEROMEXICO	263	1,1	1989
MEXICANA	176	0,7	1989-92
AHMSA	172	0,7	1991
CONASUPO	159	0,7	1990
MICONSA	153	0,6	1993
Tereftalatos Mexicanos	106	0,4	1988
DINA	82	0,3	1989
Outros	1.126	4,7	vários
Total	23.731	100,0	

Fonte: Banco do México com base na SHCP

Entre os países em desenvolvimento que adotaram programas de privatização, o México foi o país que mais arrecadou em volume de vendas. Contudo, a participação do capital externo foi relativamente pequeno e inferior àquela dos processos de privatização na Argentina e em países do Leste Europeu, por exemplo.³⁹ Mais de 93% das empresas privatizadas foram vendidas a investidores mexicanos, o que equivale a 83% do valor arrecadado, conforme pode ser observado na Tabela 3-4.

Tabela 3-4

Empresas privatizadas 1982-1993.

	1982-1988	1989-1991	1992-1993
Número de Empresas Privatizadas	595	310	40
Liquidada ou Fechada	294	137	—
Incorporadas	72	10	—
Transferidas	25	7	—
Vendidas	204	156	—
Valor Arrecadado (US\$ Bilhões)	0,49	18,01	5,2
De investidores nacionais	0,49	15,66	3,96
De investidores estrangeiros	-	2,35	1,24
Capital externo (acumulado)	-	12,7%	16,7%
Capital interno (acumulado)	100%	83,7%	83,3%

Fonte : Cálculo do autor com base em Aspe (1993), Ros (1993b) e SHCP

³⁹ Ver Sader (1993:23)

A segunda fase de privatização pode ser considerada como “financeira” por sua contribuição ao equilíbrio fiscal. Grande parte das receitas de privatização foram utilizadas para a redução das dívidas, externa e interna, e também para cobrir o déficit do governo nos anos de 1991 e 1992. Isto representou, a cada ano, cerca de 3,3% do PIB.⁴⁰ O emprego dos ingressos de privatização para sanear as finanças públicas trouxe expectativas favoráveis à economia mexicana, especialmente no ano de 1992. As taxas de juros internas diminuíram sensivelmente, como consequência da menor necessidade de emissão de títulos públicos: em termos reais reduziram-se, de 19%, em 1989, para apenas 3% no início de 1992.⁴¹ Como resposta, observou-se o aumento das taxas dos investimentos em 1992 (Ver Gráfico 3-3 p. 176).

Finalmente, embora a ideologia das privatizações esteja cada dia mais presente na América Latina, devido à tendência neo-liberalizante, eu diria que a fase “ideológica” ainda encontra barreiras para ser definitivamente implementada no México. As vendas de empresas estatais privilegiaram quase exclusivamente empresários mexicanos; e o governo tem resistido a privatizar sua maior empresa estatal e principal fonte de receitas fiscais - PEMEX . Contudo, é bem provável que as crescentes dificuldades em suas contas externas forcem o governo mexicano a ampliar a participação do investimento externo no setor petrolífero mexicano.

⁴⁰ Ver Ros (1993:b Cuadro 3.1)

⁴¹ Medido pelos títulos públicos CETES. Ver Ros (1993b:68)

Investimento externo direto

O receio da dominação econômica pelos Estados Unidos fez com que, no passado, os investimentos diretos sofressem intensas restrições no México. Desde 1973, a lei de investimentos estrangeiros estabelecia que a participação do capital estrangeiro deveria se restringir ao máximo de 49%, em uma série de atividades econômicas. Na prática, entretanto, tolerava-se a participação majoritária por meio de uma série de resoluções administrativas adotadas pela CNIE - Comissão Nacional de Inversión Extranjera. Em 1989 um decreto presidencial apresentou uma interpretação mais liberal da lei, permitindo a participação de capital de 100% estrangeira para projetos de investimento inferior a US\$ 100 milhões. Esta lei dividiu os setores econômicos em seis categorias sendo que, para quatro dessas categorias permitia-se a participação do capital externo.

Os investimentos estrangeiros permitidos no México obedecem a seis classificações, segundo o tipo de atividade econômica. A participação do capital estrangeiro pode variar de zero a cem por cento. No primeiro caso, estão as atividades econômicas restritas unicamente ao Estado (sistema I), onde o capital estrangeiro é proibido, como por exemplo o petróleo - exploração, atividades petroquímicas, gás natural e refino; combustível nuclear - extração e refino; energia elétrica - geração, transmissão e fornecimento; transporte rodoviário e telégrafos. Outra série de atividades (sistema II), também discrimina o capital estrangeiro e é reservada exclusivamente a mexicanos - como silvicultura, distribuição de gás liquefeito, transporte de cargas e passageiros, taxi-aéreos, instituições de crédito, transmissão de rádio e televisão. As atividades que permitem a participação do capital estrangeiro (34

por cento - sistema III, 40 por cento - sistema IV- e 49 por cento - sistema V) incluem a exploração de certos tipos de minerais, atividades petroquímicas secundárias, manufaturas e montagem de partes de automóveis e acessórios, criação e pesca, serviços de telecomunicações. Finalmente, as atividades em que se permite capital 100% estrangeiro (sistema VI) incluem agricultura, jornais e revistas, construção, serviços de transporte marítimo - turístico e overseas- administração de rodovias e pontes, companhias de investimento e financeiros.

Os dados apresentados pela SECOFI (ver Anexo A.8 p. 198) mostram que os investimentos diretos tendem a privilegiar o setor de serviços -- imune à taxa de câmbio valorizada -- em detrimento do setor industrial - substituidor de importações. Os investimentos diretos que se destinam ao setor industrial privilegiam as atividades exportadoras, e as intra-industriais com alto índice de insumos importados - e portanto com pouco valor agregado, conforme pode ser observado no Capítulo II deste trabalho. Exemplificando de forma caricatural esta afirmação, está a decisão de alguns investidores estrangeiros que passaram a alocar seu dinheiro em “fast-foods” e não em fábricas que pudessem substituir bens importados, como no passado.

Investimentos financeiros - títulos públicos e bolsa de valores

Os mercados financeiros para estrangeiros passaram a ser liberalizados no México a partir de 1988. Embora inexistam dados oficiais acredita-se que, no início, grande parte dos fluxos foram gerados por capitais que haviam deixado o país, na década de 80. Com o tempo, o retorno oferecido por esta forma de investimento passou a atrair outros investidores tradicionais do mercado internacional (notadamente norte-americanos) como fundos de pensões e companhia de seguros. A procura dos investidores norte-americanos por este mercado se deve, em primeiro lugar, à sua grande ligação com os mercados latino-americanos e sua familiaridade com investimentos de alto risco e retorno. E em segundo por seu interesse em novos negócios, devido à queda contínua das taxas de juros internas dos Estados Unidos, conforme salientei anteriormente.

A partir de julho de 1989 corretoras mexicanas foram autorizadas a transacionar títulos governamentais como BONDES, AJUSTABONOS e TESOBONOS ⁴² com investidores estrangeiros. Em dezembro de 1990, os títulos públicos denominados CETES foram autorizados para residentes mexicanos fora do México, sendo que esta autorização foi estendida a estrangeiros ("money market instruments"). ⁴³ Nos anos seguintes a estas

⁴² CETES - Certificados de Tesouraria - são títulos emitidos pelo governo mexicano, vendidos com desconto e de curta maturidade (28, 91 e 182 dias). "Bondes" (development bonds), são títulos com um ou dois anos de maturidade, comprados principalmente pelo setor financeiro. Os juros são capitalizados a cada 28 dias, com base no seu valor de face e a taxa pode estar ligada com o retorno dos CETES de 28 dias. "TESOBONOS", ou Bonus da Tesouraria, é um título emitido em moeda estrangeira e, portanto, sem o risco cambial, porém pago em pesos. Finalmente, os "AJUSTABONOS", são títulos indexados pelo índice Nacional de Preços ao Consumidor. O retorno é a partir de uma taxa de juros fixa, estabelecida no momento de sua emissão, pagável a cada 28 dias e com base no valor ajustado do título na data em que os juros são pagos.

⁴³ The Mexican Economy (1994:244)

autorizações, a Bolsa Mexicana de Valores foi reconhecida como “offshore designated securities market” no Japão, Inglaterra e Estados Unidos. Em 1991 companhias mexicanas registradas na Bolsa de Valores do México (BMV) foram autorizadas a transacionar suas ações no mercado norte-americano, sem a necessidade de registro prévio, o mesmo sendo permitido a investidores norte-americanos na Bolsa Mexicana de Valores.

A desregulamentação do mercado financeiro se tornou o grande incentivo para a repatriação do capital, poupando os investidores dos eventuais riscos de punição ou confisco e preservando a identidade dos residentes.⁴⁴ A emissão de bônus no exterior, por exemplo, permite que o dinheiro que saiu do país retorne por meio de instrumentos de empréstimos, e seja alocado em ativos internos que ofereçam taxas de juros mais elevadas. A grande variedade de títulos públicos, denominados em diferentes moedas, permitiu ao governo mexicano manter os fluxos de capitais externos, mesmo em situações desfavoráveis. Ao final de 1993, o capital estrangeiro em títulos públicos mexicanos estava alocado majoritariamente nos CETES -- títulos públicos denominados em pesos mexicanos.⁴⁵ Por serem denominados em moeda doméstica, esses títulos trazem consigo o risco cambial. O crescente risco da desvalorização cambial, ao final de 1993, fez com que o governo mexicano reduzisse a emissão desses títulos e oferecesse títulos sem o risco da desvalorização cambial - TESOBONOS. Por meio desta estratégia, as autoridades financeiras eliminaram o componente “risco de desvalorização cambial” na remuneração dos títulos públicos. Entre janeiro e julho de 1994, a

⁴⁴ “Notwithstanding the recent broadening in the range of investor, the investor base for LCD securities (particularly Latin American) probably still consists largely of flight capital, individual investors, and global investment funds. Although on firm figures are available, market participants estimate that about 60-70 percent of investment in Latin American instruments has come from flight capital and 20-25 percent from high-yield investors and investment funds” (IMF 1992)

⁴⁵ Ver “The Mexican Economy”, edições de 1993 e 1994.

emissão primária de TESOBONOS atingiu US\$ 19,07 bilhões. Em agosto do mesmo ano, o governo teve que amortizar o equivalente a US\$ 12,26 bilhões de TESOBONOS, em posse de investidores estrangeiros.⁴⁶ Embora a emissão desses títulos tenha reduzido os juros implícitos, devido à inexistência do risco cambial, não conseguiu mudar a característica de curto prazo deste tipo de “investimento externo”.

Conhecidos os instrumentos possíveis para atrair o capital externo, vale a pena analisar sua participação na economia mexicana e fundamentalmente, estabelecer de que forma foi empregado durante o período em exame.

⁴⁶ Ver “El Economista”, 15 de Agosto de 1994, paginas 1 e 13.

Uma análise dos fluxos de capitais e sua alocação.

Os fluxos de capitais externos representam endividamento externo do setor público e privado, e podem ser medidos pelo superávit da conta capital no balanço de pagamentos. A conta capital inclui todas as transações internacionais envolvendo ativos (outros que não reservas oficiais), como transações em dinheiro, ações, bônus governamentais, terras e empresas. Desta forma, a conta capital no balanço de pagamentos relaciona as transações financeiras com o exterior de acordo com a sua característica (curto ou longo prazo) e de acordo com o setor envolvido (público ou privado). Por isso, o endividamento líquido com o exterior ou a compra de ativos domésticos por estrangeiros são considerados fluxos de capitais, e representam dívida e obrigações financeiras.⁴⁷

Assim, o déficit em conta corrente no balanço de pagamentos -- que pode ser definido como o excesso de investimentos sobre a poupança doméstica -- pode ser financiado com reservas oficiais ou com capitais externos (poupança externa). A poupança externa também pode ser medida pela entrada de capitais externos menos a acumulação de reservas. Como os fluxos positivos de capitais representam endividamento externo, a questão fundamental é saber se sua alocação permitirá manter esta forma de endividamento.

A conta capital no balanço de pagamentos do México mostra que US\$ 82,3 bilhões entraram a título de “investimentos externos”, durante o período 1989-1993. Desse total, US\$ 73 bilhões (76%) destinaram-se a ativos

⁴⁷ Ver Ros (1993b:19), Calvo et al (1993:112) e Calvo (1993a:2)

financeiros - bolsa de valores, títulos públicos e bônus emitidos pelo setor público e privado; os investimentos diretos receberam US\$ 16,31 bilhões (20%) do capital externo ⁴⁸ e os US\$ 3,59 bilhões (4%) restantes correspondem a privatização da empresa de telefonia. A distribuição deste capital pode ser verificada na Tabela 3-5, e sua composição percentual no Gráfico 3-4 (p. 162).

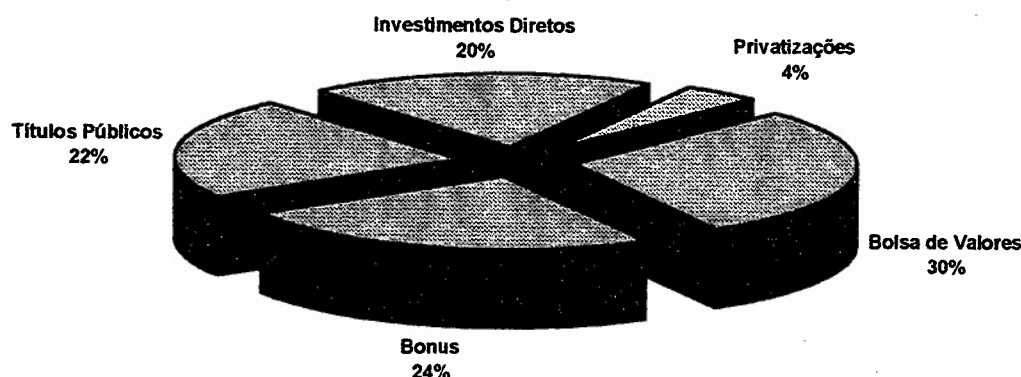
Tabela 3-5

Investimentos externos 1989-1993 (US\$ bilhões)

	1989	1990	1991	1992	1993	Total
Bolsa de Valores	0,5	2,0	6,3	4,8	10,7	24,3
Emissão de Bônus ⁽¹⁾	-0,1	1,4	3,0	5,1	10,9	20,3
Público ⁽²⁾	0,4	0,8	1,6	1,5	4,9	9,2
Privado	-0,5	0,6	1,4	3,6	6,0	11,1
Títulos Públicos ⁽³⁾	--	--	3,4	8,1	6,9	18,4
Investimentos Diretos ⁽⁴⁾	3,2	2,6	2,45	3,16	4,9	16,31
Privatizações ⁽⁵⁾	--	--	2,35	1,24	--	3,59
Total	3,6	6,0	17,5	22,4	33,3	82,8

Fonte: Banco do México .Ros (1993b:7-). (1) Bônus e Papéis Comerciais lançados no exterior. (2) Para os anos de 1989 e 1990 Gurria (1992:180) (3) No ano de 1993 inclui a emissão de US\$ 380 milhões do setor privado. (4) Segundo o balanço de pagamentos. (5) Capital externo para a privatização da TELMEX. Exclui empréstimos diretos realizados pelo setor público ou privado.

⁴⁸ Em 1993 o investimento direto representou apenas 16% do total.

Gráfico 3-4**Composição percentual dos Investimentos Externos (Tabela 3-5)**

Observa-se que grande parte desses capitais tem características de curto prazo.⁴⁹ Verifica-se a volatilidade desse tipo de “investimento” pela facilidade com que deixa o país. Logo após março de 1994, e até maio do mesmo ano (em apenas um mês), estima-se que aproximadamente US\$ 12 bilhões deixaram o México, reduzindo em 40% as reservas disponíveis, então suficientes para suprir as importações por apenas 2,7 meses.⁵⁰ Ao que tudo indica, a fuga de capitais esteve diretamente ligada a fatores políticos - o assassinato do candidato oficial à presidência do México, Luis Donaldo Colosio. Embora inicialmente o governo mexicano tenha negado a perda de reservas nesta

⁴⁹ Conforme salientei antes, este tipo de capital tem características que dificultam sua alocação em atividades produtivas.

⁵⁰ Ver “Reforma” de 20/outubro/1994 - Sección A. Este jornal reportou a queda nas reservas mexicanas de US\$ 25,3 bilhões no primeiro trimestre de 1994 para US\$ 15,9 bilhões no segundo trimestre de 1994.

magnitude, posteriormente reconheceu a saída de US\$ 8,27 bilhões.⁵¹ Após aquele episódio, e em face da fragilidade do equilíbrio das contas externas mexicanas, o FED, o Departamento do Tesouro norte-americano e o governo canadense concederam ao México uma linha de financiamento de emergência no valor de US\$ 7 bilhões de dólares.

Finalmente, a conta capital (Tabela 3-6 p. 164) também mostra que parte considerável dos fluxos positivos de capital externo foram alocados sob a forma de reservas (equivalente a 22,6%) em face da necessidade de sustentar a taxa nominal de câmbio (considerada sobrevalorizada pelo mercado) e evitar ataques especulativos.

A contrapartida da conta capital - a conta corrente - por sua vez, permite identificar como esses investimentos foram empregados. A conta corrente no balanço de pagamentos mostra que os serviços fatoriais e a balança comercial são os itens que mais pressionaram a saída de capitais. Durante o período 1989-1993, o déficit nos serviços fatoriais -- saldo do pagamento e recebimento de juros do exterior-- superou o déficit comercial no período; entretanto, o déficit comercial se tornou predominante a partir de 1992 (ver Tabela 3-6). Isto corrobora a afirmação de que a dívida externa mexicana continua sendo fonte de desequilíbrio externo, apesar de ter sido renegociada pelo Plano Brady, e hoje ser considerada por muitos como um problema menor.⁵²

⁵¹ El financiero, 22/07/94, p. 4.

⁵² "(...) Bajo la presidencia de Carlos Salinas de Gortari, mi sucesor Pedro Aspe Armella, desarrolló una excelente labor negociadora que hizo posible concretar, em febrero de 1990, um paquete financiero de excepción, en beneficio del país. A partir de entonces, la deuda externa dejó de ser el gran obstáculo para el sano y ordenado desarrollo económico y social de la nación.(...)" Gustavo Petricioli, em Gurria (1993:XX)

Tabela 3-6**Resumo balanço de pagamentos (US\$ Milhões e % PIB)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1989-93
Comercial	405,0	-882,4	-7.278,9	-15.933,7	-13.480,7	-37.170,7
	(0,20)	(0,36)	(2,53)	(4,83)	(3,74)	
Serviços não-fatoriais	-468,1	-192,1	-1.750,9	-2.296,3	-1.675,7	-6.383,1
	(0,23)	(0,79)	(0,61)	(0,70)	(0,46)	
Serviços fatoriais	-8.302,2	-8.625,9	-8.608,0	-9.594,8	-10.923,6	-46.072,4
	(4,01)	(3,53)	(3,00)	(2,91)	(3,03)	
Transferências líquidas	2.541,1	3978,3	2745,4	3.020,4	2.687,0	14.972,2
	(1,23)	(1,63)	(1,00)	(0,92)	(0,75)	
Conta Corrente	-5.821,2	-7.451,0	-14.892,4	-24.804,4	-23.393,0	-76.362,0
	(2,81)	(3,05)	(5,19)	(7,53)	(6,49)	
Conta Capital	3.175,9	8.163,6	24.940,1	26.542,3	30.882,4	93.704,3
	(1,53)	(3,34)	(8,68)	(8,06)	(8,57)	
Erros e Emissões	3.040,9	2.520,4	-1.910,2	-564,6	-1.449,0	1.637,5
	(1,47)	(1,03)	(0,67)	(0,17)	(0,4)	
Variação Reservas	271,5	3.414,3	7.821,5	1.161,4	6,083,2	18.751,9
	(0,13)	(1,40)	(2,72)	(0,35)	(1,69)	

Fonte: Cálculo do autor, baseado no balanço de pagamentos fornecido pelo Banco do México. Os números entre parêntesis representam o percentual do PIB.

O balanço de pagamentos mostra ainda que o endividamento externo realizado pelo setor público, naquele período (1988-1993), foi insuficiente para suprir o pagamento de juros da dívida. Os juros da dívida externa pública consumiram US\$ 44,51 bilhões, enquanto que o novo endividamento público externo equivaleu a US\$ 26,4 bilhões (Tabela 3-7). Conclui-se que, embora denominado como “investimento externo”, o novo endividamento pouco contribuiu para fomentar novos investimentos, pois foi usado para o pagamento de dívidas anteriormente contraídas. Observa-se ainda que o pagamento de juros dos títulos públicos vendidos a não-residentes (que não é classificado como dívida externa pelo governo mexicano) passa a ser significativo a partir de 1992, e em 1993 representou 25% do total pago ao exterior (Tabela 3-7).

Tabela 3-7

Endividamento externo do setor público e juros da dívida pública externa

	1989	1990	1991	1992	1993	1989-93
Emissão de Bônus	0,4 ⁽¹⁾	0,8 ⁽¹⁾	1,6	1,5	4,9	9,2
Títulos Públicos ã-residentes	--	--	3,4	8,1	6,9	18,4
Total endividamento público	0,4	0,8	5,0	9,6	11,8	27,2
Juros da dívida externa	8,1	7,7	8,2	9,5	11,1	44,5
De valores moeda nacional ⁽²⁾	nd	nd	0,8	1,8	2,9	5,5
Juros da dívida externa ⁽³⁾	8,1	7,7	7,4	7,7	8,2	39,0

Fonte: Cálculo do autor, com base nos dados do Banco do México (1994:Table 62) Inclui bancos de desenvolvimento. (1) Gurria (1993:180)
 (2) Pagamento de juros dos títulos públicos para não-residentes. (3) Refere-se ao setor público e Banco do México.

A “sangria” de capitais para o pagamento de juros do setor público tanto quanto o elevado déficit comercial, foram financiados com empréstimos externos, por intermédio de emissão de títulos públicos e privados no exterior. O custo desse financiamento pode ser considerado “baixo”, já que as taxas de juros internacionais estão caindo continuamente desde 1989. O benefício do crédito acessível, contudo, não se estendeu ao restante da economia mexicana. Apesar das taxas internas de juros terem caído consideravelmente após o acordo de sua dívida externa em 1989, a queda observada não foi suficiente para deixá-las compatíveis com os investimentos de longo prazo.⁵³

Uma barreira a que o capital externo fosse alocado em investimentos internos deve-se ao sistema bancário mexicano. A estatização dos bancos, em 1982, deixou como legado um sistema altamente ineficiente e concentrado, o que fez elevar o custo do capital. Glaessner e Oks (1994:14) mostram como as taxas de empréstimos bancários, para pequenas e médias empresas, atingem entre 27% e 37 % a.a., ou quase o triplo do retorno de um título público CETES (12 % a.a.), conforme pode ser observado na Tabela 3-8. Isto permite concluir que o benefício das baixas taxas internacionais de juros restringiram-se às empresas de grande porte e com acesso ao mercado internacional de capitais. Isto fez com que as taxas finais -- ou taxas ativas -- de empréstimos para as empresas domésticas fossem elevadas e, de certa forma, incompatíveis com o investimento produtivo. Um indicador claro dessa dificuldade é o grau de inadimplência que cresceu de 1% em 1988 para 10,53 % em junho de 1994.⁵⁴

⁵³ Conforme afirmei anteriormente, as taxas de juros dos títulos públicos em 1992 foram baixas e, em alguns períodos, negativas.

⁵⁴ Durán (1994).

Tabela 3-8
Decomposição das taxas de empréstimos

Fatores Macroeconômicos	Percentagem
1) Taxa básica - US Treasury Bills - 1 mês	3,0
2) Risco do País	1,5
3) Risco da Desvalorização cambial	3,0
4) Risco diferencial da inflação	4,5
5) Taxa dos títulos públicos - CETES (1+2+3+4)	12,0
Fatores Microeconômicos	
6) Taxas aplicada a obrigações bancárias vs. governamentais	2,0
7) Risco dos Bancos	2,0
8) Custo médio dos fundos em bancos comerciais (taxa CPP) (5+6+7)	16,0
9) Custos operacionais, taxa marginal de lucro, taxas implícitas e explícitas	6,0 - 10,0
10) Estimativa da taxa de empréstimo (8+9)	22,0 - 26,0
11) Taxas de emprestadores preferenciais	17,0 - 22,0
12) Taxas para emprestadores - pequenos e médios	27,0 - 37,0

Fonte: Glaessner e Oks (1994:14). Tradução do autor.

1. Assumindo as seguintes taxas de juros ic (CETES) = 12%, it (TESOBONOS) = 4,5%; itb (US T.Bill) = 3%. TESOBONOS são títulos de dívida pública indexados ao dólar. AJUSTABONOS são títulos da dívida pública indexados à taxa de inflação doméstica; CETES são títulos da dívida pública denominados em pesos. A inflação externa é estimada em 2,5%.

2. Igual a $(it-itb)$

3. Igual a $(ic - i t) + 2,5 - (ic-ia)$, onde 2,5 é a inflação externa e $(ic-ia)$ é a inflação doméstica esperada.

4. Igual a $ic - i t - 2,5$. Isto porque os AJUSTABONOS são de maturidade entre 3 e 5 anos e, portando, de maturidade superior aos CETES (28 dias). Esta aproximação pode estar viesada a menor, uma vez que o prêmio líquido presente nas taxas líquidas dos AJUSTABONOS não se reflete nas taxas de CETES.

5. A dimensão exata do efeito de taxa  o é dependente dos investidores domésticos ou externos tem tratamento diferenciado na taxa  o.

6. Estas taxas refletem o diferencial de risco entre obrigações do governo e bancos comerciais.

7. As recentes reformas sugerem que os mais importantes componentes dos "spreads" são as margens de lucros e os custos administrativos e de operação.

8. Este "spread" foi estimado comparando-se o custo de um contrato t pico de "leasing" onde a recompra não   necessária com os termos do crédito para pequenas e m dias empresas. (Este "spreads" deve ser entendido como as taxas efetivas para pequenos e médios emprestadores).

Poupança externa, poupança interna e crescimento econômico

O crescimento econômico de um país pode ser considerado como função direta das taxas de investimento. As taxas de investimento, por sua vez, equivalem à poupança interna (pública e privada) mais a poupança externa (déficit em conta corrente no balanço de pagamentos ou saldo da conta capital menos a acumulação de reservas). Ou seja :

$$i = s_g + s_p + s_f$$

onde:

i = investimento

s_g = poupança do governo

s_p = poupança privada

s_f = poupança externa

Por este motivo o capital externo é bem vindo - na medida em que se espera vê-lo agregado às taxas de investimento domésticas, incrementando os investimentos e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Logo, quando a deterioração da conta corrente no balanço de pagamentos estiver associada ao aumento das taxas de investimento, ou quando o aumento do endividamento for menor que o aumento do produto, não haverá causa para preocupações. O crescimento da economia permitirá, futuramente, remunerar a poupança externa. Porém, não se pode afirmar o mesmo quando, à deterioração da conta

corrente no balanço de pagamentos, não corresponder o crescimento equivalente nas taxas de investimento.

Até ocorrer a crise da dívida externa, era visível o “trade-off” entre o aumento do Produto Interno Bruto mexicano e o déficit em sua conta corrente.⁵⁵ Ou seja, havia uma alta relação produto/capital externo. Nos anos 90, entretanto, o México passa a receber capitais externos em volume equivalente ao final dos anos 70 e início dos anos 80 sem, contudo, apresentar crescimento econômico equivalente. Dados do Banco do México (Tabela 3-9 p. 170) mostram que, entre 1989 e 1993, o acréscimo na poupança externa não se traduziu em aumento equivalente no investimento interno, devido à redução da poupança interna (em 1,9 % do PIB). Embora a poupança pública tenha aumentado em 2,3% do PIB, a queda na poupança privada foi acentuada e representou 4,2 % do PIB.

Como o aumento no déficit em conta corrente representa o aumento no investimento ou o declínio da poupança interna (ou uma combinação dessas duas variáveis), vale a pena fazer algumas considerações sobre o comportamento da poupança interna no México.

⁵⁵ Sob o tema veja Ros (1993a:4)

Tabela 3-9
Poupança e investimento (% PIB)

	1989	1990	1991	1992	1993*
Investimento Total (I)	18,2	18,6	19,5	20,8	20,2
Pública	4,8	4,9	4,6	4,2	3,9
Privada	13,3	13,7	14,9	16,6	16,3
Poupança interna (S)	15,6	15,9	14,9	14,1	13,7
Pública	3,2	6,7	7,4	7,2	5,5
Privada	12,4	9,2	7,5	6,9	8,2
Poupança Externa ⁽¹⁾	2,6	2,7	4,6	6,7	6,5
(I-S) setor público	1,6	-1,8	-2,8	-2,7	-1,6
(I-S) setor privado	0,9	4,5	7,4	9,7	8,1

Fonte: Banco do México - Informe Económico e The Mexican Economy - 1994. (*) Os dados de 1993 foram obtidos na CEPAL, no México, e são estimativas. (1) Medido pelo déficit em conta corrente.

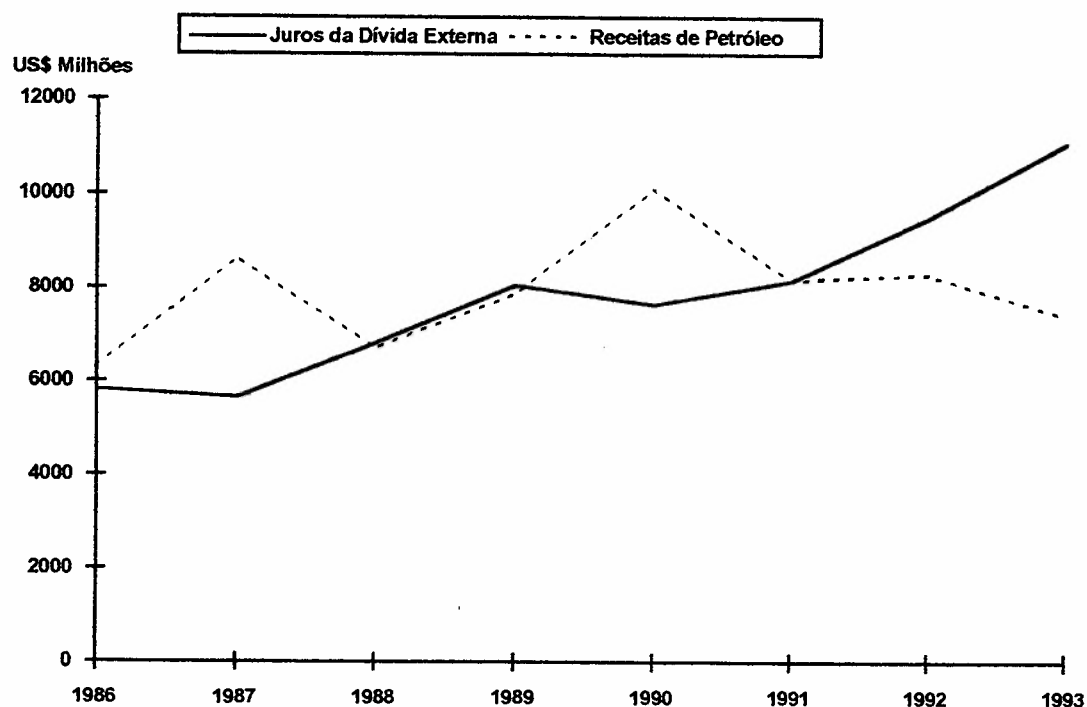
A poupança pública mexicana deve ser dividida em dois setores: externo e interno. Como o México é um país produtor e exportador de petróleo e, como essas receitas pertencem ao governo, os preços internacionais do petróleo e a taxa de câmbio afetarão a poupança pública. A contribuição do setor externo para a poupança pública corresponderá às receitas de exportação de petróleo menos os juros da dívida pública externa. Esta diferença, convertida em moeda nacional, à taxa de câmbio vigente, corresponderá à contribuição do setor externo à poupança pública, em moeda nacional.

A conta petróleo sempre contribuiu de forma positiva para a poupança pública mexicana. Mesmo durante a crise da dívida externa, a conta petróleo

gerou receitas suficientes para cobrir os juros daquela dívida, e ainda cobrir, parcialmente, o déficit na balança comercial.⁵⁶ Contudo, a partir de 1986, a queda dos termos de troca, provocada, principalmente, pela queda nos preços do petróleo, acabou por agravar a balança comercial e a poupança do setor público. Se comparada aos anos 80, a queda na receita de petróleo representa, em termos nominais, a perda do equivalente a US\$ 9 bilhões (ver Tabela 2-2 p. 61). A poupança externa pública tornou-se fortemente deficitária a partir de 1991. A conta petróleo passou a ser insuficiente para pagar os juros da dívida externa.⁵⁷ (Gráfico 3-5)

Gráfico 3-5

Contribuição do setor externo à poupança pública



Fonte: Cálculo do autor, com base em dados do Banco do México. The Mexican Economy (1994)

⁵⁶ A conta petróleo gerava receitas equivalentes a US\$ 16 bilhões, enquanto os juros da dívida externa consumiam o equivalente a US\$ 12 bilhões.

⁵⁷ Neste caso, incluindo-se o pagamento de juros dos títulos públicos vendidos a não-residentes.

A poupança pública interna, por sua vez, esteve sujeita a duas forças opostas. A primeira delas, desfavorecendo a poupança pública, deveu-se à perda da receita inflacionária com a implementação do plano de estabilização econômica. Esta, que significava cerca de 3,41 % do PIB em 1987, foi reduzida para 1,53 % no ano seguinte e 0,43% em 1989, sem que houvesse o aumento equivalente na arrecadação pública.⁵⁸ Entretanto, por outro lado, a queda das taxas de juros nos títulos públicos favoreceu a poupança pública. Após o plano de estabilização econômico, e até a renegociação da dívida externa mexicana (1990), as taxas de juros internas mantiveram-se em patamares elevados, em torno de 30% em termos reais. Com a renegociação da dívida externa, as taxas internas de juros caíram continuamente até o final de 1992. As receitas do programa de privatizações (equivalentes a 6,6 % do PIB) foram utilizadas, em grande parte, para reduzir o estoque da dívida pública (interna e externa). As taxas internas de juros reduziram-se graças à menor necessidade de emissão de títulos públicos.

O ano de 1992 foi extremamente favorável à economia mexicana. A volta da confiança permitiu ampliar, ainda que modestamente, as taxas de investimento (ver Tabela 3-9 p. 170). Como a poupança pública tornou-se positiva ao final de 1992 (há superávit no NFSP), a redução dos juros internos compensou amplamente as perdas de receitas do imposto inflacionário.

⁵⁸ Ros (1992a:13), por exemplo, argumenta que o "Pacto" pode ser considerado como uma experiência exitosa de estabilização sem ajuste fiscal. O autor observa que nos anos de 1989-1991, o déficit operacional do setor público volta a crescer devido às elevadas taxas de juros sobre a dívida pública interna naquele período e que a redução do imposto inflacionário, devido à estabilização, não foi compensada com aumento no superávit operacional. Os dados sobre o imposto inflacionário foram obtidos em Aspe (1993:69).

Analisando, enfim a poupança privada ⁵⁹ (durante o período 1989-1993), observa-se que sua queda ocorreu por três canais distintos. O primeiro, já mencionado, através do declínio da renda financeira devido à queda nas taxas reais de juros dos títulos públicos, que provocou a redistribuição entre a poupança pública e privada, sem que a poupança interna se alterasse. Observa-se na Tabela 3-9 (p. 170) que a poupança pública se incrementa na mesma proporção que a poupança privada diminui. ⁶⁰ Esta situação reverteu-se ao final de 92, quando as taxas de juros internas voltaram a subir e a poupança pública foi reduzida novamente. O segundo canal deveu-se à menor remuneração dos ativos que pertencem ao setor privado, no exterior. A queda nas taxas de juros internacionais e a valorização cambial reduziram, em moeda local, a remuneração desses ativos.⁶¹ Finalmente, o terceiro canal pelo qual se deu a queda da poupança privada, decorreu da liberalização comercial e financeira. Após a severa restrição às importações, durante o período 1983-1989, a reabertura de canais de financiamento ao consumo, a ausência de restrições às importações de bens de consumo e a taxa de câmbio valorizada, favoreceram o aumento do consumo doméstico. O consumo como proporção do PIB aumentou significativamente, passando de 74,6% em 1987 para 82,3% em 1992. (Tabela 3-10 p. 174). O setor privado foi responsável por 83,1 % (6,4 pontos) desse aumento no consumo, enquanto o setor público deve ser responsabilizado pelos 16,9 % restantes (1,3 pontos) de um total de 7,7 pontos percentuais de aumento. Como o consumo do setor privado cresceu acima do PIB, a poupança privada reduziu-se mais que proporcionalmente.

⁵⁹ Sob o tema, veja também Oks (1993)

⁶⁰ Ros (1993b:55)

⁶¹ Isto pode ser observado no balanço de pagamentos - Anexo A.2.

Da mesma forma, a valorização cambial associada à redução das tarifas de importação impôs mudanças nos preços relativos da economia e significou maior oferta de bens sobre a mesma capacidade instalada. Exposto à maior concorrência, o setor industrial doméstico teve suas margens de poupança diminuídas. Isto fez com que o crescimento econômico observado neste período ocorresse sem que as taxas de investimento se alterassem. A recuperação econômica esteve ligada ao aumento da demanda agregada devido à maior disponibilidade de financiamento externo que, por sua vez, permitiu importar bens intermediários (ou finais) e ampliar a produção com a mesma capacidade instalada.

Tabela 3 - 10

Oferta e consumo total - México 1984 - 1992

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Importações	13,4	15,3	16,2	16,9	17,0	18,1
Oferta = demanda	113,4	115,3	116,2	116,9	117,0	118,1
Consumo Total	74,6	78,0	78,8	79,3	80,8	82,3
Privado	65,8	69,4	70,3	70,9	71,8	72,2
Público	8,8	8,6	8,5	8,4	9,0	10,1

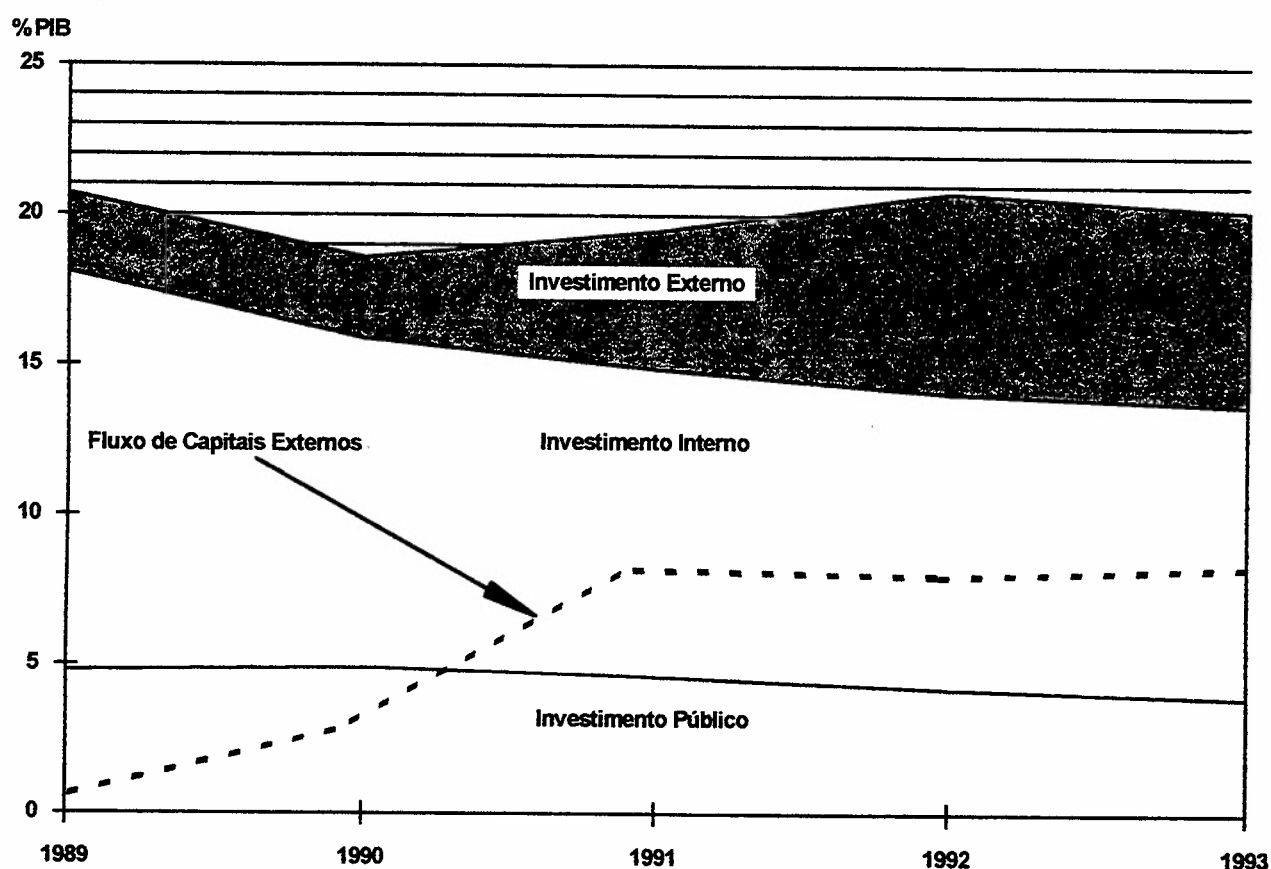
Fonte: Banco do México. PIB a preços correntes. Importações CIF - mercadorias e serviços não-fatoriais.

Enquanto as importações passam de 13,4% do PIB, em 1987, para 18,1% do PIB, em 1993, o consumo aumenta de 74,6% do PIB para 82,5% do PIB no mesmo período. Ou seja, as importações aumentam 4,7 pontos percentuais e o consumo interno aumenta 7,7 pontos percentuais. Como os gastos internos cresceram a uma proporção maior que o Produto e o ingresso, conclui-se que a poupança externa foi, em grande parte, utilizada para o consumo. Ou seja, a prioridade do capital externo não foi a de financiar o aumento dos investimentos, mas a importação de insumos intermediários e bens finais. Isto é visível quando se observa a maior participação das importações no Produto Interno, principalmente com respeito às manufaturas (ver Tabela 2-5).

Observa-se, portanto, que a participação dos investimentos estrangeiros cresceu proporcionalmente à queda dos investimentos privados, mantendo o investimento total praticamente constante. Este fato permite concluir que a poupança externa substituiu e não complementou a poupança interna, conforme observado no Gráfico 3-6.

Gráfico 3-6

Taxas de investimento e fluxos de capitais externos



Fonte: Cálculo do autor com base em dados do Banco do México

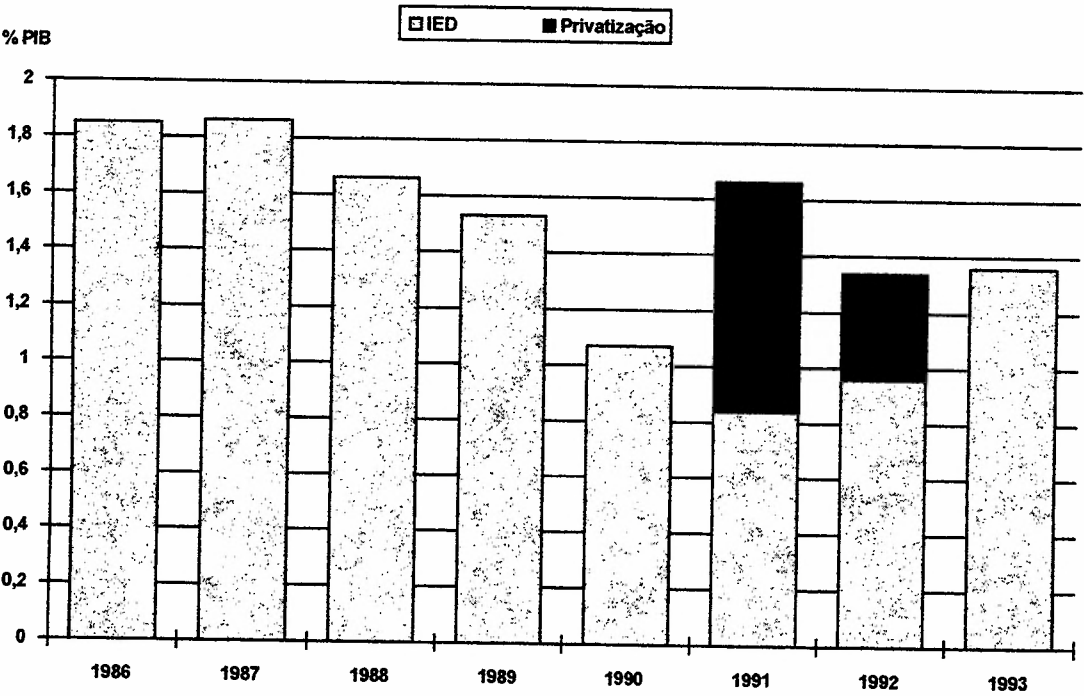
A análise da economia mexicana no período 1989-1993, mostrou que os capitais externos tiveram limitado impacto em promover o desenvolvimento econômico. Esta tendência parece não se restringir ao México, pelo contrário, estende-se a outros países latino-americanos que também recebem fluxos de capitais externos. Ao comparar os fluxos de capitais para a América Latina e Ásia, Calvo (1993a:9) mostrou que, nos países asiáticos, o investimento direto (como proporção do PIB) aumentou em média 3% ao ano, durante o período 1990-1992, enquanto nos países da América Latina os investimentos diretos

caíram. Da mesma forma, enquanto nos países asiáticos 44% do aumento dos fluxos de capitais deveu-se a investimentos diretos, nos países latino-americanos apenas 17% daquele aumento dirigiu-se a investimentos diretos:

“This difference may help explain why concerns over “hot money” and a sudden reversal are more prevalent among Latin American policy circles than among their Asian counterparts. It may also, in part, explain why the increase in investment is much greater for most of the Asian contries” (Calvo et al, 1993a:12)

É preciso ressaltar que, entre os países latino-americanos, o México é o que mais recebeu capitais voltados para o investimento direto - embora este investimento direto tenha representado apenas 20% do total dos capitais externos. Se este investimento direto for avaliado como proporção do PIB, verifica-se que, ao contrário do divulgado, os investimentos externos diretos não aumentaram, mas diminuíram. Enquanto em 1986, o investimento estrangeiro direto representava algo em torno de 1,85% do PIB, este reduziu-se a 1,35% do PIB, ao final de 1993. E, em considerando que parte desse investimento externo referiu-se à privatização da TELMEX, verifica-se que a liberalização aos investimentos externos reduziu sua tendência histórica (Gráfico 3-7).

Gráfico 3-7
Investimento Externo Direto



Fonte: Banco do México. Investimento direto conforme reportado pelo Balanço de Pagamentos. O valor do PIB em dólares foi obtidos na tabela 61 - The Mexican Economy - 1994.

Conclusão

Embora a entrada de capitais externos, em termos de PIB, seja superior àquelas do final da década de 70 e início dos anos 80, parece pouco provável que o México consiga retomar e sustentar as antigas taxas de crescimento econômico, mantida as condições atuais. A poupança externa tem se restringido a substituir a poupança privada, pouco contribuindo para o aumento nas taxas de investimentos. A conclusão a que se chega é a de o ajuste fiscal realizado durante a década de 80 parece ter exercido efeito adverso sobre a economia global dos anos 90. O ajuste fiscal imposto pela crise da dívida externa, realizado sem distinguir entre corte nos investimentos e cortes nas despesas correntes, fez com que a queda dos investimentos públicos atingisse projetos fornecedores de externalidades positivas ao restante da economia. O corte nos investimentos sociais (como educação, saúde pública, saneamento, meio-ambiente) refletem-se agora na incapacidade do setor industrial e agrícola em assimilar a tecnologia necessária a uma economia competitiva.⁶²

O novo modelo de desenvolvimento econômico neo-liberal baseia-se no princípio de que a eficiência do investimento é função direta da participação do setor privado no investimento total. Os investimentos privados, que representavam 56% do total no início da década de 80, aumentaram para 77% no início dos anos 90. Porém, esta maior participação do setor privado nos investimentos se fez às custas da redução dos investimentos públicos. O

⁶² Veja também Bresser Pereira (1992:17) : “A abordagem da crise fiscal parte da hipótese de que o desenvolvimento não é retomado depois da estabilização porque esta foi alcançada às custas da poupança pública e do investimento. Depois da crise da dívida, os esforços de ajustamento patrocinados por Washington buscaram o equilíbrio do orçamento público freqüentemente através da redução dos investimentos (...)”

investimento público se reduziu, no mesmo período, como participação no Produto Interno, de 11,5% a 4,5%.

Os ganhos de eficiência, resultante da maior participação do setor privado no investimento total, não superaram a queda nas taxas totais de investimento. E como a eficiência do investimento não depende apenas da participação dos setores privado e público nos investimentos, mas também da taxa total de investimento, esta continuou em níveis baixos, principalmente quando comparado com o final dos anos 70 e início dos anos 80.⁶³

⁶³ Veja a análise de Ros (1992a:39)

Capítulo Quatro

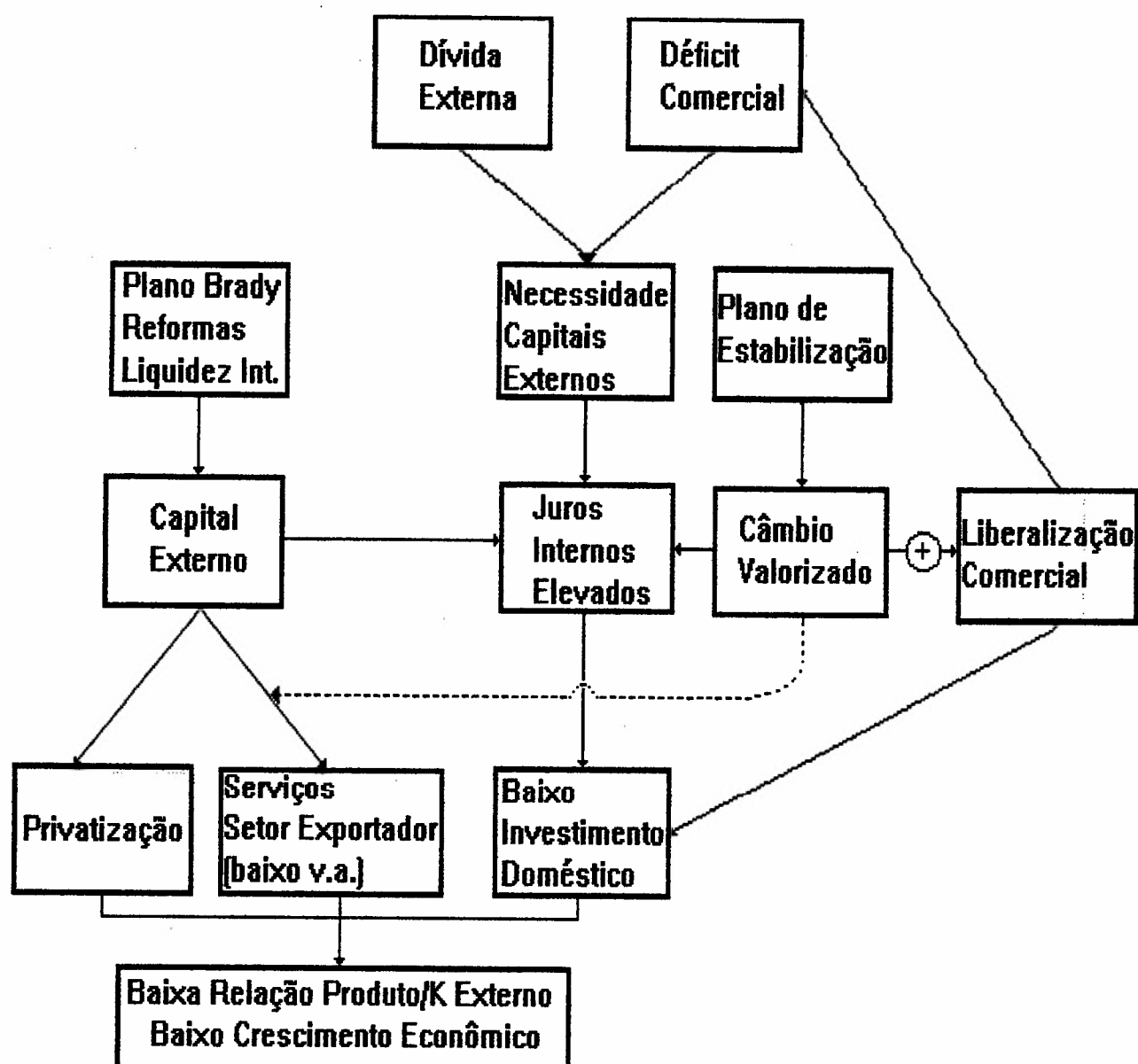
Conclusão

Afinal, “porque o México respondeu com baixo crescimento econômico à entrada maciça de capitais externos, ocorrida entre 1989 e 1993?”. De resposta intrincada e multifacetada, devido a uma série de razões interdependentes, a questão que originou este trabalho torna-se mais fácil de ser respondida fazendo-se uso de um fluxograma de eventos, como se verá a seguir.

Neste fluxograma estão contidos os principais eventos que compõem a resposta, analisados detalhadamente nos Capítulos I, II e III. Nele está concentrado, portanto, todo o trabalho desta tese.

Figura 4.1

Fluxograma de eventos



Conforme visto, o México apresenta, no período analisado, duas fontes de desequilíbrio externo: o serviço de sua dívida externa e o déficit comercial. Embora uma importante parcela de sua dívida externa tenha sido renegociada em 1989, sob o Plano Brady, o serviço desta dívida permaneceu elevado, consumindo grande parte do capital externo que entrou no México (Capítulos I e III). A bem da verdade, o Plano Brady pouco contribuiu para a redução da dívida externa mexicana, antes pelo contrário: o resultado financeiro do acordo se tornou desfavorável ao México a partir de novembro de 1991 (Capítulo I). A redução (que afinal houve) nos desembolsos dos juros de sua dívida externa deveu-se exclusivamente à queda nas taxas de juros internacionais. Parte dos erros cometidos no acordo deve ser creditada à pressa das autoridades mexicanas em aderir ao Plano Brady, movidas por razões políticas (Capítulo I) e preocupados unicamente em consolidar a estratégia de “confidence building”.

Apesar da queda nas taxas de juros no mercado internacional, o pagamento dos juros da dívida externa representou a maioria dos capitais que deixaram o México no período 1989-1993. A análise pormenorizada mostra que os serviços fatoriais predominaram nas transações correntes do Balanço de Pagamentos. Os dados mostram ainda que todo o endividamento público realizado no período 1989-1993 foi insuficiente para pagar os juros da dívida pública externa.

Embora os índices de endividamento externo, como apresentados pelo governo mexicano, tenham melhorado desde a crise da dívida externa em 82, sua forma de cálculo está sujeita a uma série de críticas. Primeiro porque o governo mexicano não considera sua dívida interna (de propriedade de não-

residentes) como dívida externa; segundo porque agrega as exportações das empresas “maquiladoras” nas exportações totais; e finalmente porque a valorização cambial aumenta o Produto Interno Bruto (em dólares) sem que haja o equivalente crescimento real na produção de bens e serviços da economia. Desconsideradas as exportações das maquiladoras, por exemplo, os índices de endividamento tornam-se expressivos e preocupantes, superiores aos índices que antecederam a crise da dívida externa em 1982. Os índices de endividamento externo como apresentados pelo governo mexicano estão subestimados e não condizem com a fragilidade de sua economia.

O programa de estabilização da moeda, por sua vez, ancorado na taxa de câmbio, deixou como legado a valorização do peso mexicano. As desvalorizações cambiais, estabelecidas *ex-ante*, mostraram-se insuficientes para compensar o diferencial entre a inflação interna e a externa (Capítulo II) e os ganhos de produtividade de sua indústria manufatureira doméstica. Vários outros critérios utilizados para medir a taxa de câmbio real confirmaram sua valorização (Capítulo II).

O esforço em reduzir a inflação por meio da valorização cambial acabou afetando o crescimento econômico por três canais. O primeiro desses seria o aumento nas taxas internas de juros, devido ao risco cambial. O segundo seria o barateamento dos produtos importados, *vis-a-vis* os produtos domésticos, contribuindo para o aumento do consumo e a conseqüente redução na poupança interna. E o terceiro canal, finalmente, seria a redução nas taxas de investimento interno - o aumento da oferta de bens de consumo para a mesma capacidade instalada teve efeito negativo sobre o setor manufatureiro

doméstico, que passou a importar insumos intermediários em vez de adquiri-los de provedores domésticos.

Junto com a valorização cambial, o governo mexicano ampliou a abertura comercial a bens de consumo, objetivando a redução das taxas de inflação e ganhos de competitividade na indústria doméstica. A inflação reduziu-se de forma espetacular contudo, a combinação redução tarifária e valorização cambial levou a balança comercial mexicana a apresentar crescente déficit. Como o serviço da dívida externa manteve-se elevado e a balança comercial manteve-se deficitária, houve necessidade de capital externo para equilibrar o Balanço de Pagamentos. Este, contudo, foi feito às custas da manutenção das taxas de juros internas elevadas. Com taxas de juros elevadas, e expostos à forte competição internacional (devido às tarifas reduzidas de importação e valorização cambial), os investimentos internos retraíram-se (Capítulos II e III).

Por outro lado, o capital externo que entrou no México dirigiu-se particularmente, a duas aplicações: os investimentos de “portfólio” - bolsa de valores e mercado financeiro - e os investimentos diretos.

No período analisado, os investimentos em “portfólio” foram majoritários (capítulo III). O diferencial entre taxa interna e externa de juros atraiu este tipo de investimento, favorecendo operações financeiras de curto prazo, com características voláteis e especulativas. Embora denominados “investimentos externos” pelo governo mexicano, esta forma de capital pouco contribuiu para o aumento do investimento total. Sua característica de curto prazo impediu que fosse devidamente intermediado e alocado em investimentos

produtivos. E, ao invés de fomentar o investimento, fomentou o aumento no consumo doméstico. A poupança externa cresceu na mesma proporção em que se acentuou a queda nos investimento internos privados, mantendo-se inalteradas as taxas totais de investimento.

Ou seja: o capital externo não se agregou ao investimento privado, como seria desejado - apenas o substituiu - favorecido pela queda da poupança interna e pela redução nos meios de troca. O investimento total manteve-se baixo - mesmo reconhecendo que o investimento privado tenha aumentado como fração do investimento total (Capítulo III).

Outra parcela significativa do capital externo destinou-se a investimentos diretos. Estes, por sua vez, tiveram duas alocações. A primeira delas - privatizações - recebeu cerca da quinta parte dos investimentos identificados como diretos. Por se tratar de transferência de propriedade - e não de novos investimentos - as privatizações contribuíram pouco para o crescimento econômico. Já os quatro quintos restantes dos investimentos diretos alocaram-se, majoritariamente, nos setores exportador e de serviços. A valorização cambial afetou a alocação desses investimentos, e favoreceu os setores exportadores (ou intra-industriais) que operam com elevado grau de insumos importados. Este fato, combinado à liberalização comercial, incrementou ainda mais o coeficiente de importação nesse setor, deslocando os fornecedores domésticos e reduzindo os “backward linkages” da economia. Desta forma, embora as exportações fossem crescentes, tiveram pouca contribuição para o crescimento do Produto Interno no período. Tanto o aumento da produção interna como grande parte do aumento das exportações foram realizadas às custas de elevada proporção de insumos importados. Diante

deste quadro, a economia passou a apresentar baixa relação Produto /Capital Externo, como reflexo da diminuição do valor agregado da economia.

Os dados da pesquisa mostram que o denominado “investimento externo” foi utilizado, em sua grande parte, para pagar os juros da dívida externa e para cobrir o elevado déficit comercial. Ambos (juros e déficit) foram os maiores responsáveis pelo desequilíbrio no Balanço de Pagamentos, no período analisado.

Portanto, quando submetidos a uma análise pormenorizada, os dados confirmam a hipótese: o baixo crescimento econômico do México, no período 1989-1993, se deveu ao desequilíbrio externo gerado por sua dívida externa e por seu elevado déficit comercial. Esses desequilíbrios, mais a taxa de câmbio valorizada inibiram os investimentos internos. Os capitais externos não fomentaram o aumento nas taxas de investimento. Foram utilizados para o pagamento da dívida externa, para o aumento do consumo doméstico e esterilizados sob a forma de reservas. Estas últimas necessárias para sustentar a taxa de câmbio excessivamente valorizada.

Finalizando, parece pouco provável que, frente à taxa de câmbio valorizada, ao grau de abertura comercial e à queda da poupança interna, o México consiga retomar e manter suas taxas históricas de crescimento econômico. Ainda que o recente fluxo de capitais se assemelhe, em volume, àquele dos anos 70, a fragilidade do Balanço de Pagamentos mostra a inconsistência em manter a atual política cambial - valorizada - e o grau de abertura comercial. Esta combinação implica em crescente dependência de capitais externos. Tudo o mais ponderado, restam as dúvidas quanto à

capacidade do governo mexicano em manter esta forma de “investimento externo” - tanto pelo alto custo que ele representa para sua economia quanto por sua extrema volatilidade.

Anexo A.1**Cronologia da dívida externa do México 1982-1988**

Data	Evento	Valor (US\$milhões)	Prazo	Taxa/ comissão
1982 Agosto	Anúncio da suspensão do pagamento principal			
Novembro	Assinatura acordo F.M.I.	4.500		
Novembro	Linha de Crédito Banco Internacional de Pagamentos	1.850		
Novembro	Crédito Comodity Credit Corporation	1.000		
Novembro	Crédito Fundo de Estabilização Monetária	1.000		
Dezembro	Solicitação de Reestruturação	23.150		
1983 Março	Crédito “dinheiro novo” bancos comerciais	5.000	6 anos com 3 de graça	LIBOR + 21/4% ou PRIME + 21/8% Comissão de 11/4%
Junho	Clube de Paris, créditos comércio exterior	2.000		
Outubro	Reestruturação	23.150	8 anos com 4 de graça	LIBOR + 1/7% ou PRIME + 13/4% Comissão de 1%
Outubro	Reestruturação dívida privada (FICORCA)	12.000	8 anos com 4 de graça	
1984 Abril	Crédito “dinheiro novo” bancos comerciais	3.800	10 anos com 5 de graça	LIBOR + 3/2 %
Setembro	Negociação para vencimentos 1985-1990	48.000	14 anos	LIBOR
1985 Março	Acordo formal de reestruturação (1a parte)	28 000	14 anos	LIBOR
Agosto	Idem (2a parte)	20 000	14 anos	LIBOR
Setembro	Diferimento amortização do crédito de 1983	950	14 anos	LIBOR
Out-Dez	Empréstimos de emergência	600		
1986 Julho	Carta de intenções FMI	1 700		

Anexo A.1**Cronologia da dívida externa do México 1982-1988 -
continuação**

Data	Evento	Valor (US\$milhões)	Prazo	Taxa
Agosto	Banco Mundial	2 300		
Agosto	Empréstimo-ponte	1 600		
Agosto	Entrega documentos ao Comitê Assessor dos Bancos			
Setembro	Reestruturação Clube de Paris	1 500	10 anos com 5 de graça	
Setembro	Reestruturação 60% dos juros Clube de Paris	282	10 anos com 5 de graça	
Outubro	Crédito do Governo Japonês	1 000	15 anos	6,1% (yen)
1987 Março	Reestruturação da dívida dos bancos comerciais. Créditos de 1983 e 1984	8 550	10 anos com 5 de graça	LIBOR + 0,81%
	Reestruturação 1984-1985	43 700	20 anos com 7 de graça	LIBOR + 0,81%
	Crédito “dinheiro novo”	8 000	12 anos com 5 de graça	LIBOR + 0,81%
	Créditos de contingência. Programas de investimento públicos	1 200	8 anos com 4 de graça	LIBOR + 0,81%
	Proteção ao crescimento	500	12 anos com 7 de graça	LIBOR + 0,81%
Agosto	Reestruturação da dívida privada (FICORCA)	9 700	20 anos com 7 de graça	

Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1988)

Anexo A.2**Dívida Externa ^{1/} (Milhões de dólares)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^{P/}
Setor Público ^{2/}	17.476,0	10.357,4	14.649,0	11.697,4	46.496,9	13.709,8	18.24,7	13.898,5
Total amortizações ^{3/}	11.661,6	4.702,2	7.18,7	4.035,9	39.346,1	6.909,5	11.222,7	6.069,8
amortizações correntes	2.800,4	3.252,6	3.303,4	3.647,0	3.204,0	6.710,1	11.222,7	6.069,8
outras amortizações ^{4/}	8.861,21	1.449,6	4.515,3	388,9	36.142,1	199,4	0.0	0.0
Pagamentos de juros	5.814,4	5.655,2	6.830,3	7.661,5	7.150,8	6.800,3	7.202,0	7.828,7
Juros - bancos comerciais	651,0	656,1	467,4	509,1	716,4	1.000,5	850,3	920,1
Juros pagos - Banco do México	309,9	359,7	427,4	399,4	516,0	541,4	506,4	424,1
Juros pagos- setor privado não financeiro	1.566,8	1.425,7	913,6	707,6	838,8	873,0	1.051,9	1.334,7
TOTAL SERVIÇO	11.142,5	11.349,3	11.942,1	12.924,6	12.426,0	15.925,3	20.833,3	16.577,4

1/ Exclui amortizações de bancos comerciais e pelo setor privado não financeiro e pagamentos ao F.M.I. 2/ Inclui bancos de desenvolvimento.

3/ Refere-se a amortizações em obrigações de longo prazo. 4/ Inclui amortizações resultante de operações "debt-swap", cancelações do Governo Federal, dívidas em "zero coupon bond", cancelações, operações de "bond-swaps" e renogiações de dívidas de longo prazo. 5/ Exclui o item "outras amortizações", onde são reportados os recursos utilizados para a recompra da dívida. Fonte: Banco do México. The Mexican Economy 1994 - Table 62

Anexo A.3

Fases e acordos dos "Pactos de Estabilidad y Crecimiento Economico 1987-1992.

Vigência	Salário Mínimo	Preços Públicos	Finanças Públicas
15/12/87-29/2/88 PSE I	Aumento de 15% a partir de 14/12/87 e 20% a partir de 1/1/88	Alta de 85% nos energéticos	Diminuição do gasto programado em 22% em 1987 e 20,5% em 88, (% do PIB)
28/2/88-31/3/88 PSE II	Aumento de 3% a partir de 1/3/88	Fixos	Compromisso de manter o superavit primário
27/3/88-31/5/88 PSE III	Fixo ao nível anterior	Fixos ao nível anterior	Idem anterior
28/5/88-31/8/88 PSE IV	Fixo ao nível anterior	Fixos ao nível anterior	Idem anterior
14/8/88-30/11/88 PSE V	Fixo ao nível anterior	Fixos ao nível anterior	Idem anterior
16/10/88-31/12/88 PSE VI	Fixo ao nível anterior	Fixos ao nível anterior	Idem anterior
12/12/88-31/7/89 PECE I	Aumento de 8% ao salário mínimo. Possibilidade de revisar os contratos coletivos	Fixos para eletricidade, gás e gasolina	Idem anterior
18/6/89-31/3/90 PECE II	Aumento de 6% ao salário mínimo extensivo aos contratos coletivos	Fixos ao nível anterior	Idem anterior
3/12/89-31/7/90 PECE III	Aumento de 10% a partir de 4/12/89, não extensivo aos contratos coletivos	Fixos ao nível anterior	Disciplina fiscal
27/5/90-31/1/91 PECE IV	Fixos ao nível anterior	Aumento nos energéticos de 6% a 12%	Idem anterior
11/11/90-31/12/91	Aumento de 18% ao salário mínimo a partir de 16/11. Não aplicável aos contratos coletivos	Aumento nos energéticos de 10% a 33%	Idem anterior
10/11/91-31-1-93 PECE VI	Aumento de 12% a partir de 11/11	Aumento nos energéticos de 15 a 55%	Disciplina fiscal. Metas de 1992
20/10/92-31/12/93 PECE VII	Aumento de 7% a partir de 1/1/93	Aumento gradual e uniforme nos energéticos de 10% em 12 meses	Idem para as metas de 1993.

Fonte: Zapata (1994), com base no El Financiero, 12 de outubro de 1992

Anexo A.4

Taxa de câmbio do peso mexicano vis-à-vis o dólar norte-americano.

Período	Taxa de Câmbio (pesos/dólar)		Regime da taxa de câmbio
	Mercado	Controlado	
31 dez 1981	26,23	Transição taxas de câmbio fixas para controlada
18 fev 1982	44,64	Banco Central sai do mercado e permite a depreciação do peso
5 ago 1982	104,00	69,50	Introdução de câmbio múltiplo- (dual)
1 set 1982	70,00	50,00	Controle completo de todo tipo de câmbio
13 dez 1982	148,65	96,98	Abolido o controle sobre o câmbio, porém mantém-se o dual
1983 -	150,29	120,17	Banco Central intervém no mercado controlado e livre, dependendo das condições e objetivos
1985	310,27	256,96	
25 jul 1985	347,50	280,92	Depreciação de 16,7 % na taxa de câmbio controlada
1985 - 1987	310,28	256,96	taxa de câmbio controlada, fixada diariamente
	1405,81	1366,73	
18 nov 1987	2272,5	1753,85	Banco Central deixa de intervir no mercado
14 dez 1987	2272,50	2198,50	Câmbio controlado é depreciado em 22% e a taxa livre é depreciado em 36%
ev 89 - Dez 89	2296,00	2257,00	Congelado
Des 89 - Mai 90	1 peso ao dia		Desvalorização diária
Mai 90 - Nov 90	0,8 pesos ao dia		Desvalorização diária
Nov 90 - Nov 91	0,4 pesos ao dia		Desvalorização diária
Nov 91 - Dez 94	0,2 pesos ao dia		Desvalorização diária de N\$ 0,00002. Implanta-se a banda de flutuação com o piso fixo de N\$ 3,0512; o teto é o preço de venda do dólar bancário.
22 Dez 94			Se eleva em N\$0,53 o teto da banda e se mantém a desvalorização diária de N\$ 0,0004 Desaparece a banda de flutuação e o Banco do México se retira do mercado cambial para que a flutuação peso/dólar seja livre.

Fonte: Cálculo do autor, com base em dados do Banco do México e SHCP.. El financiero, 23/Dez 1994 - pg pg 3A

Anexo A.5

Balanço de Pagamentos - Conta Corrente

	1989	1990	1991	1992	1993
Conta Corrente	(5.821,2)	(7.451,0)	(14.892,4)	(24.804,4)	(23.393,0)
RECEITAS	48.103,5	56.070,9	57.841,7	61.303,1	66.644,9
Exportações (mercadorias)	35.171,1	40.710,9	42.687,6	46.195,7	51.885,9
Petróleo	7.876,0	10.103,7	8.166,4	8.306,6	7.418,4
Não-Petroleiras	27.295,1	30.607,2	34.521,2	37.889,1	44.467,5
Agricultura	1.753,9	2.162,4	2.372,5	2.112,4	2.504,2
Mineração	604,8	616,9	546,9	356,2	278,2
Manufaturas	24.936,4	27.827,9	31.601,8	35.420,5	41.685,1
Maquiladoras	12.328,9	13.873,0	15.833,1	18.680,1	21.853,0
Resto	12.607,5	13.954,9	15.768,7	16.740,4	19.832,1
Serviços não-fatores	7.191,5	8.021,1	8.790,1	9.191,8	9.352,6
Turismo	3.387,5	3.933,8	4.339,3	4.471,1	4.564,1
Visitantes de um dia	1.434,4	1.592,6	1.619,8	1.613,7	1.602,9
Outros	2.369,6	2.494,7	2.831,0	3.107,0	3.185,6
Serviços Fatores	3.181,0	3.346,6	3.599,7	2.876,0	2.702,9
Juros	2.580,1	2.667,0	2.906,0	2.159,6	1.960,9
Outros	600,9	679,6	693,7	716,4	742,0
Transferências	2.559,9	3.992,3	2.764,3	3.039,6	2.703,5
DESPESAS	53.924,7	63.521,9	72.734,1	86.107,5	90.037,9
Importações Mercadorias	34.766,1	41.593,3	49.966,5	62.129,4	65.366,6
Bens de consumo	3.498,6	5.098,6	5.834,3	7.744,1	7.842,4
Bens intermediários	26.498,8	29.705,1	35.544,7	42.829,6	46.468,3
Bens de capital	4.768,7	6.789,6	8.587,5	11.555,7	11.055,9
Serviços não-fatoriais	7.659,6	9.942,1	10.541,0	11.488,1	11.028,3
Seguros e fretes	1.158,6	1.530,8	1.758,0	2.084,0	2.180,7
Turismo	1.749,7	2.171,5	2.149,8	2.541,7	2.416,6
Visitantes de um dia	2.497,5	3.347,2	3.663,1	3.565,8	3.145,2
Outros	2.253,8	2.892,6	2.970,1	3.296,6	3.285,8
Serviços fatoriais	11.483,2	11.972,5	12.207,7	12.470,8	13.626,5
Financeiros	11.261,9	11.592,4	11.788,6	11.999,3	13.131,3
Juros	9.277,6	9.222,0	9.215,2	9.610,6	10.507,6
De valores moeda nacional	nd	nd	822,4	1.802,5	2.874,4
Outro juros	nd	nd	8.392,8	7.808,1	7.633,2
Outros	1.984,3	2.370,4	2.573,4	2.388,7	2.623,7
Não-financeiros	221,3	380,1	419,1	471,5	495,2
Transferências	15,8	14,0	18,9	19,2	16,5

O item "serviços fatores" inclui o pagamento de juros a não-residentes, portadores de títulos públicos denominados em moeda doméstica, colocados no mercado doméstico. Viajantes internacionais são classificados como turistas 9os que permanecem mais de uma noite no país) e visitantes de um dia (aqueles que entram e partem no mesmo dia).

Anexo A.6

Balanço de Pagamentos - Conta Capital (US\$ milhões)

	1989	1990	1991	1992	1993 ^P
Conta Capital	3175,9	5163,6	24940,1	26542,3	30882,4
Obrigações	4346,1	13863,1	25939,6	20990,4	34961,6
Empréstimos e Depósitos	819,3	10859,4	8435,6	-1413,2	1629,9
Setor Público	-680,4	6577,1	79,5	-3530,4	-2208,5
Bancos de Desenvolvimento	-299,3	4809,9	1650,5	1174,8	193,6
Setor Público não-financeiro	-381,1	1767,2	-1571	-4705,2	-2402,1
Banco do México	1676,6	-365,1	-220	-460	-1174,9
Bancos Comerciais	980	4250,4	6195,1	448,7	2202,9
Setor Privado ã-financeiro	-1156,9	397	2381	2128,5	2810,4
Investimento externo	3.526,8	3.003,7	17.504,0	22.403,6	33.331,7
Investimentos Diretos	3.175,5	2.633,2	4.761,5	4.392,8	4.900,6
Investimento de Portfólio	351,3	370,5	-12.742,5	18.010,8	28.431,1
mercado acionário	--	--	6.332,0	4.783,1	10.716,6
Valores em moeda nacional	--	--	3.395,7	8.116,6	6.867,5
Setor Público	--	--	3.395,7	8.116,6	6.485,0
Setor Privado	--	--	0,0	0,0	382,5
Valores moeda estrangeira	--	--	3.014,8	5.111,1	10.847,0
Setor Público	--	--	1.674,8	1.552,1	4.872,0
Setor privado	--	--	1.340,0	3.559,0	5.975,0
Ativos	-1170,2	-8699,5	-999,5	5551,9	-4079,2
em bancos estrangeiros	-177,2	760,7	921,2	2185,9	-2454,2
Créditos p/ não-residentes	-899	-529,5	18,6	62,5	-249
Garantias da dívida externa	-56	-7354	-604,3	1165,2	-564,3
Outros	-38	-1576,7	-1335	2138,3	-811,7
Erros e Omissões	3040,9	2520,4	-1910,2	-546,6	-1449
Ajustes	-124	182	-316	-12	43
Variação Reservas	271,5	3414,3	7821,5	1161,4	6083,2

Fonte: Banco do México. The Mexican Economy, edição 1994. Tabela 48

Anexo A.7**Cronograma de redução tarifária por setor produtivo**

Média Tarifária Ponderada por
Produção.

	1980	1985	1985	1986	1986	1987	1987	1988	1988	1989	1989	1990	1990
	ABR	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ
Agricultura	6,6	7,6	7,7	7,4	9,6	10,0	6,0	6,0	5,6	8,2	8,2	8,2	7,4
Pecuária	10,1	5,8	16,0	14,8	14,8	14,0	8,0	5,3	6,0	9,8	9,5	9,5	8,2
Sivicultura	11,4	15,4	34,0	30,9	25,0	22,4	9,7	9,7	8,4	9,3	9,3	9,3	9,3
Caça e pesca	26,3	49,2	49,2	44,3	44,3	39,4	19,7	19,7	19,7	19,8	19,8	19,8	19,8
Carvão, grafite e derivados	22,6	19,9	20,3	16,6	16,6	15,2	7,5	7,5	7,5	8,1	8,1	8,1	8,1
Petróleo bruto e gas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	8,6	8,6	8,6
Mineral de ferro	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Minerais metálicos não ferrosos	15,2	25,3	26,1	25,5	25,9	23,6	11,2	11,2	11,1	13,0	13,0	13,0	13,0
Pedras, areia e argila	10,0	20,9	20,6	19,5	19,5	17,8	8,6	8,6	9,6	10,4	10,4	10,4	10,4
Outros minerais não metálicos	8,7	11,4	7,1	6,8	6,8	6,6	6,6	3,4	3,4	2,1	8,5	8,5	8,2
Carnes e lácteos	13,4	9,3	24,5	24,4	23,8	21,5	11,2	5,8	4,3	10,0	10,8	10,8	10,8
Frutas e legumes	45,0	46,6	46,7	42,2	42,2	37,6	19,1	19,1	18,5	19,0	19,0	19,0	19,0
Moagem de trigo	40,9	36,9	42,0	38,0	37,7	33,9	18,3	18,3	11,1	11,3	11,3	11,3	11,3
Moagem ração animal	35,4	45,0	47,2	42,5	41,5	37,8	19,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Benefício e moagem de café	44,4	50,1	50,1	45,0	45,0	40,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Açúcar	10,1	1,1	1,6	1,2	1,2	1,4	0,7	0,7	0,7	10,0	10,0	10,0	10,0
Azeites e óleos comestíveis	9,0	5,9	12,3	11,2	11,2	13,6	4,8	4,8	2,3	5,7	5,7	5,7	13,7
Alimentos para animais	0,1	5,1	39,0	29,7	29,7	26,5	9,9	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Outros produtos alimentícios	39,6	37,4	37,9	34,4	34,4	31,0	16,2	16,2	16,1	16,5	16,5	16,5	17,2
Bebidas alcoólicas	39,8	43,8	49,8	49,8	29,9	29,9	29,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Cerveja e malte	93,5	93,5	93,5	42,4	37,9	37,9	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Refrescos e águas c/ gás	96,6	95,9	95,9	44,1	44,1	39,2	19,7	19,7	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Tabaco	42,3	50,0	50,0	45,0	45,0	40,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Tecidos fibras leves	14,3	27,5	42,5	38,2	38,2	34,2	34,2	13,8	13,8	14,2	14,2	14,2	14,2
Tecidos de fibras duras	16,3	19,1	20,3	20,4	20,4	18,8	11,7	11,7	7,3	11,7	11,7	11,7	11,7
Outras indústrias têxteis	50,3	54,3	60,9	40,4	40,4	36,0	18,3	18,3	17,6	17,7	17,7	17,7	17,7
Roupas	33,9	49,8	50,5	44,9	44,9	39,9	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Couro e calçado	29,2	42,6	44,8	36,5	36,5	33,2	16,8	16,8	15,3	16,2	16,2	16,2	16,2
Serraria, compensados	16,8	25,6	32,1	29,7	29,7	27,0	15,7	13,5	15,2	15,4	15,4	15,4	15,4
Outros prod. madeira	39,5	46,3	48,4	42,5	42,5	38,4	19,2	19,2	17,8	17,9	17,9	17,9	17,9
Papel e cartolina	29,1	28,3	33,9	31,3	30,0	27,1	13,3	5,3	5,6	9,4	9,3	9,4	9,4
Imprensas e editoriais	14,1	10,8	10,8	7,9	7,9	9,5	5,6	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Petróleo e derivados	2,2	2,2	3,0	2,3	2,1	2,0	1,0	1,1	1,1	10,2	4,4	4,4	4,4
Petroquímica básica	9,3	4,1	6,5	5,3	4,4	4,2	2,0	1,7	0,9	5,3	4,9	4,9	4,9

Anexo A.7**Cronograma de redução tarifária por setor produtivo - continuação**

Média Tarifária Ponderada
por Produção.

	1980	1985	1985	1986	1986	1987	1987	1988	1988	1989	1989	1990	1990
	ABR	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ	JUN	DEZ
Produtos farmaceuticos	24,2	19,7	19,9	18,5	19,7	19,3	16,4	16,4	12,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Sabões, deterg. e cosméticos	54,4	67,2	67,2	41,3	41,3	36,9	18,7	18,7	18,6	18,8	18,8	18,8	18,8
Outros prod. químicos	34,4	25,6	31,9	28,2	29,0	27,0	12,1	12,1	11,6	13,1	13,1	13,1	13,7
Produtos de hule	33,4	35,6	39,9	36,3	36,6	32,8	16,2	16,2	16,0	16,1	16,1	16,1	16,1
Artigos de plástico	24,8	37,6	41,7	30,1	30,4	33,9	18,0	17,8	14,7	15,5	15,4	15,4	15,4
Vidro e produtos	66,8	52,7	53,5	40,7	40,7	36,4	18,7	13,8	16,3	16,5	16,5	16,5	16,5
Cimento	1,0	10,0	25,0	22,5	22,5	20,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Prod. de minerais não metálicos	41,7	36,9	42,0	35,7	35,8	32,3	16,1	16,1	16,1	16,5	16,5	16,5	16,5
Ferro e aço	10,3	13,4	21,2	18,4	18,5	17,9	7,3	7,2	8,0	10,1	10,1	10,1	10,1
Metais não ferrosos	21,2	22,2	26,0	24,8	25,0	22,7	10,9	10,3	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Móveis metálicos	47,4	47,9	49,1	43,4	43,4	38,7	17,9	17,9	16,2	16,8	16,8	16,8	16,8
Estruturas Metálicas	41,7	39,5	40,3	31,7	31,7	31,2	16,1	16,1	15,8	16,1	16,1	16,1	16,1
Outros metálicos, ex. maquinas	35,2	33,6	37,4	28,4	28,3	25,7	14,5	14,4	13,1	14,0	14,0	14,0	14,0
Maq. e equip. não elétrico	22,4	21,0	31,6	27,2	28,8	26,5	14,7	15,0	14,0	15,6	15,6	15,6	15,6
Maq. e aparelhos elétricos	26,8	22,4	34,7	32,8	35,3	31,8	16,9	16,9	15,3	15,9	15,9	15,9	15,9
Eletro-domésticos	68,3	47,1	48,2	44,5	44,5	39,5	19,8	19,8	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Aparelhos eletronicos	17,4	33,3	49,7	37,9	36,8	34,0	17,5	17,5	17,3	17,6	17,6	17,6	17,6
Aparelhos elétricos	34,7	31,8	39,3	35,2	37,3	33,3	15,5	15,6	15,4	15,6	15,6	15,6	15,6
Automóveis	59,8	58,9	59,0	34,7	31,1	16,9	17,2	17,3	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Motores e acessórios para autos	25,7	21,6	25,8	23,6	31,3	27,7	12,5	13,2	11,9	13,2	13,2	13,2	13,2
Equip. e material de transporte	16,9	16,6	19,9	17,3	16,9	15,8	6,6	6,3	6,3	12,6	12,6	12,6	12,6
Outras inds. manufatureiras	4,4	50,8	53,1	37,9	37,8	33,8	17,7	17,6	17,2	18,0	18,0	18,0	18,0
Média	22,8	23,5	28,5	24,0	24,5	22,7	11,8	11,0	10,2	12,6	12,5	12,5	12,4
Dispersão	25,4	25,6	25,3	18,1	17,9	15,8	7,8	8,0	7,8	5,7	6,2	6,2	6,4

Fonte: SECOFI.

Anexo A.8

Investimento externo nos principais subsetores econômicos 1989-1994 (Milhões de dólares)

SUBSETOR	Acumulado 1989-1993	
	valor	participação (%)
Ind. Manufatureira	7.384,8	100,0
Produtos metálicos, maquinas e equipamentos	1.860,5	25,2
Químicos, produtos derivados do petróleo	1.497,6	20,3
Produtos alimentícios, bebidas e tabaco	1.916,5	26,0
Produtos minerais não metálicos	868,3	11,8
Indústrias metálicas básicas	363,9	4,9
Outros subsetores	878,0	11,9
Setor Serviços	7.660,1	100,0
Alugues e administração de imóveis	2.355,0	30,7
Serviços profissionais, técnicos e especializados	2.467,1	32,2
Serviços financeiros, de seguros e fianças	1.312,7	17,1
Restaurantes e Hotéis	1.148,6	15,0
Outros Subsetores	376,7	4,9
Resto	8.798,5	
TOTAL	23.843,4	100,0

Anexo A.9

Abreviações e acrônimos

BID - InterAmerican Development Bank

CEPAL - Comisión Económica para América Latina y el Caribe

F.M.I. - Fundo Monetário Internacional

FICORCA - Fideicomiso para la Cobertura contra el Riesgo Cambiario

GATT - General Agreement on Tariffs and Trade

INEGI - Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática

LIBOR - London Interbank offer rate

MAQUILADORA - Empresas localizadas em Zonas de Processamento de Exportação, ou “In Bond Industries”

NAFTA - North American Free Trade Agreement

OECD - Organization for Economic Cooperation and Development

PASE - Pacto de Solidaridad Económica

PECE - Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico

PEMEX - Petróleos Mexicanos

PIRE - Programa Inmediato de Reordenación Económica

PITEX - Programa de Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación

PRI - Partido Revolucionario Institucional

SECOFI - Secretaria de Comercio y Fomento Industrial

SHCP - Secretaria Hacienda e Credito Publico

TELMEX - Teléfonos de México

USITC - U.S. International Trade Commission

Bibliografia

- Agostin, Manuel (1993) "Política Comercial y Transformación Productiva". CEPAL Comisión Económica para América Latina y el Caribe. LC/R.1293.
- Agostin, Manuel e Ffrench-Davis, Ricardo (1993) "La liberalización comercial en América Latina". Revista de La Cepal 50. Agosto, 1993.
- Arrau, Patricio e Oks, Daniel. (1992) "Private Saving in Mexico, 1980-90". Working Papers. International Economics Department and Country Department I, Latin America and the Caribbean. The World Bank. WPS 861.
- Artus, Jaques e Crockett, Andrew. (1978) "Floating Exchange Rates and the Need for Surveillance". Essays in International Finance N. 127, pp 1-38. Princeton University Press. May 1978.
- Aspe, Pedro (1993) . "Economic Transformation the Mexican Way". The MIT Press, 1993.
- Banco de Mexico "Informe Anual", vários exemplares.
- _____ "The Mexican Economy", edições de 1993 e 1994.
- Bacha, Edmar L. (1991) "The Brady Plan and Beyond: New Debt Management Options for Latin America". Texto para Discussão n. 257. PUC/RJ
- BID (1993) Banco Interamericano de Desenvolvimento. "Economic and Social Progress in Latin America". 1993 Report.
- BIRD. (1989) "World Debt Tables 1990-1991". Volume 1 - Analysis and Summary Tables.
- _____ (1990a) "World Debt Tables 1989-1990" - First supplement
- _____ (1990b) "World Debt Tables 1990-1991". Volume 1 - Analysis and Summary Tables.
- _____ (1991) "World Debt Tables 1991-1992". Volume 1 - Analysis and Summary Tables.
- _____ (1992) "World Debt Tables 1993-1994." Volume 1 - Analysis and Summary Tables.
- _____ (1993) "Economic and Social Progress in Latin America - 1993 Report" Washington (1993)
- Bresser Pereira, L.C. (1989) " Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa" in Dívida Externa: Crise e Soluções". L.C.Bresser Pereira (org). Editora Brasiliense.
- _____ (1992), "A Crise do Estado: ensaios sobre a economia brasileira". Livraria Nobel .

- _____. (1992a). "The Vanishing Motivation to Solve the Debt Crisis", mimeo.
- _____. (1993), "Economic reforms and economic growth: efficiency and politics in Latin America" in *Economic Reforms in New Democracies - A Social-Democratic Approach*. Cambridge University Press.
- Brailovsky, V.; Clarke, R. e Warman, N. (1989). "La Política Económica del Desperdicio: México en el periodo 1982-1988" Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM)
- Buffie, E. F. (1990) "Economic Policy and Foreign Debt in Mexico" in Jeffrey Sachs . *Developing country debt and economic performance*. National Bureau of Economic Research project report. Washington (1987).
- Calva, J.L. (1994) "Deuda e Intereses vs Exportaciones". *El Financiero*, 7/10/94 - Pg 63.
- Calvo, G.A., Leiderman, L., and C. Reinhart (1992) "Capital Inflows to Latin America: The 1970's and the 1990's" IMF Working Paper WP/92/85, (October 1992)
- _____. (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors". IMF Staff Papers, vol 40, N.1 (March 1993)
- _____. (1993a) "The Capital Inflows problem. Concepts and Issues". IMF Papers on Policy analysis and assesment. PPA/93/10 (December 1993).
- CEPAL (1990) "America Latina y el Caribe: Opciones para Reducir el Peso de la Deuda". Santiago do Chile (1990).
- Claessens, S., Oks D. and Wijnbergen S., (1993) "Interest Rates, Growth and External Debt - The Macroeconomic Impact of Mexico's Brady Deal" Working Papers. The World Bank WPS 1147, June 1993.
- Cline, R. William (1990). "The Baker Plan and Brady Reformulation: An Evaluation" in Husain Ishrat and Ishac Diwan (eds.) *Dealing With the Debt Crisis*, pp 176-193. Bird
- Commerce and Industrial Development Ministry (1992) "Legal Framework for Direct Foreign Investment in Mexico".
- Devlin, Robert (1989). "The Brady Initiative: Has the Solution to Debt Problem Finally Arrived?". Mimeo.
- _____. (1989a). "The New International Management of the Latin America Debt Problem". Mimeo.
- _____. (1990). "From Baker to Brady: Can the new plan work?". *Revista de Economia Política*. abril-junho/1990 - pg 82/94.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1984) "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore". Brookings Paper on Economic Activity. Vol2, 1984.

- Dornbusch, R. (1988) "Mexico: Stabilization, Debt and Growth". Paper, MIT
- _____. (1993) "Policy making in the open economy: concepts and case studies in economic performance". Edited by Rudiger Dornbusch. Oxford University Press for the World Bank.
- Dooley, M.; Fernandez-Arias, E. e Kletzer, K. (1994). "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History ? Work Paper Series. National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper n. 4792.
- Dussel Peters, Enrique (1994). "From Export-Oriented to Import-Oriented Industrialization. Structural Change in Mexico's Manufacturing Sector (1982-1994). Tese de Doutorado em Economia. Universidade de Notre Dame. Não-Publicada.
- Edwards, Sebastian (1988) "Exchange Rate Misalignment in Developing Countries" The World Bank. Occasional Paper Number 2
- _____. (1990) "Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries". National bureau of Economic Research, Inc. , Working Paper Series n. 3497 (October, 1990)
- _____. (1991) "Capital and Current Account Liberalization and Real Exchange Rates in Developing Countries" in Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries. Edited by Emil-Marioa Claassen. International Center for Economic Growth.
- _____. (1992) "Exchange Rate as Nominal Anchors" National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper Series n. 4246.
- _____. (1993) "Trade Policy, Exchange Rates and Growth" National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper Series n 4511.
- El Arian, Mohamed A. (1991) "México's External Debt and the Return to Voluntary Capital Market Financing. IMF Working Paper. WP/91/83.
- Fernandez-Arias, Eduardo (1994) "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull ?" Policy Research Working Paper. v. 1312, June 1994.
- Glaessner, Tom and Oks, Daniel. (1994) "NAFTA, Capital Mobility and Mexico's Financial Sistem. Trabalho apresentado na reunião da LASA, em Boston, EUA.
- Gurria, José Ángel (1993) "La Política de la Deuda Externa". Fondo de Cultura Económica. México 1993.
- Hanson, James A. (1992) "Opening the Capital Account: A Survey of Issues and Results", Policy research working papers, v.091, (May 1992)
- Hirschman, Alberto O. "The Strategy of Economic Development". New Haven: Yale University Press, 1958.
- International Monetary Fund (1992) . "Private Market Financing for Developing Countries". World Economic and Financial Surveys. Washington, Dec. 1992.

- _____. (1991). "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows" Occasional Paper 77. Washington, March 1991.
- _____. (1992a) "Report on the Measurement of International Capital Flows". Washington, September 1992.
- Ize, A. (1990). "Trade liberalization, stabilization and growth: some notes on the mexican experience". IMF, Fiscal Affairs Department.
- Jaspersen, F. Z. e Ginarte, J.C. (1993) "Capital Flows to Latin America 1982-1992: Trends and Prospects". Working Papers Series 136. Inter-American Development Bank. Economic and social Development Department. June 1993. Washington D.C.
- Kate, A. (1992) "Trade Liberalization and Economic Stabilization in Mexico: Lessons of Experience. World Developmente, Vol.20, n. 5, pp 695-672.
- _____. (1992a) "Response of Manufactured Exports to Import Liberalization in Mexico: Is there a Second Wave?" Paper present in the Session on Manufacturing Exports of Latin America of the XVII International Congress of the Latin American Studies Association 24-27 September 1992, Los Angeles, California.
- Kiguel, M. e Liviatan, N.(1991) "Lessons from the Heterodox Stabilization Programs". Working Papers. The World Bank. WPS 671.
- Kiguel, M. (1992) "Exchange rate policy, the real exchange rate, and inflation - lessons from Latin America". Working Papers WPS 880. The World Bank.
- Kindleberger, Charles P. (1937) "International short term capital movements". New York, Kelley, 1965.
- Krugman, Paul R. e Obstfeld, Maurice (1988) "International economics - Teory and Policy". Scott, Foresman and Company, 1988.
- Lustig, Nora (1990) "Agreement signed by Mexico and its commercial banks", mimeo, Washington, fev/1990.
- _____. (1992) "Mexico, the remaking of an economy". The Brookings Institution, Washington (1992)
- Montiel, Peter J.(1993) "Capital Mobility in Developing Countries : Some Measurement Issues and Empirical Estimates". , Policy research working papers, v.1103, (February 1993)
- Moreno, Juan Carlos (1994) "Mexico's Autoindustry: Trade Liberalization and competitiveness". Artigo apresentado na conferência "Liberalization and Competitiveness: The New Opportunities in Investment and Technology in Big Emerging Markets" no Center for US-Mexican Studies, na Universidade da Califórnia, em San Diego.
- Mukherjee, Mohua (1991). "How Does Brady-Type Commercial Debt Restructuring Work?. The World Bank, Working Papers, 1991.
- OECD (1992) "OECD Economic Surveys - Mexico 1991/1992".

- Oks, D. (1992), "Stabilization and growth recovery in Mexico. Lessons and dilemmas", Policy Research Working Papers, World Bank, Washington, D.C.
- Portela Filho, Petrônio (1992) "O Plano Brady na América Latina. Balanço dos Primeiros Três Anos. Fundasp - SP.
- Reisen, H.(1993) "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetária". Revista de La CEPAL. N.51, Diciembre 1993.
- Ros, Jaime (1992) "Zona de libre comercio o mercado común de capitales?" Notas sobre la integración económica entre México y Estados Unidos y el processo de negociación del TLC. Paper. Universidade de Notre Dame. Abril de 1992.
- Rodrick, Dani (1993). "Trade Liberalization in Disinflation". National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper n. 4419.
- ____ (1992a) "Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México". Paper preparado para o projeto sobre "El Rol del Estado en América Latina". Maio de 1992.
- ____ (1992b) "Foreign exchange and fiscal constraints on growth: a reconsideration on structuralist and macroeconomic approaches". Department of Economics and Kellogg Institute for International Studies. University of Notre Dame. Maio de 1992.
- ____ (1993) "La reforma del regimen comercial en Mexico durante los años ochenta: sus efectos economicos y dimensiones politicas" CEPAL - Serie Reformas de Política Pública, n. 4, Santiago de Chile (1993)
- ____ (1993a) "Trade liberalization with real appreciation and slow growth: sustainability issues in Mexico's trade policy reform. Paper presented at the UNU/WIDER Conference on Trade and Industrialization Reconsidered II, OECD Development Centre, Paris, November 24-27, 1992.
- ____ (1993b) "Mercados Financieros y flujos de capital en México". Working Paper # 201. The Helen Kellogg Institute for International Studies. University of Notre Dame.
- Sachs, Jeffrey (1989) "As soluções para a crise da dívida". In Dívida Externa Crise e Soluções. Luiz Bresser Pereira (org.). Editora Brasiliense.
- ____ (1989a) "Developing Country Debt and the World Economy". Jeffrey D. Sachs, editor. NBER. Whashington, D.C.
- ____ (1992) "Developing Country Debt and Economic Performance". Jeffrey D. Sachs editor. NBER. Washington, D. C.
- Schatan, Claudia (1993) "Out of the Crisis: Mexico" em The Developing Countries in World Trade - Policies and Bargainin Strategies. Edited by Diana Tussie & David Glover. Lynne Rienner Publishers, Inc.
- Secretaria de Hacienda y Crédito Público (1988). "Deuda externa pública Mexicana". Fondo de Cultura Económica S.A. de C.V.

- Tavares, M. da Conceição (1993) "Las politicas de ajuste de Brasil: los limites de la resistencia". Mimeo. BID.
- Tchiang, Tchen (1991). "The Export Processing Industry as a Dynamic Tool for Economic Development: A Comparative Study of the Export Processing Industry in Mexico and Taiwan" Dissertação apresentada na Universidade do Texas em Austin. Maio 1991.
- The Institute of International Finance, Inc. (1990). "Fostering Foreign Direct Investment in Latin America". Washington. July 1990.
- Titelman, D. e Uthoff, A.(1994) "Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas". Revista de La Cepal. n. 53. Agosto 1994.
- UNIDO (1993) "Mexico. The promise of NAFTA" Industrial Development Review Series. Economist Intelligence Unit for the United Nations Industrial Development Organization. Vienna.
- Urzúa, Carlos M. (1993). "Tax Reform and Macroeconomic Policy in Mexico". Documentos de trabajo núm X 1993, Centro de Estudios Económicos. El Colegio de México.
- USITC (1990) "Review of Trade and Investment Liberalization Measures by Mexico and Prospects for future United States - Mexican Relations". United States International Trade Commission, Washington.
- Whiting, Van R. (1991) "Mexico's New Liberalism in Foreign Investment and Technology: Policy Choice and Global Structure". Columbia Journal of World Business. Volume XXVI Number II.
- _____(1992) "The political economy of foreign investment in Mexico: nationalism, liberalism, and constraints on choice" The John Hopkins University Press.
- Wijnbergen, Sweder van (1990) "México's External Debt Restructuring in 1989-90" The World Bank Working Papers. Washington, June (1990).
- Williamson, John (ed) 1990. "What Washington Means by Policy Reform". In Williamson (1990).
- Zapata, Francisco (1994). "Sindicalismo y Regimen Corporativo en Mexico". Paper apresentado na Conferência "Latin America and the International Economic System in the 1990's: macro level adjustment policies and their alternatives" Departamento de Ciencia Política da Universidade McGill de Montreal - Canadá- Abril 1994.
- Zini Jr., Álvaro A. (1993) "Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil" Edusp - São Paulo 1993.