

Panorama geral

O acesso aos mercados globais de capital proporciona benefícios substanciais aos países devedores mas também representa riscos. A volatilidade dos fluxos de capital privado e os altos e baixos dos países que recebem capital têm sido uma característica conhecida do cenário econômico internacional. Esse padrão, que caracterizou a década de 1990, também surgiu diversas outras vezes no último século, durante episódios de crescentes fluxos de capital privado para mercados emergentes. Ele continuará a representar desafios no novo milênio.

Juntamente com as vulnerabilidades nas políticas macroeconômicas dos países e a fraqueza dos seus setores bancários e financeiros, a retirada substancial, repentina e rápida de financiamento pelos mercados internacionais de capital contribuíram para a série de crises financeiras recentes nos países em desenvolvimento e ampliaram a sua gravidade entre 1997 e 1999. Dez países que recebiam metade de todos os fluxos do mercado internacional de capital para os países em desenvolvimento observaram um corte repentino de metade dos seus influxos de capital bruto em comparação com os níveis anteriores à crise. Eles também sofreram uma crise de confiança que levou a grandes evasões por parte dos residentes domésticos, aprofundando as crises financeiras.

Outros países em desenvolvimento, afetados pelo contágio, viram os influxos brutos de capital para os seus mercados caírem em aproximadamente 25 por cento em relação ao período que precedeu à crise. Num período em que os países precisavam de acesso a mais e não a menos financiamento externo a fim de compensar a redução do comércio mundial e dos preços das mercadorias, a queda nos fluxos dos mercados internacionais de capital agravou a desaceleração do seu crescimento econômico. O relatório sobre o Financiamento do Desenvolvimento Global do ano passado concluiu que o efeito cumulativo desses eventos sobre o financiamento externo foi uma desaceleração do crescimento agregado nos países em desenvolvimento para 1,6 por cento em 1998 – a taxa mais lenta desde a crise da dívida, em 1982. O crescimento desacelerou em todas as regiões, mas o declínio foi mais abrupto no Leste da Ásia e na América Latina, as duas regiões que mais se tinham beneficiado do rápido crescimento dos mercados emergentes, na década de 1990.

Este relatório começa com uma análise, no capítulo 1, das perspectivas de crescimento a curto prazo nos países em desenvolvimento, dois anos e meio depois da eclosão da crise, num ambiente de depressão dos fluxos do mercado internacional de capital e crescente aversão ao risco. Os capítulos 2 e 3 analisam mais pormenorizadamente alguns eventos recentes do financiamento global do desenvolvimento e as perspectivas, tanto dos seus componentes agregados quanto públicos e privados. O capítulo 4 examina os benefícios e riscos especiais dos fluxos de capital de curto prazo: como componente mais facilmente reversível e volátil dos fluxos recentes de capitais privados para os países em desenvolvimento, eles têm atraído mais atenção desde a última crise. A seguir, no capítulo 5, figura um exame das opções de política para a criação e adoção de salvaguardas – tanto incentivos quanto controles – que podem ajudar a proteger os países da vulnerabilidade externa às crises sistêmicas. O capítulo final retrocede mais de um século e faz um exame histórico de mais longo prazo dos aumentos rápidos e quedas subsequentes nos fluxos de capital privado para os mercados emergentes, bem como extrai as principais lições para o novo milênio.

O crescimento nos países em desenvolvimento começa a se recuperar da crise financeira global de 1997-99, conforme previsto nos relatórios *Financiamento do Desenvolvimento Global 1999 e Perspectivas Econômicas Globais 2000*. Por enquanto, a recuperação do crescimento está baseada no crescimento mais firme do que se previa num maior número de países industrializados, no ímpeto excepcional da recuperação do comércio mundial e na estabilização dos preços das matérias-primas. Todos esses elementos permitirão mais “autofinanciamento” do desenvolvimento e uma recuperação mais sustentável nos países em desenvolvimento que deverão levantar todas as economias, em vez de uma recuperação seletiva e incerta dos fluxos de mercados internacionais de capital. Tendo em vista o recente vigor do comércio mundial e do crescimento nos países industrializados, este relatório corrige a taxa de crescimento em 1999 nos países em desenvolvimento em 0,6 por cento, o que resulta num crescimento total de 3,3 por cento naquele ano. Melhoram, conseqüentemente, em 0,4 por cento as perspectivas de crescimento nos países em desenvolvimento no ano 2000, para um total de 4,6 por cento e em 0,1 por cento entre 2001 e 2002, para um total de 4,8 por cento, em relação às previsões publicadas no relatório *Perspectivas Econômicas Globais 2000*.

Contudo, nem todos os países em desenvolvimento irão se beneficiar igualmente desta recuperação. É mais provável um padrão diferenciado, prevendo-se crescimento mais rápido para os países que se dedicam mais intensamente ao comércio internacional, que são mais diversificados e que atraem mais investimentos externos diretos (IED), bem como para os que conseguiram aumentar o seu grau de competitividade recentemente; diversas economias do Leste da Ásia, os países da Europa Oriental que estão em processo de ser admitidos à União Européia, bem como o Brasil e o México, ostentam um ou mais desses atributos.

Prevê-se também que a China e a Índia, que contam com 46 por cento da população do mundo em desenvolvimento e 55 por cento dos pobres, conseguirão sustentar um crescimento bastante rápido na medida em que enfrentarem os problemas das reformas internas. O crescimento deverá ser mais lento para os países exportadores de petróleo (principalmente devido ao seu endividamento e de uma possível diminuição dos preços do petróleo) e para os exportadores de produtos agrícolas (que enfrentam uma depressão nos termos de comércio).

Além disso, a adequação aos efeitos da crise financeira global não está completa. A curto prazo (2000-2002), o crescimento deverá continuar abaixo dos níveis anteriores à crise, exceto nos países com ajustamento e recuperação excepcionalmente rápidos. Os países e regiões que estão se ajustando mais rapidamente, graças às reformas forçadas pela crise, vão ganhar no longo prazo, mas a crise expôs vulnerabilidades que vão requerer tempo para serem resolvidas. Um número maior de países em desenvolvimento retornarão ao crescimento per capita positivo em 2000, em comparação com a situação catastrófica de 1998-99. Mas cerca de 41 países em desenvolvimento, com mais de 1 bilhão de habitantes, mal poderão atravessar o limiar do crescimento positivo per capita; a maior parte desses países tem rendas baixas. Isso demonstra quão frágil continuará a ser a trilha do ajuste e da recuperação que está pela frente. E, embora os riscos sistêmicos tenham diminuído no ambiente global, ainda existem riscos de deterioração. Esses riscos resultam da necessidade de quatro transições simultâneas: uma "aterrissagem suave" nos Estados Unidos; a mudança de crescimento gerado por incentivos fiscais para crescimento gerado por demanda no Japão; a obtenção de setores financeiro e empresarial mais saudáveis na

Ásia; e ajustes nos países exportadores de petróleo. A curto prazo, aumentos nos preços do petróleo também representam riscos adicionais.

As tendências dos *fluxos de capital privado* para os países em desenvolvimento em 1999 sofreram três mudanças fundamentais. Em primeiro lugar, ficou evidente uma retração dos fluxos do mercado internacional de capitais para os níveis que predominavam no início da década de 1990. Isso reflete a maior aversão ao risco depois dos eventos de 1997-99, que fecharam o acesso de muitos tomadores de empréstimo do setor privado aos fluxos de capital e mudaram os mercados de títulos para o setor público (empréstimos soberanos). Em segundo lugar, a redução dos fluxos de capital privado também reflete um colapso na procura de financiamento externo nos países do Leste da Ásia e de outras regiões que passam por processos rápidos de ajuste. Em terceiro lugar, e em contraste marcante, os fluxos de IED, que continuaram disponíveis durante a crise, passaram agora a ser a maior fonte singular de financiamento estável e confiável do desenvolvimento a longo prazo para todos os países em desenvolvimento. Esses fluxos aumentaram de aproximadamente US\$35 bilhões em 1991 para US\$131 bilhões em 1996 e US\$192 bilhões em 1999.

Consequentemente, as tendências nos mercados privados de capital parecem caminhar no sentido do fim de um ciclo: do crédito cada vez mais fácil e abundante de 1990 a 1996 para o colapso da oferta de 1997 a 1999, à recuperação gradual prevista entre 2000 e 2002. A natureza gradual dessa recuperação reflete, em alguns casos, a persistência das restrições ao crédito e o retorno a uma procura mais sustentável por empréstimos (e seu uso mais eficiente) em muitos países em desenvolvimento, à medida em que as empresas reduzem a sua relação endividamento/capital próprio, melhoram a supervisão e regulamentação bancária e os governos aplicam melhores políticas macroeconômicas. Prevê-se, também, que os investimentos externos diretos crescerão mais moderadamente do que no passado, com uma suavização do recente aumento repentino, causado, parcialmente, pela aceleração das privatizações e pelo aumento das fusões e aquisições de empresas em dificuldades.

As tendências dos *fluxos oficiais de financiamento* em 1999 incluíram uma alta moderada (provavelmente temporária) dos fluxos de assistência e o início de um programa reforçado de alívio da dívida dos países pobres mais endividados. No ano passado observou-se também uma queda pronunciada do financiamento oficial em condições comerciais, depois de um ano recorde em 1998, quando pacotes de salvamento foram disponibilizados a diversos países em crise.

Os fluxos de assistência financeira enfrentam muitos desafios importantes, tais como a diminuição dos volumes de assistência em virtude do fim da Guerra Fria, cortes orçamentários nos países doadores e a percepção de que assistência concedida no passado foi ineficaz. Outros problemas são: a proliferação de organismos de assistência e de organizações não-governamentais que participam de programas dessa natureza, a concessão e uso ineficazes da assistência e altos níveis de dependência em alguns países, juntamente com a necessidade crescente de assistência humanitária. Faz-se necessária uma nova parceria entre doadores e receptores para assegurar que o dinheiro da assistência seja gasto com maior eficácia. Devem-se tomar medidas para conceder maior assistência aos países que aplicam políticas de desenvolvimento e programas de redução da pobreza mais eficazes, e para enfrentar novos

desafios, como medidas para reduzir a propagação de doenças infecciosas através das fronteiras, bem como o fornecimento de outros bens públicos globais.

O reforço da Iniciativa para a Redução da Dívida dos Países Pobres mais Endividados (PPME ou HIPC, como é conhecida em inglês) promete proporcionar um alívio mais rápido e profundo da carga da dívida e alcançar melhores resultados na redução da pobreza do que programas anteriores de alívio da dívida. Avançou-se muito mas persistem grandes desafios. Será necessário examinar um grande número de países com vistas à aplicação de programas de alívio da carga da dívida no ano que vem. Também será necessário o apoio de todos os doadores para manter os novos fluxos de assistência e, ao mesmo tempo, o alívio da carga da dívida para os países mais pobres (o princípio da "adicionalidade"), como acordado. Alguns organismos multilaterais regionais também precisarão de apoio financeiro exterior para poder cancelar créditos anteriormente concedidos. É possível que o maior de todos os desafios seja assegurar que os programas de redução da pobreza associados à Iniciativa para os PPME funcionem eficazmente, como se pretende.

Os fluxos de financiamento oficial em condições comerciais para os países em crise estão diminuindo à medida em que a crise vai se atenuando. O papel desse tipo de financiamento tem causado preocupações tendo em vista o risco moral que ele pode engendrar. Consequentemente, o setor privado tem sido chamado a participar mais nos custos do financiamento dos países em crise como, por exemplo, Equador, Paquistão e Ucrânia. Isso deve promover melhores práticas de gestão dos riscos tanto por parte dos credores quanto dos tomadores no futuro, mas também pode aumentar os custos dos novos empréstimos, especialmente para os países menos solventes.

Os *empréstimos de curto prazo* contraídos por países em desenvolvimento junto aos bancos internacionais quase triplicaram entre 1990 e 1997 e passaram por um crescimento especialmente rápido no Leste da Ásia e na América Latina. Parte desse aumento rápido está associado a importantes benefícios: contribuiu para financiar o aumento do comércio e para apoiar um crescimento econômico mais rápido. No entanto, distorções de políticas também contribuíram para o aumento dos empréstimos de curto prazo. Essas distorções resultaram em parte da rápida liberalização dos sistemas bancários nacionais e da abertura de contas de capital em países tomadores que não tinham práticas adequadas de supervisão e de administração de riscos. Outros fatores incluem a esterilização de entradas de capital a fim de defender taxas fixas de câmbio, e a regulamentação de capital nos países de origem desses fundos, que favoreciam o financiamento de curto prazo. Os fatores cíclicos, como as taxas mais baixas de juros nos países de origem dos fundos e as fases ascendentes dos mercados de ativos nos países tomadores também estimularam um crescimento mais arriscado e rápido dos empréstimos de curto prazo. Os financiamentos de curto prazo para os países em desenvolvimento em geral tendem a ser procíclicos, aumentando durante épocas favoráveis e caindo de forma ainda mais pronunciada após choques adversos. Consequentemente, esse financiamento costuma acentuar as fases de aumento extraordinário e de contração, em vez de contribuir para equilibrar o consumo. O comportamento arriscado de contrair empréstimos e de seguir os movimentos da conjuntura fez com que o excesso de empréstimos de curto prazo (em relação às reservas) nos países em desenvolvimento ficasse vinculado estreitamente aos reveses repentinos, induzindo ou agravando as crises financeiras. Um exame das principais crises na década de 1990 – inclusive as do México em 1994, da Tailândia e Coreia em 1997 e da Rússia em 1998 – revela que os referidos fatores de liquidez

desempenharam uma função predominante no sentido de desencadear, induzir ou agravar essas crises, interagindo com outras fontes nacionais de vulnerabilidade, como aumentos dos ativos nacionais, déficits excessivos na conta corrente e a supervalorização ou cotação de moedas. O acompanhamento e monitoramento adequados de dívidas de curto prazo também continuam a ser grandes problemas.

Medidas de salvaguarda, aplicadas juntamente com medidas de longo prazo para reduzir os riscos das crises, serão provavelmente importantes. A análise de propostas recentes leva a três conclusões principais. Primeiro, todas essas medidas impõem custos (seja ao restringir o acesso aos empréstimos externos ou a aumentar o seu preço) mas é provável que esses custos sejam inferiores aos de uma crise financeira. Essas intervenções são especialmente valiosas quando protegem os pobres, reduzindo a probabilidade de uma recessão profunda e transferindo a carga dos custos aos que se beneficiam de maneira mais direta dos empréstimos estrangeiros.

Em segundo lugar, todas essas medidas têm limitações e podem ser combinadas e adaptadas à situação de cada país. Os impostos “ao estilo chileno” aplicáveis aos empréstimos de curto prazo não são uma panacéia e para serem eficazes devem abranger todas as entradas de fundos de curto prazo. Os controles prudentes de capital sobre os empréstimos internacionais do setor bancário constituem uma forma mais focalizada de controle, mas elevam os custos para os tomadores e podem ser difíceis de aplicar. As restrições às saídas de capital podem ser úteis em épocas de crise, mas elas são ainda mais difíceis de aplicar. O aumento do nível de reservas internacionais proporciona liquidez para enfrentar os reveses repentinos dos fluxos de capital, embora imponham custos fiscais substanciais, que são maiores para os países com uma situação de conta corrente e de equilíbrio fiscal mais precária. As linhas de crédito contingente do setor privado proporcionam outra forma de liquidez a um custo menor do que o aumento das reservas mas requerem garantias caras, podem ser contrabalançadas por uma diminuição do financiamento e provavelmente só poderão dispor delas os que forem relativamente solventes. A curto prazo, as instituições multilaterais também podem apoiar tais medidas com novos instrumentos financeiros, como os seus próprios serviços de crédito contingente e garantias parciais de crédito, embora esses mecanismos também possam reduzir o acesso a outras formas de capital.

Em terceiro lugar, nenhuma dessas medidas pode substituir a necessidade de melhores fundamentos macroeconômicos. Por exemplo, essas medidas não podem proteger os países das conseqüências de enormes déficits fiscais ou da supervalorização de suas moedas.

A história dos fluxos internacionais de capital nos últimos 130 anos proporciona algumas lições para o novo milênio, embora a situação tenha mudado dramaticamente desde fins do século XIX. Em primeiro lugar, os aumentos dos fluxos de capital para os mercados emergentes (durante quatro episódios semelhantes) tipicamente fizeram parte de um processo mais amplo de rápida expansão da economia mundial. Esses períodos de expansão estavam vinculados a avanços tecnológicos que melhoraram as comunicações e os transportes. Também estavam ligados ao forte crescimento, à expansão do comércio mundial, à rápida inovação financeira e a condições políticas propícias.

Em segundo lugar, o aumento extraordinário dos fluxos de capital na década de 1990 foi semelhante ao ocorrido em episódios anteriores, no que diz respeito ao volume (em comparação

com as economias dos países tomadores) e à estreita relação com o crescimento econômico rápido e o avanço tecnológico. Não obstante, também foi surpreendentemente diferente no que diz respeito à variedade de instrumentos e beneficiários, à crescente importância que teve o investimento em ações, em lugar dos fluxos geradores de dívida e as maiores diferenças entre países credores e devedores, tanto em matéria de renda como de outras características.

Terceiro, todos os episódios anteriores de aumento dos fluxos de capital para os mercados emergentes terminaram em crises internacionais de ordem financeira ou política – “aterrissagens traumáticas” em vez de “aterrissagens suaves” -- (Em contraste, as crises financeiras e o superendividamento eram relativamente incomuns na era de Bretton Woods, quando as taxas fixas de câmbio e os controles dos movimentos de capital, bem como as restrições ao setor financeiro estavam na ordem do dia).

Quarto, a próxima década pode registrar outro extraordinário aumento dos fluxos de capital para os mercados emergentes, novamente acompanhado por alta volatilidade e o potencial para novas crises. Apesar da pausa recentemente registrada nos fluxos de capital, é possível que o constante avanço tecnológico, o crescimento econômico rápido e condições políticas propícias permitam a plena retomada e, talvez, outro aumento substancial dos fluxos de capital para os mercados emergentes em algum momento da próxima década. Não obstante, prevê-se que os fluxos continuarão a ser especulativos. As grandes diferenças no que diz respeito à renda e aos quadros jurídicos e institucionais dos países credores e devedores tendem a exacerbar os efeitos das informações assimétricas e o comportamento de “rebanho” dos credores. A função cada vez mais importante exercida pelos sistemas bancários nos mercados emergentes poderia gerar um maior risco para os sistemas financeiros. Além disso, a constante inovação financeira deverá promover os fluxos especulativos e a rápida entrada e saída de capital dos mercados emergentes.

Apesar disso, é provável que os países saibam extrair as lições da história – como o fizeram antes os países hoje industrializados – e pode-se esperar que tomem medidas para reduzir o impacto da instabilidade dos fluxos de capital. Uma maior compreensão dos vínculos entre os aumentos de capital e as crises provavelmente estimulará a aplicação de uma abordagem mais cautelosa no que diz respeito ao ritmo e à seqüência da abertura de contas de capital, de acordo com a capacidade institucional dos países para administrar os riscos inerentes. Também deve incentivar o interesse em políticas destinadas a melhorar a segurança e a solidez das instituições e políticas bancárias e corporativas domésticas. Por último, a ameaça de crises no futuro deve fazer com que os governos concentrem as suas atenções na criação e no financiamento adequado de redes nacionais de segurança para os pobres. Há razões para esperar-se que essas mudanças levem os países em desenvolvimento a, finalmente, aproveitar melhor os benefícios prometidos pelo acesso aos mercados mundiais de capital, ao mesmo tempo em que sofrerão menos com os riscos inerentes a esse processo.