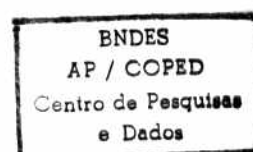


Textos para Discussão **46**

ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA NO MÉXICO NOS ANOS 80 E 90: PRINCIPAIS RESULTADOS

Ana Cláudia Duarte de Além*



* Economista do BNDES.

A autora agradece os comentários de
Maurício Mesquita Moreira e Fabio Giambiagi
a versões iniciais do trabalho.
A responsabilidade final pelo conteúdo do texto,
entretanto, é exclusivamente da autora.

Rio de Janeiro, julho - 1996

Sumário

Resumo.	5
1. Introdução	7
2. A Abertura Comercial nos Anos 80 e Seus Impactos sobre a Estrutura Industrial Mexicana.	8
2.1. Liberalização Comercial e a Estratégia de Crescimento Voltada para fora	8
2.2. Aspectos Gerais da Reforma Comercial	9
2.3. A Evolução do Comércio Exterior	12
2.4. Principais Impactos da Abertura Comercial sobre a Estrutura Industrial.	14
2.4.1. A Evolução do PIB.	15
2.4.2. A Evolução da Produtividade.	16
2.4.3. A Evolução das Exportações	16
2.4.4. A Evolução das Importações	19
2.4.5. Os Principais Desempenhos Setoriais	20
2.4.6. Emprego e Salários Reais na Indústria Mexicana	22
3. Abertura Financeira no México – 1988/92	23
3.1. A Reforma do Sistema Financeiro Doméstico	23
3.1.1. Antecedentes	23
3.1.2. Principais Mudanças Introduzidas pela Reforma.	24
3.1.3. Principais Resultados	28
3.2. A Abertura da Conta de Capitais e os Fluxos de Recursos Externos.	32
3.2.1. Panorama Internacional	32
3.2.2. Os Fluxos de Capitais para o México.	34
3.2.3. Principais Resultados	43
4. Considerações Finais	45
Anexo	49
Referências Bibliográficas	58

Resumo

Este texto trata das reformas comercial e financeira implantadas no México nos anos 80 como resposta à crise da dívida de 1982 e com o objetivo de uma inserção competitiva da economia mexicana em nível internacional.

A Seção 2 trata da reforma comercial, bem como de seus principais resultados, principalmente no que diz respeito aos impactos sobre a estrutura industrial mexicana.

A Seção 3 diz respeito ao processo de reforma financeira, tanto em nível doméstico quanto em nível internacional, com a abertura da conta de capitais.

Finalmente, a Seção 4 concentra as principais conclusões do trabalho.

1. Introdução

O começo dos anos 80 foi marcado pela recessão mundial e pela crise da dívida externa, decorrentes da alta das taxas de juros nos Estados Unidos e pela conseqüente absorção de capitais externos por aquela economia.

No caso mexicano, a situação macroeconômica externa adversa foi agravada pelo declínio do preço do petróleo – principal produto mexicano de exportação – em nível internacional, após o grande salto no período 1979/80.

Os *policy makers* mexicanos viam na antiga estratégia de crescimento voltado para dentro – que teria provocado uma alocação ineficiente dos recursos na economia –, combinada com uma excessiva intervenção do Estado, a principal explicação para a crise. Sendo assim, a política econômica passava a ter como objetivos principais a estabilização da economia e a mudança estrutural com vistas a viabilizar uma nova inserção do país em nível internacional, transformando o México em uma economia aberta ao exterior. A nova estratégia de crescimento privilegiaria as exportações, principalmente as não-petrolíferas, já que se buscava uma menor dependência do país em relação às vendas externas de petróleo.

As reformas estruturais tinham como meta principal a ampla desregulamentação da economia, com a redução do papel do Estado e implementação de processos de abertura comercial e financeira. Quanto à reforma comercial, esperava-se que eliminasse o viés antiexportador das políticas protecionistas do passado, de forma a incrementar o desempenho do setor exportador, com o aumento de sua competitividade em nível internacional. O objetivo principal por trás da liberalização financeira, por sua vez, seria promover uma melhor alocação dos recursos na economia – bem como atrair recursos externos que os complementassem –, com a finalidade de aumentar os níveis de investimento e, conseqüentemente, o crescimento econômico – simultaneamente a uma inserção competitiva da economia mexicana em nível mundial.

Este trabalho tem como finalidade analisar em que medida as aberturas comercial e financeira conseguiram atingir os resultados esperados, bem como discutir seus principais impactos sobre a estrutura produtiva mexicana.

O trabalho está organizado como se segue: a Seção 2 trata dos principais aspectos da reforma comercial e de seus resultados, bem como de seus impactos sobre a estrutura industrial mexicana. A Seção 3 apresenta a reforma financeira, tanto em sua dimensão doméstica quanto internacional, referente à abertura da conta de capitais. Seus principais resultados também são

discutidos. Finalmente, na Seção 4 são feitas as considerações finais que sintetizam as diversas conclusões parciais apresentadas ao longo das seções.

2. A Abertura Comercial nos Anos 80 e Seus Impactos sobre a Estrutura Industrial Mexicana¹

2.1. Liberalização Comercial e a Estratégia de Crescimento Voltada para fora²

A mudança, a partir de 1983, em direção a uma estratégia “orientada para fora” foi acompanhada por uma acentuada redução do uso dos programas de promoção industrial.³ A política industrial concentrou-se na liberalização do regime de importações, eliminando as restrições às exportações, em vigor desde 1980.

Entre 1988 e 1994 houve maior seletividade nas políticas de promoção industrial e, sendo assim, os programas estabelecidos durante os anos 80 restringiram-se a um pequeno número de indústrias consideradas prioritárias – essencialmente, automobilística, microcomputadores e setores farmacêuticos – enquanto se enfatizaram as políticas de promoção às exportações, competitividade via preços e *up grading* tecnológico dos produtos.⁴

O programa de importação temporária para produzir artigos de exportação (Pitex), criado em 1985 e regulado por um decreto de maio de 1991, permitiu que exportadores não-petrolíferos importassem mercadorias sem nenhuma taxa alfandegária, para serem exportadas novamente. No máximo 30% do valor importado poderiam ser vendidos no mercado doméstico, desde que as empresas participantes do Pitex se comprometessem a obter um superávit comercial. As empresas sob o Pitex aumentaram sua participação nas exportações totais de 22,6% em 1988 para 53,3% em 1993. As empresas dos setores automobilístico e de autopeças beneficiaram-se significativamente mediante o Pitex e concentraram 50% de todas as exportações sob o programa em 1993.

O programa para as empresas com alto nível de exportações (Altex) – criado em 1986 e regulado mediante decretos de

1 Todas as tabelas e gráficos citados no texto encontram-se no Anexo, ao final do trabalho.

2 Ver Frenkel, Fanelli e Rozenwurcel (1992), Gurriá (1993), Kessel e Samaniego (1992), Nunez (1990) e Ros (1993).

3 Para uma descrição mais detalhada da evolução da política industrial no México desde os anos 60, ver Ros (1991) e Além (1996, Cap. II).

4 Os principais programas para o fomento às exportações, prevalentes entre 1988 e 1994, não constituíram um peso fiscal direto para o governo e se centraram em diferentes mecanismos de importação temporária de mercadorias e, em alguns casos, na devolução ou redução imediata dos impostos sobre importações.

1990 e 1991 – possibilita o rápido reembolso do imposto sobre o valor agregado num máximo de cinco dias, assim como a agilização de trâmites aduaneiros, acesso à informação comercial e tratamento preferencial ante as respectivas secretarias. O programa determina que as empresas sob o Altex devem apresentar exportações de ao menos US\$ 2 milhões ou de 40% de suas vendas totais, não necessitando apresentar uma balança comercial positiva. Até março de 1993 haviam sido registrados 714 programas Altex que representavam 32,8% do total das exportações não-petrolíferas.⁵

A concepção dessas políticas de caráter horizontal tem sido ligeiramente reformulada desde fins de 1992. As condições macroeconômicas – marcadas pela sobrevalorização do câmbio, o aumento das taxas de juros reais e nominais, o crescente déficit comercial manufatureiro, a queda da demanda doméstica e do PIB desde 1992 – assim como a crescente concorrência externa e a incapacidade dos programas Pitex e Altex de fomentar significativamente as exportações questionaram seriamente a compatibilidade do ajuste macroeconômico e da reestruturação setorial.

Respondendo à deterioração das atividades manufatureiras, a Secretaria de Comércio e Fomento Industrial (Secofi) implementou uma série de programas para promover a competitividade industrial por meio da Comissão Mista para a Promoção de Exportações (Compex) em 34 atividades manufatureiras desde agosto de 1992.⁶ Esses programas não prevêem financiamento direto por parte do governo, mas sim promovem um processo de “auto-seleção” por meio das respectivas câmaras industriais. Essas câmaras industriais se comprometem em suas respectivas atividades e elaboram “matrizes de compromissos” com a Secofi, as quais são revistas continuamente.

2.2. Aspectos Gerais da Reforma Comercial⁷

A evolução da política comercial mexicana nos anos 80 começou com as crescentes restrições de balanço de pagamentos ocorridas durante o *oil boom* de 1978 a 1981 que levaram a uma reversão das medidas de liberalização das importações introduzidas pelo programa de estabilização adotado entre 1976 e 1978. Os controles diretos sobre as importações foram plenamente restabelecidos em meados de 1981, e prevaleceram durante 1982 e 1983, após a crise da dívida [Díaz-Alejandro (1984)].

5 Existem outros instrumentos de promoção à exportação, como a devolução de impostos de importação aos exportadores (Dimex) e o programa para as empresas de comércio exterior (Ecex). Entretanto, seu impacto tem sido quantitativamente muito reduzido, particularmente se comparado com o Pitex e Altex. Ver Peters (1995).

6 Esses programas incluem, entre outras, as seguintes atividades: couro e calçados; farmacêutica; bens de capital; madeira; química; plástico e óleos; têxtil e confecção; brinquedos; manufaturas elétricas; alumínio; vidro; chocolates; doces e chicletes; e construção.

7 Ver Agosin e Ffrench-Davis (1993), Kate (1995), Dornbusch (1992), Dornbusch e Werner (1994), Ríos (1990) e Canuto (1992).

As importações no México estavam sujeitas a um sistema de tarifas *ad valorem* – cujo teto atingia 100% –, complementado por uma série de preços oficiais de importação e por um sistema de controles quantitativos, que funcionava mediante a determinação de quotas ou a emissão de licenças. Ainda que as tarifas *ad valorem* incidentes sobre alguns produtos chegassem próximo a 100%, os controles quantitativos constituíam-se na principal forma de restrição às importações, recaindo sobre 92% do total importado.

Em 1984 medidas moderadas de liberalização das importações foram introduzidas como parte de uma estratégia de mudança da administração do presidente De la Madrid. As exigências de licenças para importação foram relaxadas e parcialmente substituídas por tarifas. Ao mesmo tempo, um acordo bilateral de comércio com os Estados Unidos foi assinado, reafirmando o compromisso mexicano com a liberalização e o abandono de subsídios às exportações; em troca, o México obteve dos Estados Unidos algumas das vantagens normalmente reservadas aos membros do Gatt.

O frustrante desempenho das exportações não-petrolíferas na primeira metade de 1985 e a visão de que a lentidão da liberalização das importações era responsável pelo fracasso em atingir-se as metas para a inflação no período 1983/85 resultaram em reformas comerciais adicionais em meados de 1985. De fato, o primeiro passo decisivo para a reforma comercial foi dado em julho de 1985, quando houve a eliminação de boa parte das exigências de licenças para importação, que foram substituídas por tarifas. Ao mesmo tempo, as alíquotas tarifárias foram elevadas; a tarifa média passou de 23,5% em 1984 para 28,5% ao final de 1985.

A maior parte dos bens importados favorecida pela retirada dos controles quantitativos era constituída por produtos intermediários e de bens de capital – esses últimos passaram de uma participação de 19% no total de importações sujeitas à licença prévia para 10%, sendo que representavam 31% em 1982. Em dezembro de 1985 apenas 47% dos bens componentes da pauta de importações – na maioria bens de consumo – permaneceram dependentes de licença prévia. No final de 1985 foram introduzidos 400 preços oficiais de importação – sobre os quais se calculava o imposto de importação devido –, a fim de compensar parte da proteção perdida com as reformas de julho.

Dando prosseguimento ao processo de liberalização, houve uma redução tarifária no início de 1986. O objetivo era uma redução gradual do teto tarifário, que passaria imediatamente de 100 para 50%, até atingir 30% em 1988.

Ainda no ano de 1986, o México aderiu ao Gatt. O país comprometeu-se a manter o processo de substituição de controles diretos das importações por tarifas, bem como a prosseguir

reduzindo as tarifas.⁸ Além disso, o México deveria eliminar o sistema de preços oficiais até dezembro de 1987. A eliminação do sistema de preços oficiais foi seguida pela criação de uma legislação *antidumping*, conforme as normas do Gatt, e por um sistema de taxações compensatórias.

Com a adesão ao Gatt, o México sinalizava para a continuidade da reforma comercial, o que impactou de forma positiva as expectativas dos agentes econômicos.

Em 1987, por conta do "Pacto de Solidariedade", as exigências de licenças de importações caíram ainda mais, para 20% das importações totais. Além disso, o sistema de tarifas passou a ter apenas cinco categorias – 0, 5, 10, 15 e 20%. A tarifa média ponderada pela produção passou para 12% (Tabela 1). No início de 1988, a tarifa mínima foi aumentada para 10%, a fim de reduzir a dispersão das taxas. Os 4.684 produtos de importação sujeitos a tarifas entre 0% e 5% foram realocados para o nível de 10%.

As mudanças tarifárias que se seguiram tiveram como meta auxiliar o programa de estabilização, expondo os setores com variação de preços acima da inflação média a maior competição com os produtos importados. Durante 1988, metade das importações mexicanas foi realizada com isenção tarifária, sendo que as restantes estiveram sujeitas a tarifas que variavam de 5% a 20%. Ao final do ano, apenas 325 posições tarifárias – 18,7% do total das importações – estavam sujeitas à licença prévia.

No final de 1989, a tarifa média de importação era de 12,5%. Os setores que permaneceram protegidos sob o licenciamento para importações tinham participação de 25% da produção de *tradeables* e incluíam principalmente produtos agrícolas e umas poucas indústrias sob programas de promoção industrial.

Em 1992 a tarifa média atingiu 13,1% e apenas 11% das importações totais ainda estavam sujeitas a restrições quantitativas.

As restrições quantitativas às exportações ainda vigentes devem-se à presença de controles dos preços domésticos – de alguns produtos agrícolas – e acordos comerciais internacionais ou bilaterais – sobre o café, o açúcar, o aço, produtos têxteis, bens que têm participação de 24% das exportações não-petrolíferas. As tarifas de exportação – de até 5,5% – afetam em grande parte um número de produtos agrícolas sujeitos ao licenciamento de exportações e representam 6,7% das exportações não-petrolíferas. Ao mesmo tempo, os subsídios tradicionais às exportações – através de isenção fiscal – foram eliminados.

8 O México pôde manter, temporariamente, a exigência de licenças de importação em alguns setores, como automobilístico e eletrônico. Ver Ros (1991).

2.3. A Evolução do Comércio Exterior⁹

O vultoso déficit do comércio exterior de produtos industriais é resultado do fato de que as exportações se concentram em atividades que, ao mesmo tempo que exportam, realizam importações consideráveis, enquanto uma boa parte das importações é feita por setores nos quais não há uma atividade exportadora que compense a penetração das importações no mercado nacional.

No Gráfico 1 apresenta-se a evolução dos saldos comercial e em conta corrente em proporção do PIB a preços correntes. Da observação da evolução dos dois saldos pode-se concluir que a conta corrente segue uma trajetória muito similar à da balança comercial, o que sugere uma estreita associação entre elas. A distância entre as duas curvas tende a diminuir sistematicamente ao longo da década de 80 e com maior intensidade ainda em princípios dos anos 90. Em 1992 praticamente a totalidade do déficit em conta corrente corresponde a um excesso das importações sobre as exportações de bens, enquanto o resto das transações se encontram, em seu conjunto, quase em equilíbrio.

Em 1981, o déficit em conta corrente de cerca de 6% do PIB era composto em mais de quatro pontos percentuais pelas transações de serviços – fatoriais e não-fatoriais – e em menos de dois pontos percentuais pelo saldo da balança comercial. Com a crise da dívida, o desequilíbrio da conta corrente tinha sua origem nos pagamentos do serviço da dívida externa. Em 1992, de forma diferente, a conta comercial representava a quase totalidade do déficit. De fato, no presente, o problema central da conta corrente passou a ser o excesso das importações de bens em relação à exportação dos mesmos.

Até fins dos anos 60, o saldo superavitário do comércio agropecuário compensava um déficit comercial de produtos industriais que se mantinha dentro de limites razoáveis como resultado do rápido processo de substituição de importações em que se baseou a industrialização do país.

No início da década seguinte, o déficit industrial passou a crescer de forma acelerada, precisamente no momento em que a crise agrícola de fins da década de 60 se traduzia na rápida diminuição do superávit do setor. Em meados de 1970, o único expediente viável para financiar o déficit industrial parecia ser o endividamento externo. Como se sabe, entretanto, as exportações de petróleo cru começaram a crescer exponencialmente a partir de 1977 e deram lugar a um breve período de intenso crescimento. Apesar da rápida deterioração do saldo do comércio industrial durante o auge do petróleo, as exportações de óleo cru eram suficientes para manter o déficit comercial total dentro de margens razoáveis.

9 Ver Casar (1994a e 1995).

Entretanto, houve um rápido crescimento do déficit comercial entre meados da década de 80 e o início dos anos 90, que passou de cerca de US\$ 5 bilhões para mais de US\$ 27 bilhões em 1992 (Tabela 2). Isso decorreu, principalmente, de dois fatores. Por um lado, houve a redução da receita com as vendas externas de petróleo a partir de 1986 – desde esse ano o superávit petrolífero tem flutuado entre US\$ 6 bilhões e US\$ 9 bilhões anuais quando, nos anos prévios, esse saldo superava os US\$ 15 bilhões anuais. Por outro, observou-se a espetacular queda do saldo comercial dos produtos industriais, o qual passou de uma situação próxima do equilíbrio em 1987 para um déficit de mais de US\$ 27 bilhões em 1992. Os US\$ 18 bilhões de déficit industrial em 1981 equivaliam a 7,2% do PIB, enquanto o déficit de 1992 representou 8,2%. Esse aumento pode parecer pequeno ante a situação atual de economia aberta, entretanto, o déficit recente assume uma proporção significativa, quando se considera que o déficit de 1981 estava associado a uma taxa de crescimento da economia de mais de 8% a.a., enquanto o desequilíbrio na década de 90 se apresenta quando a economia está crescendo a um ritmo inferior a 3%.

As exportações de produtos industriais cresceram aceleradamente ao longo dos últimos 12 anos: enquanto em 1981 representavam apenas 21% do total das mercadorias exportadas, em 1992 sua participação já era de 64%¹⁰ em 1994, foi de 71,3% (Tabela 2).

O comportamento recente das importações, entretanto, tem sido ainda mais dinâmico. Enquanto durante os anos de recessão até meados dos anos 80 o crescimento das exportações se combinou à queda das importações para quase equilibrar a balança comercial da indústria, a partir de 1988 se combinaram a recuperação da economia, a valorização do peso e a abertura à concorrência externa para resultar num explosivo crescimento das importações, que é o que tem gerado o desequilíbrio externo do país.

Foi apenas em 1993 que a taxa de crescimento das importações ficou abaixo das exportações; mas isso foi possível pela desaceleração do crescimento, o qual não bastou para resolver o dilema que enfrenta a economia mexicana entre equilíbrio externo e crescimento, pelo menos no futuro imediato.

A novidade da situação atual não é que o setor industrial predomine no total das importações, o que já ocorria em 1981 – 89% contra 93% em 1992, e 94% em 1994 –, mas sim que o tipo de inserção no comércio que acompanhou o crescimento desde a Segunda Guerra Mundial até meados da década de 80 já não é viável. Devido ao tamanho a que chegou a população do país e,

10 Enquanto as exportações mundiais de produtos industriais cresceram a uma taxa de 7,5% a.a. entre 1980 e 1990, as exportações mexicanas cresceram a uma taxa anual de 15,3%, num processo que implicou o aumento da participação nas exportações mundiais de manufaturas de 0,33% em 1980 para 0,59% em 1990.

além disso, ante o objetivo de maior participação na economia internacional, não parece razoável pensar que a base de recursos naturais seja suficiente para financiar as importações atuais de produtos industriais e, muito menos, as que se requereriam em um processo de crescimento acelerado, mediante a exportação de matérias-primas. O saldo comercial de matérias-primas não-petrolíferas atingiu seu nível máximo dos últimos 15 anos em 1986, em condições particularmente favoráveis de câmbio e de retração da demanda interna, mas ainda assim não alcançou US\$ 1,5 bilhão. De 1980 à atualidade, esse saldo tem ficado regularmente abaixo dos US\$ 500 milhões.

2.4. Principais Impactos da Abertura Comercial sobre a Estrutura Industrial

O período da estratégia de liberalização que vai de 1988 a 1992 está associado a taxas de crescimento relativamente altas tanto do PIB quanto das exportações da indústria.¹¹ Apesar do dinamismo exportador, observam-se um significativo aumento da participação das importações manufatureiras no total importado da economia, de 90% em 1988 para cerca de 94% em 1994, e um explosivo aumento do coeficiente da participação do déficit comercial no PIB, que aumentou de 14,2% em 1988 para 42,4% em 1992 (Tabela 2).

Isso reflete a incapacidade do setor industrial de aumentar o valor agregado doméstico e os encadeamentos para trás – com significativos efeitos negativos no potencial do setor de difundir progresso técnico e aumentar o crescimento econômico e do emprego – decorrente, principalmente, da rápida liberalização das importações acompanhada pela sobrevalorização do peso mexicano. A situação foi agravada pela manutenção de altas taxas de juros reais que limitaram significativamente as decisões de investimento, o desenvolvimento tecnológico e as relações interindustriais.

Dada a evolução heterogênea da indústria durante a estratégia de liberalização, o mais correto é analisar seu desempenho em nível setorial. Peters (1995) desenvolveu uma metodologia que distribui os 49 setores da indústria – classificados pelo Sistema de Contas Nacionais do Inegi – em três grandes grupos, diferenciados segundo a taxa de crescimento média anual do PIB durante o período posterior à liberalização de 1988 a 1992.¹²

11 Vale lembrar que a indústria tem um peso limitado na economia mexicana. Desde 1980, sua participação no PIB tem sido algo ao redor de 21%, e de 12% no emprego total. Particularmente, a participação no emprego total caiu a um nível histórico em 1992 de 10,54% e com uma forte tendência à baixa desde 1993 (Tabela 5).

12 Vale ressaltar que esta análise setorial exclui as *maquilas*. O programa das *maquilas* ou *maquiladoras* foi estabelecido em meados dos anos 60 e introduziu um regime especial de comércio livre e investimento para plantas com processamento de produtos para exportação situadas ao longo da fronteira norte.

Os setores do grupo I se caracterizam por uma taxa média de crescimento do PIB significativamente superior à média de expansão do PIB industrial – que é de 4,9%. Os componentes do grupo II, por sua vez, apresentam uma taxa média de crescimento do PIB próximo à média da indústria. Por último, o grupo III inclui os setores industriais que tiveram uma taxa média de crescimento do produto bem abaixo da média do setor industrial, sendo, de fato, negativa (Tabelas 3a, 3b e 3c).

Além disso, o autor dividiu cada grupo em dois subgrupos, A e B. Os setores, dentro de cada grupo, com uma intensidade de capital¹³ superior à média da indústria – que foi de 0,22 entre 1988 e 1992 – foram alocados nos respectivos subgrupos A, enquanto os setores com uma intensidade de capital inferior à média do setor ficaram nos respectivos subgrupos B.

Sob esse ponto de vista, pode-se dizer que os 16 setores do grupo I, particularmente os cinco do subgrupo I-A, representam os setores líderes da indústria, tendo um maior potencial para se modernizar e, conseqüentemente, alcançar uma integração bem-sucedida ao mercado mundial.

Os cinco setores líderes do subgrupo I-A são controlados por empresas transnacionais – automóveis e equipamento elétrico –, por monopólio – petroquímica básica – e por oligopólios nacionais – vidro e derivados; e cerveja e malte. Observa-se um agudo contraste entre o desempenho desses setores e os do grupo III, que são indústrias tradicionais – alimentos, tabaco, têxteis, couro e calçados, entre outras.

2.4.1. A Evolução do PIB

Os 16 setores do grupo I, particularmente os componentes do subgrupo I-A, apresentaram a maior taxa média de crescimento do produto entre 1988 e 1992 – de 10,4% e 14,7%, respectivamente –, significativamente superior à taxa média da economia e da indústria – de 3,6% e 4,9%, respectivamente. Vale ressaltar, entretanto, que as participações do grupo I e do subgrupo I-A no PIB total eram de apenas 8,1% e 3,2%, respectivamente, em 1992. O setor automobilístico, o mais dinâmico em termos de crescimento do PIB após a abertura comercial, apresentava uma participação de apenas 1,7% no PIB total em 1992.

A evolução marcadamente diferenciada entre os setores da economia mexicana fica evidente quando se observa o desempenho do grupo III, com uma taxa média de crescimento do produto negativa de 0,5% entre 1988 e 1992 e uma participação no PIB total de 5,8% em 1992. Assim, os grupos II e III, com uma participação no PIB de 14,7% em 1992, incluem os setores com

13 Estoque líquido de capital/emprego.

maiores problemas de crescimento. Esse dinamismo heterogêneo tem implicações cruciais no comportamento do setor industrial em seu conjunto.

2.4.2. A Evolução da Produtividade

A evolução da produtividade do capital e do trabalho entre 1988 e 1992 também reflete a mudança estrutural heterogênea pela qual passa o setor manufatureiro.

O setor industrial apresentou entre 1988 e 1992 uma taxa média de crescimento da produtividade do capital¹⁴ de 7%, enquanto a taxa média para a economia foi de 3,5%. Dentro da indústria observam-se acentuadas diferenças entre os grupos. Os grupo I e subgrupo I-A caracterizam-se pela maior taxa média de crescimento da produtividade do capital, de 11,9% e 15,9%, respectivamente. O crescimento médio da produtividade do capital diminui significativamente do grupo II ao grupo III.

Em relação à evolução da produtividade do trabalho¹⁵ no período, a indústria teve uma taxa de crescimento média de 4,7% e a economia em seu conjunto de 2,3%. Novamente, o grupo I e o subgrupo I-A destacam-se pela maior taxa média de crescimento da produtividade do trabalho entre 1988 e 1992.

2.4.3. A Evolução das Exportações

A principal preocupação com relação à experiência de reconversão industrial no México tem sido a resposta insuficiente ao problema do déficit da balança comercial originado pelo processo de ajuste. Os desequilíbrios externos observados na década de 90 são superiores aos que originaram o processo de ajuste. Nos anos 1991 a 1993, ressurgiram enormes déficits comerciais na indústria manufatureira – US\$ 26 bilhões em 1993, o dobro do registrado em 1980.

Como se examinou anteriormente, seriam de se esperar mudanças estruturais mais profundas no comércio exterior dos bens *tradeables* ante a estratégia de liberalização comercial.

O crescimento médio anual das exportações mexicanas excluindo as vendas externas das *maquiladoras* entre 1988 e 1992, foi relativamente dinâmico, de 5,8%, mas significativamente inferior à taxa obtida entre 1982 e 1987, que foi de 24,2% [Díaz-Alejandro (1984)]. As exportações manufatureiras, por sua vez, cresceram em média 8,2% após a abertura, contra uma taxa média de 19,3% entre 1982 e 1987 [Peters (1995)]. Houve um

14 PIB/estoque líquido de capital.

15 PIB/emprego.

aumento significativo das exportações não-petrolíferas, que passaram de um valor de US\$ 4,8 bilhões em 1982 para US\$ 18,9 bilhões em 1991. Ao final dos anos 80, as exportações manufatureiras já representavam 85% das exportações não-petrolíferas. As exportações manufatureiras aumentaram sua participação no total das exportações, de 61% em 1988 para 64% em 1992.

A redução do dinamismo exportador mexicano não se explica por uma retração do comércio mundial que entre 1988 e 1993 cresceu 6% em média.¹⁶ Mas, sim, decorreu, principalmente, da progressiva valorização do peso mexicano no período (ver Tabela 4 e Gráfico 2).

A queda no dinamismo exportador desde 1988 apresenta-se em todos os grupos e subgrupos, ainda que haja uma recuperação a partir de 1993. Os cinco ramos do subgrupo I-A apresentam a mais alta taxa média de crescimento das exportações desde 1988, e sua participação nas exportações aumenta de 11,9% em 1988 para 19,4% em 1992. Todos os setores alocados nos subgrupos A, isto é, os de maior intensidade de capital, apresentam uma taxa média de crescimento das exportações maior que a dos subgrupos B.

Além da crescente especialização em atividades intensivas em capital, a evolução das exportações desde 1988 reflete uma crescente concentração das vendas externas em poucos setores: apenas automóveis e motores e acessórios para automóveis contribuíram com 41% do aumento das exportações manufatureiras entre 1988 e 1992.

Uma análise do padrão temporal e setorial do crescimento das exportações sugere que a liberalização comercial – incluídas as reformas introduzidas no período 1985/88 – não foi a principal força por trás do crescimento das exportações manufatureiras. Ros (1991) estima que quase a metade do aumento das exportações não-petrolíferas entre 1982 e 1988 veio de setores sujeitos a programas setoriais especiais: o automobilístico – responsável por 35% do crescimento observado no total das exportações, exclusive *maquilas* – e o de computadores. Nessas indústrias, as medidas de liberalização foram temporariamente aliviadas, e seus produtos finais foram plenamente protegidos por licenças de importação durante o período em questão. Quando se calcula o crescimento das exportações não-petrolíferas, excluindo-se as indústrias automobilística e de computadores, a taxa de expansão cai de 23,8% para 15,5%.

Nesses casos, uma favorável combinação de fatores internacionais e da política industrial em fins dos anos 70 e início dos anos 80 parece ter sido a principal causa do rápido crescimento das exportações. A preocupação nacional com o aumento da

16 Ver FMI, *World Economic Outlook*, outubro de 1995.

competitividade e com o desempenho das exportações – expressa nas reformas de 1977 e 1983 – estava em harmonia com as estratégias internacionais das empresas estrangeiras. Os rápidos avanços da indústria automobilística japonesa na competição internacional, à custa das firmas americanas, tinham forçado as últimas a redefinir suas estratégias de produção, incluindo um redirecionamento dos investimentos para os países com custos de produção mais baixos. As vantagens do México quanto à proximidade com os Estados Unidos, experiência na produção de automóveis, aos baixos custos e subsídios, atraíram os novos investimentos com direcionamento para exportações [Ferreira Júnior (1994)].

Além dos fatores já citados, as fortes desvalorizações reais do peso em 1982/83 e 1986/87 (Tabela 4 e Gráfico 2) e a retração do mercado doméstico – que levou à busca de mercados externos de forma a compensar o declínio das vendas – também explicam a expansão das exportações não-petrolíferas. De fato, o aumento das exportações não-petrolíferas, exclusive automóveis, computadores e produtos das *maquiladoras*, esteve, basicamente, concentrado em bens intermediários pesados – petroquímicos, aço e cimento –, que sob condições normais de demanda sofrem de um déficit comercial crônico, mas que registraram um *boom* exportador durante o período que se seguiu à forte contração do mercado doméstico e à alta subutilização de sua capacidade instalada.

A composição das exportações mexicanas direcionou-se a mercados mais dinâmicos que a média. Ainda que as vantagens comparativas reveladas sigam estando fundamentalmente na indústria *maquiladora* e no petróleo, a tendência à especialização manufatureira é clara. A indústria aumentou sua participação nos mercados mundiais durante a década de 80 a uma taxa mais acelerada do que o conjunto da economia.¹⁷

Essa tendência a uma maior especialização industrial no padrão de exportações se deu a partir de uma crescente especialização em uma série de atividades em que a vantagem comparativa antes da crise da dívida não apenas era baixa, mas até mesmo inferior à média da indústria manufatureira. Entre essas atividades destacam-se as indústrias automobilística e de vidro, o conjunto de indústrias químico-petroquímicas – inclusive algumas das indústrias que as abastecem, como a de produtos de plástico – e várias atividades da indústria eletroeletrônica, em particular as de eletrodomésticos e equipamentos de computação (Tabelas 3a e 3b). Pelo contrário, nas indústrias em que se dispõe de uma vantagem comparativa natural, seja pela dotação de recursos naturais – frutas e legumes; pescados e mariscos; ou refino de petróleo –, seja pelo uso particularmente intensivo de mão-de-obra – como vestuário –, observa-se uma queda ou uma estagnação do grau de especialização (Tabela 3c). Nos casos do

17 Ver nota 10.

refino de petróleo e da indústria de vestuário, a “desespecialização” é o resultado não só do dinamismo de outras atividades, mas também da perda – ou de lucros escassos no caso do refino – de participação em seus respectivos mercados, que são relativamente dinâmicos em alguns casos. Além disso, existe uma tendência a perder vantagens em várias atividades de tecnologia relativamente difundida, como têxteis, confecção, carne e produtos lácteos, e se mantém, ou se incrementa, a defasagem existente em relação ao setor de bens de capital.¹⁸

2.4.4. A Evolução das Importações

O principal resultado da liberalização comercial combinada às novas condições macroeconômicas – marcadas por uma progressiva apreciação do peso – foi o aumento drástico das importações manufatureiras – o coeficiente de importação passou de 14,9% em 1980 para 24,8% em 1992. Isso refletiu-se em maiores déficits comerciais – cuja participação no PIB passou de 0,51% em 1988 para 6,98% em 1992 – e, conseqüentemente, em um crescente déficit em conta corrente. O déficit foi financiado em 1988 com reservas, em 1989 e 1990 com privatizações, e a partir de 1990 com massivas entradas de capitais, influenciadas pela perspectiva do Nafta e pela queda das taxas de juros dos Estados Unidos.¹⁹

A taxa média de crescimento das importações entre 1988 e 1992 foi de 22,4%, ante um crescimento médio do PIB de 4,5%, o que reflete o forte impacto da liberalização das importações. Entre 1988 e 1994, os itens com taxas de crescimento médias das importações mais altas foram bens de capital – de 22,2% – e bens de consumo, 30,6%. Com isso houve um aumento da participação dos bens de consumo e de capital no total importado, passando de 9,5% e 19,8% em 1988, para 16,1% e 22,6% em 1994, respectivamente.

A dinâmica importadora reflete uma das mudanças estruturais mais relevantes das manufaturas desde 1988. Ante o drástico aumento das importações, com uma taxa média de crescimento de 22,4% entre 1988 e 1992, a participação das importações industriais alcançou seu maior nível histórico em 1992. Os setores dos respectivos subgrupos B, os de menor intensidade em capital, são os que aumentam significativamente sua taxa média de crescimento das importações. Os subgrupos I-B e II-B contribuíram com 70,5% do aumento total das importações industriais entre 1988 e 1992. Observa-se também essa concentração em nível de setores, em que apenas máquinas e

18 Nas indústrias têxtil, de madeira e de produtos metálicos, máquinas e equipamentos, observam-se também importantes incrementos nos coeficientes de exportação, sobretudo em todo o período de abertura, reforma e recuperação da economia. Entretanto, esses avanços se produzem no contexto de uma queda do volume absoluto de produção entre 1981 e 1992.

19 Ver Seção 3.

equipamentos não-elétricos, e motores e acessórios para automóveis são responsáveis por 34,2% das importações manufatureiras e contribuem com 34% do aumento das importações entre 1988 e 1992.

Com esses resultados não é surpreendente que a balança comercial manufatureira tenha se deteriorado drasticamente entre 1988 e 1994, passando de um déficit de US\$ 6,7 milhões para cerca de US\$ 26,8 milhões em 1994.

Com exceção do subgrupo I-A, todos os grupos e subgrupos apresentam um crescente déficit comercial desde 1988. O comportamento do subgrupo I-A foi influenciado favoravelmente pelo setor de automóveis, que aumentou seu superávit comercial de US\$ 1,2 milhão em 1988 para US\$ 3,4 milhões em 1992. Entretanto, considerando-se os setores de automóveis, e de motores e acessórios para automóveis em seu conjunto – já que esse último importa grande parte dos insumos para o ramo de automóveis – o déficit comercial acumulado entre 1988 e 1992 é de US\$ 7,7 milhões.

A participação do déficit comercial no PIB triplica para a indústria no período de 1988 a 1992. Vale ressaltar que essa participação aumenta de forma mais pronunciada nas atividades mais dinâmicas. De fato, a participação aumenta para o grupo I de 15,3% em 1988 para 43,4% em 1992 e de 21,5% para 52,6% para o grupo II. Esse processo reflete o forte impacto que a estratégia de liberalização teve no setor industrial e os potenciais efeitos negativos sobre o emprego, encadeamentos “para trás”, e sobre o crescimento econômico, entre outras variáveis econômicas.

2.4.5. Os Principais Desempenhos Setoriais

Os setores que saíram fortalecidos do ajuste foram a indústria automobilística, a de equipamentos de telecomunicações e informática,²⁰ a petroquímica, a de cimento, a de vidro e as *maquilas*.²¹

20 A indústria de informática tem sido uma das mais dinâmicas em termos de expansão das exportações a partir dos anos 80 – apesar dos baixos níveis iniciais. No período 1985/87 mais do que a metade da produção foi exportada. Em 1987, a oferta nacional cobria 56% da demanda doméstica, apenas 14 pontos percentuais abaixo das metas do programa de 1981 para 1986. Como resultado, o déficit comercial no setor foi decrescente entre 1981 e 1987. Além disso, a redução do diferencial entre os preços domésticos e internacionais foi atingida, caindo de 200% em 1982 para cerca de 20% em 1990. Apesar dos resultados positivos, vale ressaltar o pouco progresso no que diz respeito à transferência e ao desenvolvimento de capacitação tecnológica na indústria doméstica. Ver Além (1996, Cap. II).

21 A indústria automobilística é liderada por GM, Ford, Chrysler, Volkswagen e Nissan; a de telecomunicações e informática por Ericsson, ATT, NEC, Panasonic, Alcatel, IBM, Hewlett Packard, Motorola, entre outras; a petroquímica por Dupont, Bayer, Hoechst, Monsanto; na de cimento existe um duopólio da Cemex, empresa nacional, com controle de 65% do mercado, e Cemento Apases, empresa transnacional, com participação de 35% do mercado; apenas no caso da indústria de vidro predomina o capital nacional, que tem passado recentemente por uma forte transnacionalização. Vale dizer que aproximadamente a metade das 2.142 empresas *maquiladoras* é norte-americana e outros 10% são estrangeiras de distintas nacionalidades.

As empresas multinacionais foram os agentes centrais da reconversão da indústria mexicana em direção à integração com os Estados Unidos e passaram a liderar o intercâmbio entre os dois países mediante, principalmente, o comércio intrafirma. As novas transnacionais que se estabeleceram no país o fizeram, principalmente, nas zonas de *maquila* – General Electric, Zenith, Sony, Hitachi –, enquanto as preexistentes desapareceram ou transformaram-se em montadoras por meio de um forte aumento do coeficiente de importações – substituindo, dessa forma, a produção predominantemente local. Isso contribuiu para a redução do grau de complexidade e de integração vertical da indústria mexicana.

Dentre os setores que perderam com a liberalização comercial estão os setores têxtil, de calçados, de alimentos, de celulose e de metalurgia, todos constituídos por empresas mexicanas.

A heterogeneidade de comportamentos foi resultado da condução da política econômica ao longo do processo de ajuste macroeconômico à crise de 1982. No período pós-crise até 1987, caracterizado por uma alta taxa de câmbio e pela proteção às importações, os setores “vencedores” modernizaram-se e fortaleceram sua integração com o mercado norte-americano mediante a racionalização e a modernização, enquanto os demais setores ficaram estagnados.

Posteriormente, com a rápida abertura comercial, os “vencedores” já tinham tomado o caminho de aumento de produtividade e de qualidade, condições suficientes para seguir exportando e para aproveitar a melhora do mercado interno, ainda que em condições cada vez mais desfavoráveis de câmbio real. Os “perdedores”, por sua vez, foram fortemente atingidos pelas novas condições de abertura com apreciação cambial, apesar da melhora do mercado interno.

Dado que os setores com elevada participação do capital estrangeiro tendem a apresentar maior dinamismo, melhor inserção internacional e rápido progresso técnico, pode-se concluir que o sistema industrial do México moveu-se numa direção positiva e que nesse movimento o papel das empresas multinacionais foi decisivo.

Entretanto, deve-se ressaltar a relativa debilidade do setor de bens de capital – principalmente do segmento de máquinas-ferramenta – o que demonstra que a reestruturação mexicana não fortaleceu o parque produtor de tais bens, que prossegue relativamente pequeno – com participação de 8,8% no total da indústria [Bielschowsky e Stumpo (1995) e Arregui (1993)].

No que diz respeito à indústria de bens intermediários – com intenso comércio internacional –, a evolução também foi muito heterogênea. Por um lado, está o desempenho favorável da

indústria petroquímica e, por outro, a evolução menos significativa da maioria dos setores intensivos em recursos naturais, o que provocou fortes déficits comerciais. O desempenho exportador de algumas indústrias intermediárias pesadas também reflete, entretanto, uma resposta dinâmica de alguns conglomerados às novas condições competitivas dos anos 80. Essa resposta foi além do simples direcionamento de suas vendas para os mercados externos e envolveu uma completa redefinição das estratégias competitivas por parte de firmas domésticas líderes. Uma tendência emergente – relativamente clara pelo menos na indústrias de vidro e de cimento – é, de fato, a internacionalização das firmas mexicanas que, além de uma atividade exportadora expandida, estão avançando intensamente no mercado norte-americano por meio do *take over* de firmas americanas.²²

2.4.6. Emprego e Salários Reais na Indústria Mexicana

O aumento do emprego formal no México foi significativamente inferior ao aumento da População Economicamente Ativa (PEA) durante o período 1970/90. Esse hiato tem aumentado recentemente, crescendo o desemprego, o subemprego e o setor informal.

Fontes oficiais estimam que a PEA aumenta anualmente em cerca de 5% do emprego formal desde o início da década de 90. Isso quer dizer que a economia mexicana deveria aumentar anualmente seu emprego formal em pelo menos 5% para satisfazer as necessidades mínimas de emprego da sociedade. Apenas 28% da população que ingressa na PEA têm sido absorvidos pelo mercado formal no período 1990/92. Tomando esses 5% como referência básica para a geração de emprego entre 1988 e 1992, a taxa média de crescimento do emprego na economia e na indústria foi de apenas 1,2% e 0,13%, respectivamente (Tabelas 4 e 5). Enquanto o PIB industrial cresceu 4,5% em média no período 1988/92, o emprego industrial aumentou apenas 0,13%, o que demonstra a gravidade da situação – vale lembrar que o emprego industrial havia crescido a uma taxa média de 3,6% no período 1970/81.

Em relação aos grupos analisados, nenhum atingiu uma taxa média de crescimento de 5% entre 1988 e 1992, e apenas três setores – automóveis, frutas e legumes, e outras indústrias manufatureiras – geraram emprego em termos líquidos. Finalmente, vale ressaltar que os grupos mais dinâmicos têm apenas uma pequena participação no emprego total: em 1992 as partici-

22 O primeiro *take over* hostil bem-sucedido de uma empresa norte-americana foi feito em 1989 pelo conglomerado Vitro com base em Monterrey, uma companhia *holding* líder na produção de vidros. Na indústria de cimento, outro conglomerado mexicano – Cemex –, que controla 66% do mercado mexicano e lidera as exportações para os Estados Unidos, também foi para fora.

pações do grupo I, do subgrupo I-A e do setor de automóveis foram de 2,9%, 0,7% e 0,3%, respectivamente.

Com a abertura comercial, iniciou-se um importante processo de reestruturação industrial na economia mexicana. As empresas passaram a adotar inovações tecnológicas e organizacionais que se refletiram, principalmente, na substituição da produção em massa tradicional pela combinação de novas formas de organização do trabalho, equipamentos flexíveis de base microeletrônica e tecnologia de informação. A utilização desse novo sistema produtivo teve como resultado um expressivo aumento da produtividade do trabalho entre 1988 e 1992 (Tabela 5), o que se refletiu na queda ou relativa estabilidade do emprego em termos absolutos.

Por último, os salários reais no setor industrial apresentam uma sensível recuperação a partir de 1988. Utilizando-se um índice com base 88 = 100, os salários industriais alcançam 119,6% em 1992, 124,9% para o grupo I e 125,6% para o subgrupo I-A. Apesar dessa recuperação, os salários reais para o setor industrial são ainda inferiores aos níveis alcançados em princípios dos anos 80.

3. Abertura Financeira no México – 1988/92²³

3.1. A Reforma do Sistema Financeiro Doméstico

3.1.1. Antecedentes

O ponto de partida para a constituição do sistema financeiro mexicano foi a lei de 1925 que criou o Banco do México (Banco Central Mexicano) e organizou o sistema a partir de três instituições básicas: os bancos comerciais, outros intermediários financeiros e os bancos de desenvolvimento – cuja função principal seria o financiamento de longo prazo ao setor produtivo.

As instituições privadas de crédito eram reguladas pelo ministro das Finanças e pelo Banco do México através de três instrumentos principais: um requerimento legal de reservas sob a forma de crédito compulsório ao setor público a custo zero ou a taxas baixas; controles quantitativos ao crédito – cotas seletivas de crédito –, segundo os quais os intermediários financeiros eram obrigados a emprestar parte de seus recursos a setores específicos; e as taxas de captação e empréstimo, que eram determinadas pelas autoridades e normalmente permaneciam fixas

23 Ver Akyüz (1993a) e Almeida (1995).

por períodos longos. Nessa configuração institucional, o mercado de capitais tinha um papel limitado.

Por outro lado, praticamente não havia espaço para as operações de mercado aberto e, sendo assim, a política monetária era exercida, essencialmente, pelo financiamento do setor público pelo Banco do México e por intermédio do ajustamento dos encaixes compulsórios sobre os intermediários financeiros.

No início dos anos 70, as taxas de juros ativas e passivas encontravam-se sob controle e todas as instituições financeiras, principalmente, os bancos especializados ajustavam-se a regras rígidas no outorgamento do crédito. Cada atividade creditícia possuía uma taxa de juros máxima.

3.1.2. Principais Mudanças Introduzidas pela Reforma

• Aspectos Gerais

A partir de 1988, com o objetivo de se atingir uma melhor inserção do México no sistema financeiro internacional, acelerou-se a transformação do sistema financeiro doméstico, através de sua desregulamentação operacional e da adequação de sua estrutura jurídica e institucional.

No aspecto operacional, liberalizaram-se as taxas de juros do sistema bancário e substituiu-se o esquema de investimentos obrigatórios e de encaixe legal pelo coeficiente de liquidez de 30%. Isso implicou a liberação de 70% dos recursos à disposição dos bancos, a fixação livre de taxas e prazos para operações ativas e passivas, a possibilidade de pagar juros sobre depósitos à vista e a eliminação das reservas seletivas de crédito. Com essas mudanças, pretendia-se promover maior concorrência financeira, liberar recursos para o setor privado e tornar mais eficiente o controle monetário do sistema.

No aspecto jurídico-institucional, a partir de 1989 foram feitos importantes ajustes no marco legal do sistema financeiro que alteraram significativamente sua estrutura, implicando um amplo processo de liberalização do setor e o início do processo de privatização dos bancos comerciais [Além (1996), Aspe (1993, Cap. 3) e Antezano (1993)]. Além disso, os esquemas de controle monetário e os mecanismos de controle do risco do sistema financeiro foram reformulados. Reforçou-se a supervisão e capitalização das instituições, o que permitiu avançar-se na desregulamentação, chegando à eliminação do coeficiente de liquidez em setembro de 1991.

A captação cresceu em termos reais e houve mudanças na sua composição, de uma estrutura de captação tradicional –

depósitos à vista e de poupança – desenvolveram-se produtos bancários não tradicionais, como os fundos de investimento.

No que diz respeito à política monetária, essa passou a ser executada, principalmente, a partir da colocação de títulos públicos via operações de mercado aberto.²⁴

• Nova Estrutura das Instituições Financeiras

A partir da Lei de Agrupamentos Financeiros de julho de 1990, os intermediários bancários e não-bancários puderam se constituir em grupos financeiros, mediante uma empresa detentora de ações. As reformas da legislação financeira de 1990 permitiram o investimento estrangeiro no capital dos bancos, das corretoras de valores e das empresas que detinham o controle dos grupos financeiros, até um máximo de 30% de seu capital total. Finalmente, a nova lei permitiu a participação estrangeira de até 49% do capital de companhias de seguros e de *leasing*. Além disso, no âmbito do Nafta, foi feito um acordo segundo o qual as corretoras e os bancos comerciais dos Estados Unidos e do Canadá podem entrar no mercado mexicano por meio de subsidiárias, o que significa que têm o mesmo tratamento concedido às sociedades mexicanas, ou seja, ficam sujeitos às leis e à supervisão das autoridades do México.

Essas mudanças foram introduzidas com a finalidade de promover a capitalização dos intermediários financeiros, atrair novas tecnologias e fornecer uma ampla rede integrada aos mercados internacionais, fortalecendo, dessa forma, a posição competitiva dos bancos mexicanos. Determinou-se um percentual máximo de 5% de participação acionária individual em um banco com a possibilidade de chegar a 10% com autorização prévia do Ministério das Finanças. As novas regras tinham como objetivo garantir que o controle acionário dos bancos permanecesse nas mãos dos mexicanos, simultaneamente a uma atomização maior na participação no capital, evitando, assim, uma concentração indesejável do processo de tomada de decisão.²⁵

24 Em 1975, foi introduzida uma nova Lei do Mercado de Valores e em 1978 passaram a circular os Certificados de Depósito da Tesouraria da Federação (Cetes), que têm como função básica financiar o setor público mediante sua colocação através de operações de mercado aberto – as taxas de remuneração desses títulos servem de referência para as demais taxas do mercado. As operações iniciais com os Cetes, cujos rendimentos eram fixados pelas autoridades monetárias, foram muito pequenas – faltava um mercado secundário que desse liquidez para esses títulos. Foi apenas no último trimestre de 1982 que os participantes dos leilões de Cetes ficaram livres para apresentar suas propostas em termos de quantidade e rendimento. Daí em diante, os mercados primário e secundário desenvolveram-se rapidamente, e o sistema de leilões continuou a ser gradualmente melhorado. Com isso viabilizou-se a constituição de um mercado de dívida pública, condição necessária para a liberalização do sistema financeiro, já que antes o crédito interno ao governo provinha quase em sua totalidade do sistema bancário, o que o mantinha sob uma série de restrições quantitativas e qualitativas à concessão de crédito.

25 Os investidores institucionais foram autorizados a ter uma participação acionária de até 15% de forma a garantir acesso indireto a investimentos de *portfolio* em ações de um banco para um grande número de investidores.

• Os Bancos Comerciais, os Mercados de Ações e de Câmbio

Em meados de 1990, foi feita uma reforma constitucional, a fim de permitir a privatização dos bancos comerciais. As privatizações completaram-se entre 1991 e 1992.²⁶

O mercado acionário foi impulsionado pelas necessidades de financiamento a longo prazo das companhias emissoras, assim como pela excelente rentabilidade que ofereceu o mercado secundário aos investidores. Os principais instrumentos do mercado acionário são as ações das emissoras inscritas na Bolsa Mexicana de Valores e os Certificados de Aportação Patrimonial (CAPs).

No mercado de coberturas cambiais, por sua vez, convivem instrumentos que possuem uma trajetória histórica de vários anos, como os *Pagafes* e os *Petrobônus*, com títulos colocados no mercado recentemente, como os *Ajustabônus*, *Tesobonos*, *commercial papers* e *Obrigações Indexadas*. Este mercado encontra-se predominantemente formado por títulos públicos, ainda que recentemente se tenham desenvolvido novos títulos privados denominados em dólares, e sujeitos a câmbio livre.

• As Instituições de Fomento

A reforma financeira manteve os bancos de desenvolvimento como instituições nacionais de crédito, com administração pública federal.²⁷ Em relação à Nacional Financeira (Nafin), o governo manteve o controle majoritário do capital social, mas abriu espaço para a participação de pessoas físicas ou jurídicas mexicanas, com limite máximo individual de 5% do capital. Vale dizer que isso não inclui os bancos de investimento [BNDES (1992)]. A partir da reforma, a Nafin retirou-se das operações diretas, convertendo-se em banco de fomento de segunda linha. O processo de reorganização dos bancos de desenvolvimento implicou uma redefinição dos setores-alvo do financiamento, bem como a racionalização operacional das instituições.²⁸

No que diz respeito à racionalização operacional, tem-se perseguido uma crescente auto-suficiência das instituições, dada

26 Durante os anos 70 o governo incentivou a criação dos bancos múltiplos através da fusão das instituições bancárias e financeiras, que executavam operações especializadas; com isto os bancos alcançaram melhores níveis de capitalização e economias de escala, diversificando os riscos. Como resultado da crise financeira de 1982, os bancos comerciais foram estatizados em 1º/9/82. Sob a gestão do Estado, a atividade bancária sofreu mudanças fundamentais em sua estrutura. Antes de 1982, o sistema bancário estava formado por 60 instituições, das quais pouco mais da metade era banco múltiplo. Nos anos seguintes, ocorreu um processo de fusão em três etapas e o número de bancos reduziu-se a 18.

27 O sistema mexicano de fomento é constituído pelas seguintes instituições: Nafin, Banco Nacional de Comércio Exterior, Banco Nacional de Obras e Serviços Públicos, Banco Nacional de Crédito Rural, Banco Nacional do Pequeno Comércio, Banco Nacional do Exército, Força Aérea e Armada e Financeira Nacional Açucareira.

28 A reestruturação dos bancos de desenvolvimento no âmbito da reforma financeira é descrita com maiores detalhes em Espinosa (1993) e Alide (1992).

a necessidade de se ajustar às limitações impostas pelas políticas de saneamento das finanças públicas, que se traduziram numa redução significativa dos repasses de recursos fiscais – a participação desses no total do orçamento dos bancos de desenvolvimento passou de 6% em 1983 para 1,8% em 1987, e para algo próximo a zero em 1992.

• A Legislação para o Investimento Estrangeiro

Em dezembro de 1993, o governo mexicano instituiu uma nova lei para o investimento estrangeiro; a primeira havia sido implementada em 1973, recebendo algumas alterações em 1989. A nova lei segue os princípios do Capítulo XI do Nafta que trata dos investimentos e serviços, tendo, entretanto, maior abrangência, já que os seus benefícios estendem-se a investidores de qualquer país e não apenas aos canadenses e norte-americanos.

O principal objetivo da nova lei era incrementar a competitividade da economia mexicana em nível mundial, estabelecendo um arcabouço legal claro, menos restritivo e mais favorável à entrada de investimentos externos – nisso diferenciava-se da lei anterior que era mais restritiva, tendo como principal objetivo consolidar a independência econômica mexicana [Aspe (1993, Cap. 3)]. Pela nova lei, os investidores estrangeiros podem controlar até 100% das ações de uma empresa mexicana, adquirir ativos fixos, participar de novas atividades econômicas ou produzir novos produtos, abrir e operar novos estabelecimentos e expandir ou realocar os estabelecimentos, sem a necessidade de autorização da Comissão Nacional para o Investimento Estrangeiro (CNIE).²⁹

A legislação atual ainda preserva algumas restrições – existentes na lei anterior – no que diz respeito à participação estrangeira em determinadas atividades econômicas: aquelas reservadas ao setor público – em que nenhum investimento privado, nacional ou estrangeiro, é permitido – como extração de petróleo e gás natural, refino de petróleo e cunhagem de moedas; aquelas reservadas apenas a mexicanos, incluindo atividades de radiodifusão e transmissões de televisão; aquelas em que a participação estrangeira não pode ultrapassar 49%, como pesca e serviços telefônicos; e aquelas nas quais os estrangeiros sem autorização da CNIE podem ter participação máxima de 49% e, com autorização, de até 100%, como atividades agrícolas, de construção civil e serviços educacionais. As alterações em relação à legislação anterior dizem respeito à participação estrangeira na venda de gasolina no varejo, que passou a ser explicitamente

29 A lei de 1973, em geral, limitava a propriedade até 49% das ações de uma empresa mexicana. As alterações implementadas em 1989 flexibilizaram a regra geral, permitindo a propriedade de 100%, em muitos casos sem a autorização da CNIE, mas ainda assim sujeita a certas exigências – do artigo 5º – como um saldo positivo ou neutro nas operações com moeda estrangeira durante os primeiros três anos de operações, a criação de emprego e programas de treinamento. Além disso, as empresas tinham que responder a certas metas de desempenho. A lei de 1993 aboliu todas essas restrições.

proibida, e nas companhias aéreas nacionais, que foi permitida até um máximo de 25%. Vale dizer que a participação estrangeira em atividades como mineração e petroquímica – que anteriormente poderia ser no máximo de 49% e 40%, respectivamente – não está mais sujeita a restrições. Além disso, a participação na indústria de autopeças, que atualmente restringe-se a um máximo de 49%, deverá aumentar até 100% em janeiro de 1999.

Pela nova lei a CNIE passou a ter um prazo máximo de 45 dias úteis – a partir da data do pedido – para dar um parecer sobre uma aplicação a ser feita por um investidor estrangeiro – o prazo anterior era de 85 dias. Caso ultrapasse esse prazo, a operação será automaticamente aprovada.

3.1.3. Principais Resultados

As autoridades econômicas foram bem-sucedidas quanto à criação de novos instrumentos financeiros e ao processo de concentração das instituições financeiras com o objetivo de enfrentar melhor a concorrência internacional. Vale dizer que após as notícias favoráveis de renegociação da dívida, privatização dos bancos comerciais e início das negociações do Nafta, a intermediação financeira cresceu muito rápido à medida que se incrementou o processo de repatriação dos capitais.

Entretanto, os acontecimentos de dezembro de 1994 demonstraram que o sistema financeiro mexicano ainda se encontra muito vulnerável.³⁰ A consolidação do sistema ainda deverá levar algum tempo, e o governo, certamente, terá um papel coordenador fundamental nesse processo.

30 A principal causa da crise do peso mexicano de dezembro de 1994 foi o acúmulo de déficits em conta corrente insustentáveis – que atingiu a cifra de US\$ 28 bilhões em 1994 –, financiados por volumosos influxos de capitais altamente voláteis – em sua maior parte constituíam-se de investimentos de *portfolio*. O crescente déficit em conta corrente decorreu, principalmente, dos aumentos dos déficits comerciais, num ambiente marcado pela abertura comercial e pela supervalorização do peso mexicano diante do dólar – de 1988 a 1994, a moeda mexicana valorizou-se em cerca de 40%. A crise foi desencadeada pela desvalorização de cerca de 15% do piso da banda de variação do dólar, em 20 de dezembro, como resposta a um processo de fuga de capitais – apenas no último bimestre de 1994 saíram do país cerca de US\$ 11 bilhões, no ano a saída total de recursos externos estimada é de US\$ 23,4 bilhões. Esse processo de fuga decorria, por sua vez, da perda de confiança por parte dos investidores internacionais na capacidade dos *policy makers* em manter os níveis correntes da taxa de câmbio em face de um crescente déficit em conta corrente – que atingiu cerca de 8% em 1994 –, e da queima de reservas internacionais. As autoridades mexicanas acreditavam em um ajuste gradual do balanço em conta corrente. Esperavam que aumentos da produtividade aumentassem a competitividade das exportações, o que solucionaria o problema dos déficits comerciais, enquanto o Nafta atrairia capital adicional ao México, fornecendo tempo e espaço para que o ajuste se desse ao longo do tempo. Entretanto, os eventos políticos envolvendo a Revolta de Chiapas, o assassinato do candidato à presidência Colosio e o início tumultuado do mandato de Zedillo amedrontaram os investidores estrangeiros, que ficaram particularmente preocupados com o risco cambial. A situação de pânico financeiro desencadeada pelo aumento da banda de variação do peso foi acalmada pelo anúncio de um empréstimo massivo ao México pela administração do presidente Clinton. De fato, a intervenção foi indispensável para se evitar que a crise mexicana tivesse impactos negativos sobre o mercado financeiro internacional. Ver Além (1996, Cap. I), Burki e Edwards (1995), Dornbusch (1995), Perrotini (1995) e Unctad (1995).

Há, ainda, muito que se fazer quanto à criação de instituições que canalizem, de forma eficiente, a poupança privada de forma a viabilizar a consolidação financeira dos investimentos a longo prazo. A introdução de um sistema auto-sustentado financeiramente de previdência social, administrado privadamente – pelos fundos de pensão que se constituem em investidores “institucionais” –, pode ser importante tanto na canalização da poupança quanto na ampliação do mercado de capitais mexicano.

• Os Bancos Comerciais

O processo de privatização dos bancos foi concluído em julho de 1992, alcançando os objetivos desejados, transcorrendo de forma transparente e resultando em uma significativa diversificação da propriedade do capital bancário. Além disso, promoveu a descentralização regional, ao mesmo tempo que garantiu o controle do sistema bancário nas mãos de mexicanos.

O sistema bancário é atualmente constituído por seis bancos nacionais, cinco regionais e sete multirregionais. A composição da captação bancária variou significativamente, passando de uma estrutura tradicional – baseada, principalmente, em depósitos à vista e de poupança – para uma outra marcada por uma importante participação de instrumentos como os fundos de renda fixa.

O objetivo de aumentar a participação dos bancos comerciais nos empréstimos para o setor privado também foi atingido. Essa passou de 76% em 1987 para 91% em 1992 (Tabela 6).

Entretanto, vale ressaltar que o aumento do crédito ao setor privado não foi direcionado necessariamente para o setor produtivo. Houve, de fato, um significativo aumento do crédito ao consumidor.³¹ Muitos bancos chegaram até mesmo a montar pontos-de-venda de seus cartões de crédito em *shopping centers*. As perspectivas de crescimento econômico e a farta entrada de capitais mascararam, por algum tempo, os riscos que os bancos estavam correndo. Os bancos estavam criando desequilíbrios perigosos entre a captação estrangeira de curto prazo e o crédito ao consumidor.

Depois da crise de dezembro de 1994, o México foi obrigado a elevar os juros para deter a fuga de capitais estrangeiros, o que agravou o problema dos créditos em liquidação. Em pouco tempo a crise do capital estrangeiro transformou-se em uma crise bancária plena e a política monetária do governo ficou severamente restringida pelo enfraquecimento dos bancos.

31 Infelizmente não foi possível ter acesso a dados específicos de crédito ao consumidor.

Vale ressaltar a intervenção do governo mexicano para evitar o colapso do sistema bancário do país. Foram criados vários programas governamentais: uma linha de crédito em dólar do banco central para permitir aos bancos corrigirem o desequilíbrio de seus ativos e passivos denominados em dólares; um programa de recapitalização para certos bancos; e um corte dos juros para pequenos e médios devedores.

• Os Instrumentos Financeiros

As operações de mercado aberto passaram a ser a principal fonte interna de financiamento do governo. O mercado da dívida pública distingue-se por um alto nível de liquidez, o que decorre principalmente dos curtos períodos de vencimento dos papéis e da existência de um mercado secundário muito ativo. Os principais títulos públicos do mercado aberto são os Cetes e os Bônus de Desenvolvimento.

Em relação aos papéis privados, encontravam-se: os *commercial papers*, certificados bancários e *Pagafes* bancários com rendimento liquidável ao vencimento. De fato, entre 1983 e 1991, os bancos, as empresas e o setor público passaram a emitir uma variedade de papéis [Aspe (1993, Cap. 2)]. Vale ressaltar o dinamismo alcançado pelo mercado de títulos lastreados em dólares: de dezembro de 1989 a julho de 1990 duplicou o seu valor em circulação, o que decorreu, principalmente, da demanda de investidores institucionais. Os montantes em circulação dos principais instrumentos cambiais representam cerca de 5% da capitalização total do mercado de valores. O título com maior participação é o Ajustabono com 43% do mercado; os *Pagafes* e os Tesobonos em conjunto têm uma participação similar.

O objetivo de se desenvolver diversos instrumentos financeiros foi atingido. Entretanto, a maior parte dos novos instrumentos restringiu-se ao curto prazo (Tabela 7). No que se refere ao longo prazo, o financiamento do investimento produtivo prosseguiu sendo feito, principalmente, por recursos externos e pelos bancos de desenvolvimento.

• O Mercado de Capitais

O valor de capitalização do mercado acionário mostrou um crescimento notável no início dos anos 90: o valor de mercado das empresas de capital aberto cresceu de US\$ 23 bilhões no fim de 1989 para mais de US\$ 200 bilhões no fim de 1993 [The Economist (1995)]. Entretanto, o mercado de capitais ainda permanece pouco desenvolvido. O número de firmas listadas na bolsa mexicana – 190 – ainda é pouco significativo. Vale dizer que houve uma queda desse número em relação a 1980, quando havia 259 empresas listadas na bolsa (Tabela 8). A alta valorização real dos preços das ações observada a partir de 1992 na verdade superava, de longe, os níveis que o desempenho das empresas justificava

(Tabela 8). Isso decorreu, principalmente, de um processo especulativo incentivado pela entrada de altos volumes de capitais externos.

O pouco dinamismo do mercado de capitais em financiar os investimentos decorre, em parte, da falta de investidores institucionais nacionais dispostos a investir a longo prazo em vez de especular a curto prazo. Muitos empresários vêem a bolsa de valores mais como um cassino do que como uma fonte de capital estável.

• As Instituições de Fomento

A busca de auto-suficiência financeira por parte dos bancos de fomento resultou na colocação de novos instrumentos para captação de recursos junto ao mercado de capitais. Dentre esses, destacam-se os Bônus de Desenvolvimento Industrial (Bondis), com maturidade de 10 anos, cuja emissão tem como objetivo garantir uma fonte de recursos estável a longo prazo para os bancos de desenvolvimento, compatível com as características de suas operações ativas. Entretanto, os Bondis ainda têm uma participação pouco expressiva no *funding* das instituições de desenvolvimento. A principal fonte de recursos tem sido os empréstimos de organismos financeiros internacionais como Banco Mundial, BID e Eximbank – com participação de 72% no total de recursos captados pela Nafin em 1990.

Com a reforma, os bancos de desenvolvimento passaram a privilegiar o financiamento ao setor privado, principalmente no que diz respeito às micro e pequena empresas – que, em geral, não têm acesso ao crédito bancário. Além disso, passaram a privilegiar os setores de infra-estrutura e de exportação. Enquanto em 1987 a Nacional Financeira alocou 94% do seu programa total de crédito a empresas estatais e os 6% restantes a pequenas e médias empresas, em 1991 a posição se inverte, com 94% dos recursos sendo direcionados para o setor privado, por intermédio dos bancos comerciais e organizações não-governamentais [Espinoza (1993), Rincón (1992) e Rojas-Suarez e Weisbrod (1994)].

A Nafin, operando inteiramente como um banco de segunda linha, criou um programa de dois níveis, desenhado para funcionar como um processo gradual, começando com pequenas firmas sem acesso ao sistema bancário convencional e terminando com firmas prontas para participar do mercado [Além (1996, Cap. III)]. Enquanto em 1989 a Nafin deu crédito e assistência técnica a menos de 40 novas pequenas empresas por dia, em 1991 esse número havia passado de 250 – todos financiamentos com participação dos bancos comerciais, que em 1991 absorveram 89% dos recursos repassados, e de outros intermediários que tentam usar essas oportunidades para ganhar novos clientes no varejo.

3.2. A Abertura da Conta de Capitais e os Fluxos de Recursos Externos

3.2.1. Panorama Internacional

Na década de 80, a dinâmica dos fluxos de capital internacionais esteve associada, principalmente, à crise financeira do final da década de 70 e à recuperação do crescimento nas economias industrializadas a partir de 1983/84, em um ambiente de maior mobilidade de capitais e volatilidade das taxas de câmbio e juros. O aspecto marcante da década foi o declínio relativo dos Investimentos Externos Diretos (IED) nos países em desenvolvimento, bem como o aumento observado dos investimentos de *portfolio* relativamente aos IEDs (Tabela 9) [Barros (1993), Baer (1992), Turner (1991), Kregel (1994) e Unctad (1993, 1994 e 1995)].

A emissão de títulos como forma de captação de recursos por parte dos agentes privados³² assumiu uma importância maior com a retomada dos investimentos produtivos nos países industrializados em meados dos anos 80 e com a crise dos créditos bancários concedidos aos países em desenvolvimento nos anos 70. A securitização combinada com os instrumentos de transferência de risco – como os *swaps*, opções e futuros que constituem as operações fora de balanço das instituições financeiras³³ – garantiu uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas.

A expansão dos fluxos de IED, desde meados dos anos 70 até 1989, para os países industrializados foi de mais de 450%, enquanto o aumento do fluxo para os países em desenvolvimento restringiu-se a menos de 200%.³⁴ Com isso, a participação dos países em desenvolvimento no fluxo total de IED caiu de 24% no período de 1975/79 para 14% em 1989.

Nos anos 90, países como México, Argentina e mesmo o Brasil ingressaram em uma rota de liberalização de operações financeiras e de mercado de capitais que se refletiu em maior

32 A securitização significa, por um lado, a captação direta de recursos por parte dos investidores produtivos, mediante a colocação de papéis próprios, sendo que a participação de instituições financeiras pode limitar-se apenas à sua operacionalização. Nos anos 80, tal processo também correspondeu a uma intensa flexibilização dos ativos das próprias instituições financeiras que foram transformados em instrumentos negociáveis, como resposta à crescente instabilidade e ao risco de crédito que ativos de prazo mais longo significavam neste contexto.

33 Há, atualmente, mercados organizados de *swaps*, opções e futuros que permitem ao investidor proteger-se contra o risco de preço causado pela significativa instabilidade das taxas de juros e de câmbio.

34 Essa concentração dos IEDs nos países industrializados explica-se, principalmente, por um crescimento estável e sustentado dos países da OCDE após a recessão de 1981/82; pelo processo de globalização financeira que favoreceu de forma significativa o fenômeno das fusões e aquisições; pela emergência do Japão como grande investidor internacional; pelo forte desenvolvimento do setor de serviços, principalmente a parte relacionada às finanças que foram objeto de altos investimentos diretos; e pelo desenvolvimento de novas estratégias globais das empresas transnacionais facilitadas pelos desenvolvimentos tecnológicos em um contexto de acirramento da concorrência.

integração ao mercado internacional de capitais, permitindo uma redução significativa dos obstáculos ao acesso a novos produtos financeiros internacionais.

Ainda que seja relativamente incipiente, a participação dos países em desenvolvimento na colocação de títulos tem crescido nos anos 90. Destacam-se as emissões feitas pela Coréia, México, Brasil, Hungria e Argentina, que juntas representam cerca de 75% do total de recursos captados pelos países em desenvolvimento. A vantagem dessa forma de captação é que corresponde a créditos e empréstimos de médio e longo prazos para o financiamento de projetos de investimento.³⁵

Como parte das mudanças do padrão de financiamento internacional, observou-se, a partir de final dos anos 80 e início dos anos 90, crescentes aplicações financeiras em carteira de ações de países em desenvolvimento. Esse movimento foi favorecido pela abertura da conta de capitais, pelos programas de privatização e pela perspectiva de realização de lucros rápidos resultantes da subavaliação dos papéis ante seus valores patrimoniais efetivos. Em um contexto internacional de queda das taxas de juros os “mercados emergentes” tornaram-se uma opção de investimento atraente.³⁶

Em termos gerais, os investimentos de *portfolio*, que no início dos anos 90 já representavam cerca de 70% dos investimentos totais, em um contexto de queda da rentabilidade relativa dos países desenvolvidos, ampliaram os horizontes para as aplicações de curto prazo dos países em desenvolvimento.³⁷ A América Latina e o Caribe têm sido os principais receptores desse tipo de capital externo nos anos 90³⁸ (Tabela 10). O problema desse tipo de captação é que se constitui de capitais altamente voláteis, vulneráveis a movimentos especulativos. O aumento dos influxos pode ser interpretado como reflexo de oportunidades melhores de investimento a médio e longo prazos nos países receptores. Entretanto, pode decorrer, também, de movimentos puramente especulativos de curto prazo, quando a perda de

35 Quanto aos títulos lastreados em participação acionária, destacam-se os American Depositary Receipts (ADRs), que têm tido uma expansão significativa. Os ADRs de empresas mexicanas representaram 80% e 60% do total captado pelos países em desenvolvimento mediante esses papéis em 1991 e no primeiro semestre de 1992, respectivamente. Os ADRs são títulos emitidos por um banco norte-americano, lastreados em ações de uma empresa de outra nacionalidade qualquer que ficam custodiados até que o investidor decida se pretende vendê-los a outro investidor ou convertê-los em ações para vendê-las no mercado acionário do país da empresa envolvida.

36 Vale ressaltar que o peso do mercado acionário dos países em desenvolvimento ainda é pequeno em termos internacionais, representando cerca de 5,6% do valor de mercado das empresas e 10,6% do valor negociado em 1991.

37 Os investimentos estrangeiros de *portfolio* nos países em desenvolvimento incluem, além de ações, outros valores mobiliários como os Certificados de Depósito, Aplicações de Renda Fixa e Mercados de Índices e Futuros.

38 A partir do início dos anos 90 observou-se a entrada de montantes substanciais de capitais externos na América Latina. Desse montante, 45% foi para o México, e a maior parte do restante foi para Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e Venezuela. Ver Calvo, Leiderman e Reinhart (1992), Schadler, Carkovic e Kahn (1993) e Mathieson e Rojas-Suarez (1992).

credibilidade nas políticas do governo resulta em altos retornos nominais dos ativos domésticos.³⁹

3.2.2. Os Fluxos de Capitais para o México

• Evolução Histórica

– Fluxos de Capitais Externos para o México entre 1971 e 1982⁴⁰

Dos anos 40 aos 60, os recursos externos que entraram no país constituíam-se em sua maior parte de IEDs e de financiamentos das instituições oficiais de crédito.

Nos anos 70, o desenvolvimento dos mercados do eurodólar e de reciclagem de petrodólares resultou num aumento considerável da oferta de financiamento externo de fontes privadas. Os bancos comerciais passaram a ser os principais credores do México.

Simultaneamente ao aumento dos créditos externos, o México passou a privilegiar uma estratégia de crescimento baseada no aumento significativo dos gastos públicos. Tendo em vista que não houve uma política de aumento das receitas tributárias, o governo recorreu, basicamente, ao financiamento externo para arcar com os maiores gastos. O aumento do investimento público direcionou-se, principalmente, à expansão do setor petrolífero, devido às expectativas de preços favoráveis para o petróleo no mercado internacional. Entre 1974 e 1982 entraram no México recursos externos em um montante de 17,5% do PIB [Ffrench-Davis, Titelman e Uthoff (1994)].

Como resultado, o estoque da dívida externa cresceu 28% a.a. entre 1972 e 1982. O IED também apresentou um crescimento considerável, de 19% em média, no período. Além disso, houve uma significativa valorização do peso mexicano, o que ante um sistema financeiro pouco desenvolvido, que não oferecia opções de aplicações que protegessem os agentes em um ambiente inflacionário, incentivou uma considerável fuga de capitais. Apesar da tentativa de manutenção de taxas de juros reais positivas para compensar o risco cambial, isso apenas serviu para confirmar as expectativas de desvalorização, o que colaborou mais

39 Os mercados de capitais da América Latina são geralmente fracos, voláteis e particularmente vulneráveis a flutuações no mercado de capitais internacional. Enquanto a capitalização do mercado cresceu universalmente no passado recente para todos os maiores países da América Latina, isso ocorreu, principalmente, pelos preços exorbitantes das ações – no que diz respeito ao número de companhias listadas nas maiores transações no mercado, a tendência parece ser de declínio, o que demonstra não ter havido, de fato, um maior desenvolvimento dos mercados de capitais. A história da América Latina demonstra que os episódios de influxos significativos de capitais no passado – anos 20 e 1977/81 – foram seguidos de graves crises econômicas e saídas de capitais – anos 30 e a crise da dívida dos anos 80. Para uma análise completa da crise financeira nos países do Cone Sul, ver Díaz-Alejandro (1984).

40 Esse movimento ocorreu de forma similar em outros países em desenvolvimento.

ainda para a saída de capitais. Estima-se que deixaram o país cerca de US\$ 26 bilhões entre 1973 e 1982 [Gurría (1994)].

Com o objetivo de compensar o aprofundamento da crise especulativa, estabeleceu-se um regime dual de câmbio com um mercado livre e outro controlado, e com um sistema de desvalorizações pré-anunciadas. Além disso, os bancos comerciais foram estatizados. Apesar disso, estima-se que apenas no último trimestre de 1982 tenham saído US\$ 2,4 bilhões do país.

– A Crise da Dívida de 1982: O México Passa a Ser um Exportador Líquido de Capitais

Apesar dos avanços consideráveis no que diz respeito ao ajuste fiscal (Tabela 4), os pesados encargos com a dívida externa, num contexto marcado pela drástica redução dos créditos externos e dos fluxos de investimento externo direto, fizeram com que o financiamento do déficit público recaísse sobre um elevado encaixe compulsório, bem como sobre a colocação de dívida pública interna. A manutenção de altas taxas de juros reais onerava o pagamento do serviço da dívida interna, o que pressionava as finanças públicas. Com o terremoto de 1985, que exigiu altos gastos com reconstrução, e a queda dos preços do petróleo no mercado internacional em 1986, a situação agravou-se ainda mais.

Como resposta, adotaram-se austeras políticas fiscal e monetária, e o peso foi desvalorizado. Com isso, houve uma significativa melhoria da situação externa do México em 1987, registrando-se um superávit em conta corrente de US\$ 4 bilhões (Tabela 11).

Vale dizer que entre 1983 e 1989 o México transferiu cerca de 5,6% do PIB em recursos para o exterior, principalmente para o pagamento do serviço da dívida externa [Lustig (1993), Ffrench-Davis, Titelman e Uthoff (1994) e Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones (1994)].

– O Retorno do México ao Mercado Financeiro Internacional nos Anos 90

A partir do segundo semestre de 1989, o México voltou a receber elevados montantes de capital externo (Tabela 10). Vários fatores, de ordem externa e interna, explicam a reversão dos movimentos de capitais externos para o México.

No que diz respeito às motivações externas, vale ressaltar a redução das taxas de juros de curto prazo nos mercados internacionais – o que aumentava o diferencial em relação às altas taxas de juros nominais mexicanas, crescendo dessa forma a rentabilidade relativa dos ativos mexicanos –, a recessão dos países industrializados e as mudanças na regulamentação dos

mercados de capitais nos Estados Unidos – que reduziram os custos de transação para os tomadores mexicanos. Dentre essas últimas, destacam-se a aprovação da “Regulação S” e a da “Regra 144A” nos Estados Unidos que reduziram os custos de transação e liquidez enfrentados pelos países em desenvolvimento na aproximação aos mercados de capitais daquele país.

Quanto aos fatores internos, destacam-se as reformas estruturais postas em ação pelo governo mexicano, tanto por sua influência sobre as expectativas dos investidores internacionais no que concerne à viabilidade econômica do México quanto pelas novas oportunidades geradas pelo processo de privatização de empresas públicas e pela iminente assinatura de um tratado de livre comércio com os Estados Unidos. Além disso, a reestruturação da dívida externa a partir da assinatura do Plano Brady – com redução do estoque e dos juros – teve um papel importante no que diz respeito à redução do risco-país.

Segundo alguns autores, entre os quais Calvo (1993a), apesar das reformas domésticas terem sido um fator importante na explicação da retomada dos fluxos de capitais, elas explicam apenas parcialmente o retorno do México e de outros países da América Latina aos mercados financeiros internacionais. As reformas estruturais por si sós, por exemplo, não explicam por que os capitais retornaram para países que não os haviam introduzido.

Isto quer dizer que a evidência sugere que fatores externos⁴¹ tiveram um papel importante no delineamento da estrutura dos fluxos de capitais para a América Latina, tanto no período recente quanto nos anos 70.⁴² Os investidores destinaram recursos para a América Latina, a fim de tirar vantagem de melhores oportunidades de investimento e crescente solvência da região.⁴³

No México, os influxos de recursos externos permitiram:
a) financiar os crescentes déficits em conta corrente; e b) o

41 Calvo (1993a) estima que os fatores externos explicam cerca de 50% da motivação para o influxo de capitais. Ele se utiliza de dados mensais para 10 países latino-americanos cobrindo o período de janeiro de 1988 a dezembro de 1991. Para uma descrição detalhada do modelo utilizado e dos principais resultados, ver páginas 128 a 140.

42 Em 1975/77 a taxa de juros nominal dos Estados Unidos estava 30% abaixo daquela de 1972/74. Em 1991, abaixo 50% dos níveis de 1989. Observando-se os fluxos de capitais nos períodos 1978/82 e 1990/91, nota-se que os movimentos estão associados com mudanças na conta de capitais dos Estados Unidos. No período 1990/91 registra-se a primeira saída líquida de capitais dos Estados Unidos após oito anos consecutivos de entradas líquidas. Calvo (1993a) estima que cerca de 60% dos fluxos de capitais em 1991 estão diretamente associados a saídas de capitais privados dos Estados Unidos para a América Latina.

43 Com o declínio nas taxas de juros nos Estados Unidos reduziu-se o serviço sobre a dívida contraída a taxas flutuantes, o que melhorou a solvência dos devedores latino-americanos – esse fato se refletiu na subida dos preços dos títulos da dívida no mercado secundário. Em relação aos diferenciais de taxas de retorno, houve um grande aumento dos preços em dólar das ações nos grandes mercados latino-americanos em 1991. A Argentina apresentou o melhor retorno no ano de quase 400%, enquanto Chile e México registraram retornos de 100% cada um. De fato havia diferenciais significativos entre as taxas de juros na América Latina e no mercado internacional no período 1990/91. E, apesar dos significativos montantes de capitais que entraram, os diferenciais positivos não foram eliminados.

acúmulo de reservas internacionais, que ao final de 1993 atingiram US\$ 24,5 bilhões.

A maioria dos fluxos de capital que entraram no país entre 1990 e 1993 veio do endividamento do setor privado (27,1% do total) e do investimento estrangeiro (66% do total), direto (17,4%) e em carteira (48,2%). A participação do endividamento do setor público foi de 7% no período, o que contrasta com a participação de cerca de 70% entre 1979 e 1989 [Gurría (1994)]. Refletindo uma tendência internacional, observa-se no México uma queda progressiva da participação do IED no total de investimentos estrangeiros. Entre 1990 e 1993 a participação foi de 17,9% ante os 27% no período 1980/89. Em 1993 os IEDs representavam apenas 14,7% contra uma participação de 85,3% dos investimentos de *portfolio* no total dos investimentos estrangeiros (Tabela 11).

- O IED

Até a década de 70, os principais fatores de atração do investimento externo direto foram a taxa de crescimento da economia e o dinamismo do mercado interno mexicano. Após a crise da dívida houve uma considerável contração do IED. De 1982 a 1984 o fluxo de IED foi 3,6 vezes inferior ao registrado no biênio 1980/81. Nos anos 90, houve uma progressiva queda da participação dos fluxos de IED em favor dos investimentos de *portfolio* ou em carteira.

A atratividade relativa do México explicou-se, em parte, pela mudança do marco regulatório – o que ocorre também com outros “mercados emergentes” – e pelas expectativas de novas oportunidades de investimento abertas pela entrada em vigor do tratado de livre comércio com os Estados Unidos e Canadá (Nafta). As mudanças da economia resultantes das reformas estruturais postas em ação nos anos 80, principalmente a abertura comercial, também contribuíram para a atração dos novos fluxos de IED.

Dos fluxos de IED que entraram no México, observou-se uma crescente participação do setor de serviços na absorção dos recursos entre 1989 e 1993. Isso se explica pela mudança nos preços relativos a favor dos bens *non-tradeables*, o que incentivou o investimento externo nos setores produtores desses bens (Tabela 12). Com isso, em relação aos novos fluxos de IED houve uma queda de sua participação na indústria de 67% para 49% entre 1989 e 1993, e aumento de sua participação no setor de serviços, de 32% para 49%.

- O Investimento Estrangeiro em Carteira

O investimento estrangeiro em carteira apresentou um significativo crescimento entre dezembro de 1990 e dezembro de

1993, passando de US\$ 4,5 bilhões para US\$ 54,6 bilhões. Os principais fatores de atração desse tipo de investimento foi o maior rendimento relativo dos ativos mexicanos em comparação com o que ofereciam os mercados dos países industrializados, a aparente solvência financeira do país e a aparente consistência da economia mexicana.⁴⁴

- Colocação de Bônus

Vale ressaltar o grande número de colocações de bônus por parte de entidades do setor público e importantes empresas do setor privado. Entretanto, a importância dessa fonte de financiamento ainda era pequena, o saldo da dívida pública externa em bônus públicos e privados passou de US\$ 4 bilhões em dezembro de 1989 para US\$ 9,5 bilhões em dezembro de 1993.

A primeira emissão de bônus sem garantias no mercado internacional foi feita em junho de 1989 pelo Bancomext. Essa colocação, por US\$ 100 milhões, teve um prazo de amortização de cinco anos com um rendimento inicial de 17% a.a., que implicou um *spread* de 820 pontos-base sobre os *Treasury Bills* dos Estados Unidos. A partir de então e até dezembro de 1993 foram executadas 130 colocações. Os *spreads* das emissões baixaram de 820 para cerca de 120 pontos-base acima do rendimento dos *Treasury Bills* entre 1989 e 1994. Do total de emissões, cerca de 73% foram feitos pelo setor privado, por um montante equivalente a cerca de US\$ 12 bilhões.

Um dos fatores que mais contribuiu para a melhoria das condições de colocação foi a qualificação de risco creditício do México por parte de agências internacionais especializadas.

- Outros Tipos de Endividamento

O México também entrou nos mercados de recursos de curto prazo – com vencimentos entre 90 e 180 dias. Os *Euro-CDs* – certificados de depósitos denominados em dólares – e os *Euro-Commercial Papers* foram utilizados principalmente por investidores do setor privado desde 1990.

Com a emissão dos *Euro-CDs* a partir de 1990 os bancos mexicanos arrecadaram um montante importante de recursos e, um ano depois, algumas empresas privadas começaram a colocar *Euro-Commercial Papers* através de emissões públicas e privadas. Em abril de 1991 a Hylsa lançou o primeiro programa de *Euro-Commercial Paper* do setor privado e em março de 1992 a Pemex introduziu nos Estados Unidos o primeiro programa de *Euro-Commercial Paper* por parte de uma entidade do setor público. Algumas operações norte-americanas com *commercial papers* da

44 Fatos que foram desmentidos pela crise de dezembro de 1994.

Pemex já foram vendidas oferecendo rendimentos abaixo da *Libor* prevalente.

Com a reestruturação da dívida pública externa em 1989, os créditos de organismos multilaterais – Banco Mundial e BID – têm tido importância crescente. Esses recursos têm sido direcionados ao financiamento de projetos de apoio à mudança estrutural e à modernização econômica. O montante de recursos contratados junto àquelas instituições ficou em US\$ 12 bilhões entre 1989 e 1994 e foi utilizado no financiamento de projetos de descentralização e desenvolvimento, modernização da educação, serviços de saúde, bem como no financiamento de investimentos nos setores agropecuário, mineral e elétrico, entre outros.

– Repatriação de Capitais

No que diz respeito ao incentivo ao retorno de capitais, destacam-se a liberalização e modernização do sistema financeiro – que criou novas oportunidades de aplicações em ativos financeiros –, a manutenção de taxas de juros internas reais positivas e o chamado “timbre fiscal”. Esse último, vigente desde 1989, tem o objetivo de facilitar o pagamento das obrigações fiscais dos contribuintes que têm capitais aplicados no exterior e desejam investi-los no país. No caso de auditoria fiscal, o investidor, para justificar o ingresso de recursos externos, precisa apenas mostrar o timbre que comprova o pagamento de imposto de 1% e declarar que se trata de uma repatriação de capital. Desde a instituição do “timbre fiscal” até dezembro de 1993, foram repatriados cerca de US\$ 11,5 bilhões. Dessa quantidade, 65% foram captados por meio da bolsa, e os 35% restantes, pelos bancos. Estima-se que o total repatriado nesse período corresponda a 40% do capital que saiu do país entre 1973 e 1988 [Gurría (1994)].

• O Tratamento Mexicano aos Fluxos de Capitais

No curto prazo a entrada de capitais tende a promover uma retomada da atividade econômica – num contexto de existência de capacidade ociosa –, tendo em vista que equaciona a restrição de balanço de pagamentos. A apreciação da moeda local e a redução nas taxas de juros domésticas resultam num montante mais alto de importações e da demanda agregada, viabilizando, dessa forma, a retomada do crescimento econômico. Entretanto, esse crescimento só é sustentável a longo prazo caso haja um crescimento dos investimentos que viabilize a ampliação da capacidade produtiva da economia.

A médio e longo prazos, no entanto, a apreciação cambial põe em risco a competitividade das exportações⁴⁵ – o que desin-

45 Políticas comerciais específicas podem proteger o setor exportador da apreciação real do câmbio. Uma possibilidade é o aumento dos subsídios; entretanto, isso pode pressionar de forma indesejável as finanças públicas. Além disso, vão contra as regras da OMC para liberalização do comércio internacional.

centiva a produção dos *tradeables* ou sua exportação, a não ser que haja um significativo e rápido crescimento da produtividade que compense a valorização real do câmbio. Aliada ao aumento das importações, ela pode resultar num crescente déficit em conta corrente, que pode tornar-se insustentável ao longo do tempo à medida que seja financiado por capitais de curto prazo, de alta volatilidade.

Em um contexto de abertura comercial ampla, portanto, a apreciação cambial torna a economia nacional mais vulnerável à competição externa, o que pode ameaçar a produção doméstica por meio de um efeito de deslocamento para os produtos importados antes que os setores consigam promover um aumento da produtividade.

Massivos influxos de capitais podem, também, contribuir para bolhas especulativas nos mercados de capitais e levar a uma excessiva expansão no crédito doméstico, resultando na perda de estabilidade do sistema financeiro – principalmente quando esse é pouco desenvolvido ou não há uma supervisão bancária eficiente. Nos casos em que os depósitos bancários não têm seguros obrigatórios, os bancos tendem a aumentar sua exposição ao risco, dando pouca importância à compatibilização dos prazos de vencimento dos ativos e passivos. Sendo assim, um inesperado surto de saídas de capitais pode resultar numa crise financeira. Isso, particularmente, se os fluxos de capitais não forem esterilizados – pela compra de títulos públicos – e sim emprestados ao setor privado pelos bancos. De fato, quaisquer falhas no sistema doméstico de intermediação tendem a ser amplificadas em face de massivos influxos de capitais. E esses efeitos poderão ser ainda maiores se os influxos forem, principalmente, de curto prazo – do tipo *hot money*.

A fim de combater os efeitos negativos dos influxos de capitais, o México adotou a partir de 1989 uma série de políticas, entre as quais: privatização de empresas públicas; esterilização monetária; limite ao endividamento externo dos bancos comerciais; e flexibilização da política cambial.

– A Política de Esterilização

Com o objetivo de controle da demanda agregada e combate à inflação, a política monetária foi conduzida de forma a atenuar o impacto das entradas de capital sobre a liquidez da economia. Sendo assim, o Banco Central mexicano comprava as divisas – o que resultou em um aumento das reservas internacionais – e colocava títulos públicos a fim de enxugar o excesso de liquidez provocado pela monetização da entrada dos capitais externos.

Entretanto, como consequência, houve uma tendência ao aumento do déficit fiscal à medida que o Banco Central colocava

títulos no mercado doméstico a taxas de juros mais altas do que as que incidiam sobre as reservas internacionais, o que acabava onerando o serviço da dívida pública interna.

Além disso, a manutenção de elevadas taxas de juros – o que mantinha o diferencial entre as taxas doméstica e internacional – em um contexto de expectativas favoráveis sobre a evolução da economia mexicana, continuou atraindo novos fluxos de capitais externos, exigindo esforços adicionais de esterilização.⁴⁶

Entre dezembro de 1989 e outubro de 1993 os ativos internacionais líquidos do Banco do México expandiram-se em cerca de US\$ 15 bilhões, enquanto o crédito interno registrou uma redução de US\$ 12 bilhões – como resultado dos superávits públicos e das operações de mercado aberto por parte do Banco Central.

O processo de privatização de empresas estatais também contribuiu para a esterilização dos efeitos da entrada de capitais.⁴⁷ Os recursos obtidos com a venda das empresas foram depositados no Fundo de Contingência e, posteriormente, utilizados para amortizar a dívida pública.

– O Limite ao Endividamento Externo dos Bancos

Como já foi dito, entre 1990 e 1991 os bancos comerciais emitiram certificados de depósitos de curto prazo denominados em dólares. Apesar de as condições das emissões terem sido cada vez mais favoráveis, o montante do endividamento e o risco inerente aos passivos em moeda estrangeira tornaram-se preocupantes.

Por essa razão, as autoridades monetárias decidiram introduzir um coeficiente de liquidez para a captação em moeda estrangeira por parte das filiais dos bancos comerciais no exterior. O objetivo era reduzir a entrada de capitais externos a fim de evitar seus impactos sobre o nível de preços.

Apesar das medidas adotadas, o passivo em moeda estrangeira dos bancos comerciais continuou aumentando, sendo que em apenas três meses – de dezembro de 1991 a março de 1992 – expandiu-se em 10%. Sendo assim, as autoridades monetárias passaram a limitar a participação do passivo em moeda estrangeira no passivo total a um máximo de 10%, mantendo a

46 Dados os prováveis custos fiscais, é difícil defender decisivamente a intervenção com esterilização, a não ser que os países exibam uma sólida situação fiscal e que se espere que os fluxos de capital sejam de curta duração.

47 Alguns países foram além, revendo sua posição quanto à abertura da conta de capitais, tentando interferir na composição dos influxos, de forma a compatibilizá-los aos objetivos de crescimento econômico a longo prazo. O Chile e Israel, por exemplo, estabeleceram mecanismos de intervenção visando desincentivar a entrada de capitais especulativos e *funding* de curto prazo que não contribuem, necessariamente, para o investimento produtivo.

exigência de um coeficiente de liquidez de 15%. Esse coeficiente deveria ser colocado sob a forma de instrumentos líquidos, de risco baixo ou nulo, de tal forma que ante uma eventual retirada de depósitos o banco atingido pudesse recorrer em primeira instância a uma fonte de moeda estrangeira distinta das reservas internacionais.

- A Utilização de uma Política Cambial Flexível

A partir de novembro de 1991 foi abolido o regime dual de câmbio.⁴⁸ Além disso, ampliou-se a banda dentro da qual o câmbio flutuava. Determinou-se que o teto da banda continuaria sofrendo desvalorizações diárias de 20 centavos de dólar, enquanto o piso manter-se-ia fixo. Apesar da ampliação da banda, a cotação de mercado do câmbio desvalorizou-se menos do que o teto da banda. A partir de outubro de 1992 as desvalorizações diárias passaram de 20 a 40 centavos de dólar, a fim de conferir maior flexibilidade à taxa de câmbio. Com isso, reduziu-se a necessidade de intervenção do Banco do México no mercado cambial.

A maior flexibilidade da taxa de câmbio pode colaborar para desincentivar a entrada de capitais de curto prazo – do tipo especulativo, altamente voláteis –, já que com a ampliação da banda de variação aumenta também o risco cambial para os investidores estrangeiros.

• Uma Comparação com a Experiência Asiática⁴⁹

Nos países asiáticos os fatores externos foram muito menos importantes do que os fatores domésticos na atração dos capitais externos. Apesar de alguns resultados macroeconômicos, como aumento do superávit da conta de capitais, acumulação de

48 A evolução da política cambial mexicana deu-se a partir das seguintes etapas: a) de 1954 a agosto de 1976 – prevaleceu um regime de câmbio fixo na cotação de 12,50 pesos por dólar; b) de setembro a dezembro de 1976 – regime de câmbio flutuante; c) de dezembro de 1976 a agosto de 1982 – deslizamento controlado do peso com uma desvalorização importante em fevereiro de 1982, de 26 para 45 pesos por dólar; d) agosto de 1982 – desvalorização brusca para 95 pesos por dólar, seguida de um regime de câmbio flutuante até alcançar 120 pesos por dólar; e) de 1º de setembro de 1982 a dezembro de 1982 – foi estabelecido um regime dual de câmbio e deslizamento controlado, com imposição de rigorosos controles de câmbio; f) de dezembro de 1982 a dezembro de 1987 – continuou o regime dual de câmbio e de deslizamento controlado, mas com flexibilização dos controles do câmbio. Desvalorização discreta – a taxa de câmbio livre passou de 245,42 para 347,50 pesos por dólar – e aceleração da velocidade de deslizamento controlado a partir de agosto de 1985; g) de dezembro de 1987 a fevereiro de 1988 – continuou o regime dual e se estabeleceu a taxa de câmbio com flutuação controlada com o início do Pacto de Solidariedade Econômica; h) de fevereiro de 1988 a janeiro de 1989 – continuou o regime dual, mas a taxa de câmbio controlada foi fixada em 2,26 pesos por dólar; i) janeiro de 1989 a novembro de 1991 – prosseguiu o regime dual e o deslizamento controlado. De janeiro de 1989 a maio de 1990 observou-se uma desvalorização diária de um peso nas taxas de câmbio livre e controlada, de maio a novembro de 1990 a desvalorização diária foi de 80 centavos, de novembro de 1990 a novembro de 1991, essa foi de 40 centavos por dólar; j) de novembro de 1991 a outubro de 1992 – eliminação do regime dual com a abolição dos controles de câmbio, a desvalorização diária foi de 20 centavos por dólar; k) de outubro de 1992 a dezembro de 1994 – desvalorização diária de 40 centavos por dólar, reforma monetária que elimina três zeros da moeda. Fixa-se uma banda de flutuação da taxa de câmbio. Ver Além (1996, Cap. I) e Gurriá (1994).

49 Ver Calvo (1993a) e Corbo e Hernández (1994).

reservas internacionais, aumento dos preços das ações e aceleração do crescimento econômico, serem similares na América Latina e na Ásia, há diferenças importantes [Calvo (1993b) e Baer (1995)]. A apreciação cambial é mais comum nos países latino-americanos. Isso pode ser explicado, em grande medida, pelas diferenças na composição da demanda agregada entre as duas regiões.

Nos países asiáticos, a participação dos investimentos no PIB aumentou em cerca de três pontos percentuais durante o período de influxos de capitais. Nos países latino-americanos, por sua vez, em média, os investimentos caíram – de fato, os influxos durante o período 1990/92 estiveram associados, principalmente, a níveis mais altos de consumo. No México, particularmente, houve algum aumento do investimento, entretanto, os níveis de formação bruta de capital fixo ficaram significativamente abaixo dos atingidos na década de 70. A taxa de investimento mexicana tem permanecido, basicamente, entre 20% e 22% do PIB (Tabela 4), significativamente abaixo das verificadas nas economias asiáticas, que investem cerca de 30% do PIB.

Outra razão para a apreciação cambial é o descontrole monetário resultante do influxo de capitais. As políticas de esterilização têm sido pouco eficientes no controle da expansão do crédito doméstico em alguns países da América Latina. No que diz respeito aos países asiáticos, a experiência é heterogênea. Em alguns países como Malásia, as agressivas operações de mercado aberto que caracterizaram os esforços para esterilizar tiveram o efeito de aumentar as taxas de juros e, conseqüentemente, de atrair maiores influxos de capitais de curto prazo. Em outros países, como Cingapura, há evidências de que as políticas de esterilização tenham tido mais sucesso no limite à expansão do crédito e dos agregados monetários. Se a aceleração no crescimento do crédito é limitada com sucesso, a demanda agregada é controlada e a pressão nos preços dos *non-tradeables* é evitada.

Quanto à composição dos influxos de capitais, entre 1991 e 1993 os investimentos externos diretos tinham participação de cerca de 70% no total dos influxos aos países asiáticos, enquanto no México a participação dos IEDs no total restringiu-se a 20% e na América Latina como um todo, a 35% (Tabela 13). Essa diferença pode ajudar a explicar por que a preocupação com o *hot money* e com uma súbita reversão dos influxos é maior nos países latino-americanos do que nos asiáticos.

3.2.3. Principais Resultados

O retorno do México ao mercado financeiro internacional deu-se na metade de 1989 e levou a significativos superávits na conta de capitais do balanço de pagamentos – o que viabilizou a manutenção de crescentes déficits em conta corrente e, ao mesmo

tempo, a acumulação de reservas internacionais.⁵⁰ Isso ocorreu em um contexto internacional de queda das taxas de juros, o que aumentou a rentabilidade relativa dos chamados “mercados emergentes”.

Para combater os possíveis efeitos inflacionários dos influxos, o país adotou uma política de esterilização dos efeitos monetários das operações cambiais. Além disso, adotou-se uma política cambial mais flexível e estabeleceram-se limites aos níveis de endividamento externo dos bancos comerciais. A adoção de um sistema de bandas cambiais tinha como objetivo, por um lado, dar maior flexibilidade à taxa de câmbio permitindo que se adaptasse parcialmente à maior oferta de capitais e, por outro, estender a banda de forma a aumentar o risco cambial, numa tentativa de desincentivar influxos de capitais de curto prazo.

Para os propósitos da política monetária, esse sistema cambial – com evolução controlada da taxa nominal – implicava uma oferta monetária endógena determinada pelo crédito doméstico e pelo balanço de pagamentos. Sendo assim, o principal instrumento de política monetária disponível para as autoridades monetárias passou a ser o controle do crédito doméstico, com as taxas de juros adaptando-se livremente à taxa de câmbio.

No México, os grandes influxos de recursos externos estiveram associados a crescentes déficits em conta corrente – que foram usados, principalmente, para financiar o aumento do consumo – e a um movimento de apreciação cambial. Refletindo uma tendência internacional, os fluxos de IED também recuperaram-se mas apenas numa pequena proporção dos investimentos estrangeiros totais: a participação do investimento externo direto caiu de 74% em 1988 para 14% em 1993. As taxas de crescimento econômico observadas resultaram, principalmente, do aumento do nível de utilização da capacidade instalada. O México, com taxas médias de crescimento de 3% a.a. – no período 1990/94 –, cresceu em ritmo bem mais modesto que o Chile ou que as economias asiáticas, em que 6% a.a. é a taxa usual de crescimento.

Para atrair capitais externos, o México flexibilizou ainda mais as condições para os investidores estrangeiros a partir da nova lei de 1993. Entretanto, para que os capitais externos contribuam para o crescimento a médio e longo prazos é essencial a manutenção de estabilidade macroeconômica que sirva de base aos esforços para mudar os padrões de produção e melhorar a competitividade internacional.

50 O México tinha a conta de capitais aberta desde 1988. Em 1991/92 o governo retirou as restrições à saída de capitais que haviam sido impostas à época da crise de 1982. Ver Banco Mundial (1993).

4. Considerações Finais

O principal resultado da liberalização comercial combinada às novas condições macroeconômicas, marcadas por uma progressiva apreciação do peso, foi o aumento drástico das importações manufatureiras que se refletiu em maiores déficits comerciais e, conseqüentemente, em um crescente déficit em conta corrente. Esse último foi financiado em 1988 com reservas, em 1989 e 1990 com privatizações e a partir de 1990 com massivas entradas de capitais, influenciadas pela perspectiva do Nafta e pela queda das taxas de juros dos Estados Unidos.

As exportações industriais cresceram aceleradamente aumentando sua participação de 21% do total das mercadorias exportadas em 1981 para 71,3% em 1994. Essa tendência a uma especialização industrial maior no padrão de exportações se deu a partir de uma crescente especialização em uma série de atividades em que a vantagem comparativa antes da crise da dívida não apenas era baixa, mas até mesmo inferior à média da indústria manufatureira. Dentre essas atividades, destacam-se as indústrias automobilística e de vidro, o conjunto de indústrias químico-petroquímicas e várias atividades da indústria eletroeletrônica.

Quase a metade do aumento das exportações não-petrolíferas entre 1982 e 1988 veio de setores sujeitos a programas setoriais especiais: o automobilístico e o de computadores. Nesses casos, a principal causa do rápido crescimento das exportações parece ter sido uma favorável combinação de fatores internacionais e da política industrial em fins dos anos 70 e início dos anos 80. A preocupação nacional com o aumento da competitividade e com o desempenho das exportações estava em harmonia com as estratégias internacionais das empresas estrangeiras. Além dos fatores já citados, as fortes desvalorizações reais do peso em 1982/83 e 1986/87 e a retração do mercado doméstico – que levou à busca de mercados externos de forma a compensar o declínio das vendas – também explicam a expansão das exportações não-petrolíferas.

O novo padrão de especialização da indústria mexicana pode parecer melhor do que aquele que predominou até fins da década de 70, pois implicou um viés em direção a atividades – com elevada participação de capital estrangeiro – de maior dinamismo tecnológico e geradoras de produtos com alto valor unitário. Entretanto, deve-se ressaltar a relativa debilidade do setor de bens de capital – principalmente do segmento de máquinas-ferramentas –, que demonstra que a reestruturação mexicana não fortaleceu o parque produtor de tais bens que prosseguem relativamente pequenos. Além disso, o dinamismo exportador foi acompanhado por um significativo aumento da participação das importações manufatureiras no total importado da economia e

um explosivo aumento do coeficiente da participação do déficit comercial no PIB. Esses resultados refletem, em um contexto de rápida liberalização das importações e sobrevalorização do peso, a diminuição da demanda por insumos domésticos por parte do setor industrial, com perdas de valor agregado e de encadeamentos para trás, e significativos efeitos negativos no potencial do setor de difundir progresso técnico, aumentar o crescimento econômico e gerar empregos. A situação foi agravada pela manutenção de altas taxas de juros reais que limitaram significativamente as decisões de investimento – principalmente em relação aos *tradeables* – e o desenvolvimento tecnológico.

De fato, a principal preocupação com relação à experiência de reconversão industrial no México tem sido a resposta insuficiente ao problema do déficit da balança comercial originado pelo processo de ajuste. Com isso, a estratégia de liberalização passou a ser crescentemente dependente de recursos externos para financiar o déficit em conta corrente originado pelas manufaturas e pelo setor privado. A necessidade de financiar o déficit em conta corrente tem sido uma condição estrutural da economia mexicana desde os anos 40 que se acentuou desde a implementação da estratégia de liberalização, particularmente na indústria. De fato, a política industrial e os programas para promover as exportações não têm sido capazes de compensar o impacto negativo na indústria causado pelo ajuste macroeconômico.

O acúmulo de déficits em conta corrente insustentáveis – que atingiu a cifra de US\$ 28 bilhões em 1994 –, financiados por volumosos influxos de capitais altamente voláteis, foi a principal causa da crise do peso mexicano de dezembro de 1994.

O financiamento desses crescentes déficits no início dos anos 90 foi viabilizado pelo retorno do México ao mercado financeiro internacional, que se refletiu em significativos superávits na conta de capitais do balanço de pagamentos. Isso ocorreu em um contexto internacional de queda das taxas de juros internacionais *vis-à-vis* as taxas vigentes em países em desenvolvimento submetidos a programas de estabilização, o que aumentou a rentabilidade relativa dos chamados “mercados emergentes”. De fato, o influxo de capitais deveu-se mais a fatores externos do que decorreu de medidas de política econômica por parte do governo mexicano.

No México, os grandes influxos de recursos externos estiveram associados a crescentes déficits em conta corrente, que foram usados, principalmente, para financiar o aumento do consumo, e a um movimento de apreciação cambial. A maior parte dos capitais externos que entraram no México foi de investimento de *portfólio*, cuja volatilidade e potencial de instabilidade ficaram óbvios na explosão da crise do peso em dezembro de 1994.

A elevada apreciação real da moeda, associada à estratégia de desinflação – com um ajuste do câmbio significativamente abaixo da inflação, sem maiores preocupações quanto ao impacto sobre a competitividade das exportações –, levou o México a uma posição crítica. A manutenção de altas taxas reais de juros, visando sustentar o influxo de capitais, e a dolarização foram paliativos de curto prazo que acabaram por aumentar a vulnerabilidade e agravaram a crise.

O processo de abertura comercial da forma como foi conduzido – a partir de uma liberalização abrupta das importações combinada com a valorização do peso mexicano – parece não ter sido capaz de se constituir em uma estratégia de desenvolvimento para a economia mexicana. A discussão em torno da política industrial esteve sempre subordinada às prioridades macroeconômicas. No período que vai de 1988 a 1994, observa-se uma falta de coerência entre a estratégia macroeconômica e os objetivos de mudança estrutural com vistas a uma inserção competitiva da indústria mexicana em nível internacional. Como se viu, as primeiras e cautelosas tentativas para enfrentar os problemas do setor manufatureiro foram implementadas com uma defasagem de pelo menos cinco anos, perdendo grande parte dos benefícios potenciais da liberalização das importações.⁵¹

A estratégia de liberalização sugere uma incompatibilidade com a industrialização orientada para as exportações. A política industrial e os programas para promover as exportações não têm sido capazes de compensar o impacto negativo na indústria causado pelo ajuste macroeconômico.

Parece haver espaço para maior intervenção do Estado na economia mexicana. Um conjunto sistemático de medidas de política econômica não tem que se vincular necessariamente a uma nova forma de “estatismo”. Algumas experiências internacionais de crescimento sugerem – principalmente no que diz respeito às economias do Leste Asiático – que não existem nem a “planificação perfeita”, nem a “liberalização absoluta” [Casar e Clavijo (1994)].

Na Coréia, por exemplo, a industrialização com orientação para o mercado externo baseou-se numa política industrial com ênfase setorial, em que a antecipação e o planejamento refletiam-se em um conjunto de medidas – incentivos financeiros, fiscais, racionamento de crédito, gastos do governo, liberalização do câmbio e importações, por exemplo – que convergiam coerentemente para metas preestabelecidas [Moreira (1993)]. De fato, existe uma grande responsabilidade por parte de instituições governamentais de promover condições e incentivos para o cres-

51 A liberalização das importações permite o acesso a insumos e equipamentos internacionais, favorecendo o processo de modernização da planta doméstica. Além disso, o crescimento da concorrência obriga os produtores a buscar um contínuo aumento da competitividade de seus produtos.

cimento, particularmente no que diz respeito ao incentivo ao aumento dos investimentos e, se necessário, à criação de programas específicos de fomento às exportações, à geração de emprego e ao aumento de capacitação tecnológica [Possas (1995)].

Anexo

Tabela 1
Evolução dos Indicadores da Política Comercial – 1981/92

(Em %)

Anos	Produção Interna Sob		Tarifa		Número de Tarifas
	Permissão de Importação	Preços Oficiais	Média	Máxima	
1981	64,0	13,4	22,8	ND	ND
1983	ND	ND	ND	ND	ND
1984	92,2	18,7	23,5	ND	ND
1985	47,1	25,4	28,5	100,0	10
1986	39,8	18,7	24,5	50,0	11
1987	25,4	0,6	11,8	40,0	5
1988	21,3	-	10,2	20,0	3
1989	19,8	-	12,5	20,0	3
1990	17,9	-	12,4	20,0	3
1991	-	-	12,0	20,0	3
1992	-	-	12,0	20,0	3

Fonte: Agosin e Ffrench-Davis (1993).

Tabela 2
Principais Indicadores Externos da Indústria Mexicana – 1980/94

Anos	Exportações			Importações			Saldo Comercial		Investimento Externo Direto
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(4)	(5)	(6)	
1980	-9,3	25,8	3,8	30,7	87,9	14,9	-13,5	-31,5	1,5
1981	-0,6	21,2	3,2	18,5	89,1	15,2	-18,2	-33,7	2,0
1982	-2,4	17,2	4,3	-39,5	90,9	12,5	-8,0	-22,1	1,3
1983	62,0	25,5	7,7	-44,4	79,8	10,1	-1,9	-6,2	1,4
1984	29,6	30,3	7,8	25,2	82,9	10,3	-2,7	-6,8	1,0
1985	-4,0	31,2	6,7	20,3	87,4	11,3	-5,3	-12,4	1,4
1986	23,9	53,9	11,7	-4,0	81,1	15,1	-2,9	-9,3	1,7
1987	18,4	52,2	12,5	5,0	91,1	15,0	-2,4	-6,7	1,8
1988	18,6	61,0	11,4	46,5	90,1	16,5	-6,7	-14,2	1,7
1989	3,4	58,6	11,2	23,5	91,1	18,8	-11,1	-22,0	2,0
1990	7,6	56,1	11,5	21,6	92,6	21,0	-15,5	-28,0	2,2
1991	6,2	62,5	11,2	21,2	93,9	22,2	-20,9	-32,8	4,6
1992	5,9	64,0	10,9	23,6	93,6	24,8	-29,6	-42,4	4,4
1993	18,1	68,7	-	1,9	93,0	-	-24,5	-	4,9
1994	7,0	71,3	-	0,8	94,2	-	-26,7	-	-

Fonte: Peters (1995).

Notas: 1) Taxa de crescimento percentual anual.
2) Participação percentual no total da economia.
3) Coeficiente de exportação (exportação/produto).
4) Coeficiente de importação (importação/produto).
5) Em US\$ milhões.
6) Saldo da balança comercial/PIB.

Tabela 3a
Evolução dos Setores da Indústria Mexicana - 1988/92

	<i>PIB^a</i>	<i>Intensidade do Capital</i>
Grupo I	10,4	0,3
Subgrupo I-A	14,7	0,7
Automóveis	22,8	0,7
Petroquímica Básica	9,6	2,1
Cerveja e Malte	7,5	0,4
Vidros e Derivados	7,5	0,3
Aparelhos Elétricos	6,9	0,3
Subgrupo I-B	8,0	0,1
Frutas e Legumes	11,3	0,1
Bebidas Alcoólicas	10,9	0,2
Móveis Metálicos	9,0	0,1
Metálicos Estruturais	8,9	0,1
Aparelhos Eletrônicos	8,8	0,2
Eletrodomésticos	8,2	0,1
Máquinas e Aparelhos Elétricos	7,6	0,1
Sabões, Detergentes e Cosméticos	7,6	0,2
Carnes e Láceos	7,5	0,1
Motores e Acessórios para Automóveis	7,2	0,1
Outros Produtos Alimentares	6,9	0,1
Agricultura	0,9	-
Produtos Minerais	1,2	0,4
Indústria	4,9	0,2
Serviços	3,7	0,1
Total	3,6	0,1

Fonte: Peters (1995).

^aTaxa de crescimento média anual.

Tabela 3b
Evolução dos Setores da Indústria Mexicana – 1988/92

	<i>PIB^a</i>	<i>Intensidade do Capital</i>
Grupo II	4,5	0,2
Subgrupo II-A	4,0	0,9
Produtos Farmacêuticos	5,5	0,6
Química Básica	4,8	1,2
Cimento	4,1	1,3
Produtos de Óleos	3,5	0,2
Resinas Sintéticas e Fibras Artificiais	3,2	0,6
Petróleo e Derivados	2,9	1,8
Subgrupo II-B	4,7	0,1
Outras Indústrias Manufatureiras	6,5	0,1
Refrescos e Águas Gasosas	5,7	0,1
Artigos de Plástico	4,8	0,1
Outros Produtos Químicos	4,6	0,2
Editorial e Gráfica	4,5	0,1
Vestuário	4,5	0,0
Outros Metálicos, Exceto Máquinas	4,4	0,1
Produtos Minerais Não-Metálicos	4,4	0,1
Outras Indústrias Têxteis	4,1	0,0
Máquinas e Equipamentos Não-Elétricos	4,1	0,2
Azeites e Graxas Comestíveis	4,0	0,2
Alimentos para Animais	3,3	0,0
Agricultura	0,9	–
Produtos Minerais	1,2	0,4
Indústria	4,9	0,2
Serviços	3,7	0,1
Total	3,6	0,1

Fonte: Peters (1995).

^aTaxa de crescimento média anual.

Tabela 3c
Evolução dos Setores da Indústria Mexicana - 1988/92

	PIB ^a	Intensidade do Capital
Grupo III	-0,5	0,2
Subgrupo III-A	0,3	0,7
Ferro e Aço	2,3	1,2
Papel e Papelão	1,5	0,4
Café	-1,0	0,2
Adubos e Fertilizantes	-7,4	0,4
Subgrupo III-B	-1,0	0,1
Tabaco	1,9	0,1
Outros Produtos de Madeira e de Cortiça	0,8	0,0
Açúcar	0,5	0,2
Moagem de Trigo	0,3	0,1
Metais Não-Ferrosos	-0,3	0,2
Couros e Calçados	-1,2	0,0
Serraria	-2,7	0,0
Equipamento e Material de Transporte	-9,0	0,1
Agricultura	0,9	-
Produtos Minerais	1,2	0,4
Indústria	4,9	0,2
Serviços	3,7	0,1
Total	3,6	0,1

Fonte: Peters (1995).

^aTaxa de crescimento média anual.

Tabela 4
Principais Indicadores Macroeconômicos do México - 1980/94

Anos	PIB (1)		Emprego (2)	Salários Reais (3)	Taxa de Investimento (4)			Inflação (5)	Taxa de Juros (6)	Déficit Público Operacional (7)	Câmbio Real (8)
	Total	Per capita			Pública	Privada	Total				
1980	8,2	5,4	14,7	100,0	10,7	14,1	24,8	29,8	28,1	3,6	88,8
1981	8,8	6,1	6,2	106,4	12,1	14,3	26,4	27,9	33,4	10	75,8
1982	-0,6	-3,0	-0,3	99,7	10,2	12,3	23,0	59,0	57,7	5,5	111,2
1983	-4,2	-6,5	-2,3	81,5	6,6	11,0	17,5	101,9	54,0	-0,4	119,5
1984	3,6	1,2	2,3	80,5	6,6	11,3	17,9	65,5	49,3	0,3	101,5
1985	2,6	0,5	2,2	80,9	6,6	12,5	19,1	57,7	75,0	0,8	102,0
1986	-3,7	-5,5	-1,4	78,6	6,5	12,9	19,5	86,2	105,2	2,4	135,2
1987	1,9	0,0	1,1	73,9	5,2	13,2	18,4	131,8	135,5	-1,8	124,2
1988	1,2	-0,2	0,9	72,1	5,0	14,2	19,3	114,2	51,5	3,6	100,0
1989	3,3	1,9	1,3	73,1	4,8	13,3	18,2	20,0	39,7	1,7	96,5
1990	4,5	3,2	0,9	73,5	4,9	13,7	18,6	26,7	26,1	-2,3	89,7
1991	3,6	2,4	2,6	76,7	4,6	14,9	19,5	22,7	17,4	-2,7	80,6
1992	2,8	1,4	0,4	83,2	4,2	16,6	20,8	15,5	17,4	-3,6	73,8
1993	0,7	-1,5	-1,9	87,0	3,3	16,6	20,7	9,8	11,7	-1,9	71,0
1994	3,5	-	-	89,3	3,5	-	-	6,9	-	-0,4	-

Fonte: Peters (1995) e Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, de 1994, Inegi.

Notas: 1) Taxas percentuais de variação real anual.

2) Taxas percentuais de variação anual.

3) Índice real, 1980 = 100.

4) FBCF/PIB.

5) Variações anuais do Índice Nacional de Preços ao Consumidor.

6) Taxa dos Cetes de três meses.

7) DPO/PIB.

8) Índice real, 1988 = 100.

Tabela 5
Principais Indicadores Econômicos da Indústria Mexicana – 1980/93

Anos	PIB		NUC	FBCF		Produtividade (3)		Emprego		Salários Reais
	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	Trabalho (1)	Capital (1)	(1)	(2)	(1)
1980	6,6	22,1	-	-19,3	43,0	0,1	1,9	6,6	12,0	-9,2
1981	6,4	21,7	-	43,3	47,5	1,6	-3,4	4,8	11,9	4,3
1982	-2,7	21,2	58,2	25,0	59,2	-0,7	-14,1	-2,0	11,7	-4,3
1983	-7,8	20,4	52,4	-39,0	55,7	-0,8	-10,0	-7,1	11,1	-17,8
1984	5,0	20,7	57,9	-54,2	30,9	2,9	10,4	2,1	11,1	-2,3
1985	6,1	21,4	63,2	37,3	37,4	2,8	9,2	3,2	11,2	1,0
1986	-5,3	21,0	62,8	-18,4	34,2	-3,4	-0,6	-1,9	11,1	-1,2
1987	3,0	21,3	68,7	-14,5	20,8	2,0	9,4	1,1	11,1	-4,0
1988	3,2	21,7	75,8	-7,2	21,0	3,1	10,3	0,1	11,0	6,8
1989	7,2	22,5	85,9	19,3	30,0	4,6	13,3	2,5	11,2	1,6
1990	6,1	22,8	98,3	-22,1	24,1	5,3	14,4	0,7	11,1	1,3
1991	4,0	22,9	100,7	83,7	31,9	4,5	2,5	-0,5	10,8	6,2
1992	2,3	22,8	99,3	12,6	35,7	4,4	-1,4	-2,1	10,5	9,4
1993	-1,5	22,4	-	-	-	-	-	-7,2	-	4,4

Fonte: Peters (1995).

Notas: 1) Taxa de crescimento percentual anual.
2) Participação percentual no total da economia.
3) a) PIB/emprego.
b) PIB/estoque líquido de capital.

Tabela 6
Evolução dos Empréstimos ao Setor Privado – 1982/92

Anos	(Em % do Total)		
	Bancos Comerciais	Bancos de Desenvolvimento	Banco do México
1982	86,0	12,9	1,1
1983	78,5	19,6	1,6
1984	77,5	21,3	1,2
1985	75,6	23,1	1,3
1986	73,4	24,7	2,0
1987	74,4	23,7	1,9
1988	75,6	23,2	1,2
1989	84,0	15,3	0,8
1990	89,3	10,1	0,5
1991	91,2	8,4	0,4
1992	90,9	8,7	0,4

Fonte: Rojas-Suarez (1994).

Tabela 7
Agregados Monetários e Instrumentos Financeiros - 1980/92

(Em % do PIB)

<i>Anos</i>	<i>M3</i>	<i>M4</i>	<i>Inst. C. P.</i>	<i>Inst. L. P.</i>
1980	28,7	31,3	17,7	-
1981	32,2	33,9	21,5	-
1982	36,0	37,2	25,7	-
1983	31,8	34,1	23,8	-
1984	32,9	35,3	25,0	1,4
1985	30,0	33,3	22,5	1,8
1986	36,0	41,2	28,2	2,8
1987	38,2	43,7	30,9	2,8
1988	31,3	34,4	25,6	1,2
1989	36,0	39,9	29,8	2,4
1990	37,6	43,2	30,3	4,3
1991	36,8	44,8	24,1	7,5
1992	36,9	45,6	24,4	8,2

Fonte: Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, Inegi, 1994.

Tabela 8
Indicadores da Bolsa Mexicana - 1980/93

<i>Anos</i>	<i>Preços Reais na Bolsa Mexicana</i>		<i>Firmas Listadas na Bolsa</i>
	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>	
1980	100,0	100,0	259
1981	51,9	52,9	229
1982	23,4	24,1	206
1983	41,7	43,5	163
1984	41,6	43,8	160
1985	73,0	78,2	157
1986	165,1	183,3	155
1987	159,7	167,7	190
1988	149,3	168,4	203
1989	246,4	295,8	203
1990	292,0	361,7	199
1991	542,0	691,4	209
1992	576,7	758,6	195
1993	777,3	1.053,0	190

Fonte: Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, Inegi, 1994 e IFC.

Notas: 1) Deflator: índice de preços ao consumidor.

2) Deflator: índice de preços ao produtor.

Tabela 9
Evolução dos Investimentos Estrangeiros - 1980/91

(Em %)

Anos	Países		IED (2)	Investimentos de Portfólio (2)
	Em Desenvolvimento (1)	Desenvolvidos (1)		
1980/85	26,4	73,6	-	-
1986	18,1	81,9	25,6	74,4
1987	18,8	81,2	45,5	54,5
1988	18,8	81,2	44,0	56,0
1989	15,2	84,8	34,9	65,1
1990	17,4	82,6	53,0	47,0
1991	24,9	75,1	28,9	71,1

Fonte: Barros (1993).

Notas: 1) Absorção do total dos IEDs mundiais.

2) Participação no total dos fluxos de investimentos mundiais.

Tabela 10
Evolução dos Fluxos Líquidos de Capital para a América Latina - 1977/93

Anos	América Latina e Caribe		México		Chile		Argentina	
	US\$ Bilhões	% do PIB	US\$ Bilhões	% do PIB	US\$ Bilhões	% do PIB	US\$ Bilhões	% do PIB
1977/81	29,4	4,5	8,2	5,1	2,6	12,7	1,9	2,0
1983/90	9,6	1,3	0,8	0,2	1,5	7,0	1,1	2,1
1990	18,2	1,7	10,7	4,4	3,1	10,2	1,2	-0,8
1991	37,3	3,3	21,9	7,6	1,4	4,2	3,3	1,8
1992	59,7	4,8	24,7	7,5	3,5	8,6	11,2	5,0
1993	64,2	4,9	28,5	8,3	2,8	6,4	10,0	4,1

Fonte: Devlin, French-Davis e Griffith-Jones (1994).

Tabela 11
Evolução de Indicadores Externos do México - 1980/94

Anos	Saldos		Comercial	IED (3)	Investimentos em Portfólio (3)	Reservas Internacionais (1)
	Conta de Capitais					
	(1)	(2)				
1980	-10,43	-5,37	-4,70	97,28	2,72	4,00
1981	-16,24	-6,53	-5,70	75,52	24,48	5,04
1982	-5,89	-3,42	8,70	74,62	25,38	1,83
1983	5,86	4,00	12,60	131,02	-31,02	4,93
1984	4,18	2,41	11,90	139,36	-39,36	8,13
1985	0,80	0,45	7,70	142,93	-42,93	5,81
1986	-1,37	-1,09	3,30	127,55	-27,55	6,79
1987	4,24	3,11	5,90	161,57	-61,57	13,72
1988	-2,38	-1,38	-0,90	74,23	25,77	6,59
1989	-5,82	-2,84	-4,10	90,04	9,96	6,86
1990	-7,45	-3,07	-6,30	43,86	56,14	10,27
1991	-14,89	-5,20	-13,40	27,20	72,80	18,10
1992	-24,80	-7,54	-23,00	19,61	80,39	19,26
1993	-23,39	-6,53	-18,90	14,70	85,30	25,34
1994	-28,00	-7,80	-22,30	-	-	5,00

Fonte: Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, Inegi, 1994.

Notas: 1) Em US\$ bilhões.

2) Em % do PIB.

3) Em % dos influxos de capitais totais.

Tabela 12
Evolução dos Índices de Preços - 1980/93 (1)

Anos	Tradeables (a)	Non-Tradeables (b)	Índice (a/b)
1980	100,0	100,0	100,0
1981	146,2	149,1	98,1
1982	286,1	278,4	102,8
1983	551,0	457,7	120,4
1984	908,9	684,7	132,7
1985	1484,6	1115,7	133,1
1986	3029,0	2050,7	147,7
1987	8248,4	4793,6	172,1
1988	12167,6	8638,0	140,9
1989	13680,2	12650,9	108,1
1990	15989,3	18470,9	86,6
1991	18591,6	22563,3	82,4
1992	20290,5	26059,4	77,9
1993	21453,9	28858,2	74,3

Fonte: Gurria (1994).

Nota: 1980 = 100.

Tabela 13
Evolução Comparada dos Indicadores de Investimento - 1975/93

Anos	Ásia ^a		América Latina ^b	
	FBCF (1)	IED (2)	FBCF (1)	IED (2)
1975/82	28,0	16,7	23,5	19,8
1983/90	29,3	50,6	19,8	98,0
1991/93	34,6	69,0	20,0	34,9

Fonte: Unctad (1995).

^aA Ásia inclui Hong Kong, Indonésia, Malásia, Coreia do Sul, Cingapura, Formosa e Tailândia.

^bA América Latina, por sua vez, inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela.

Notas: 1) Em % do PIB.

2) Em % dos influxos de capitais totais.

Gráfico 1
Evolução dos Saldos Comercial e em Conta Corrente - 1980/94

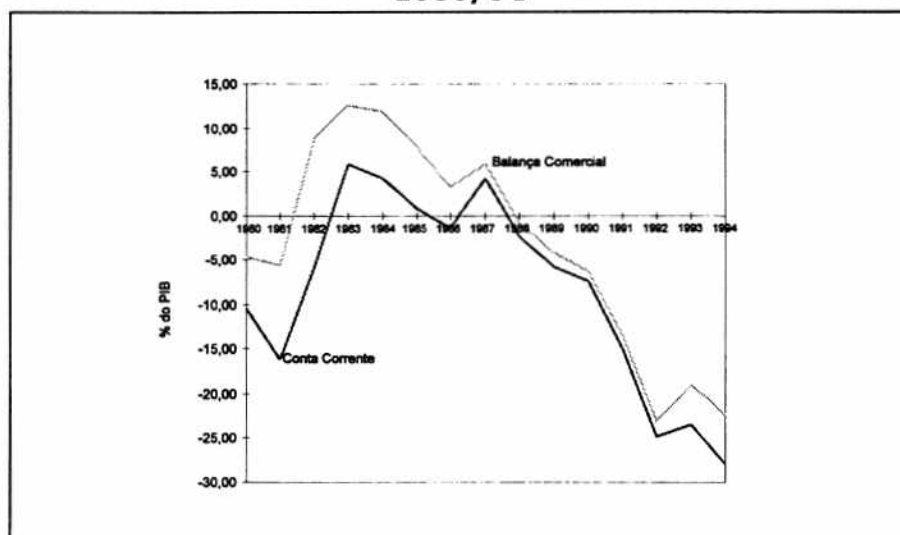
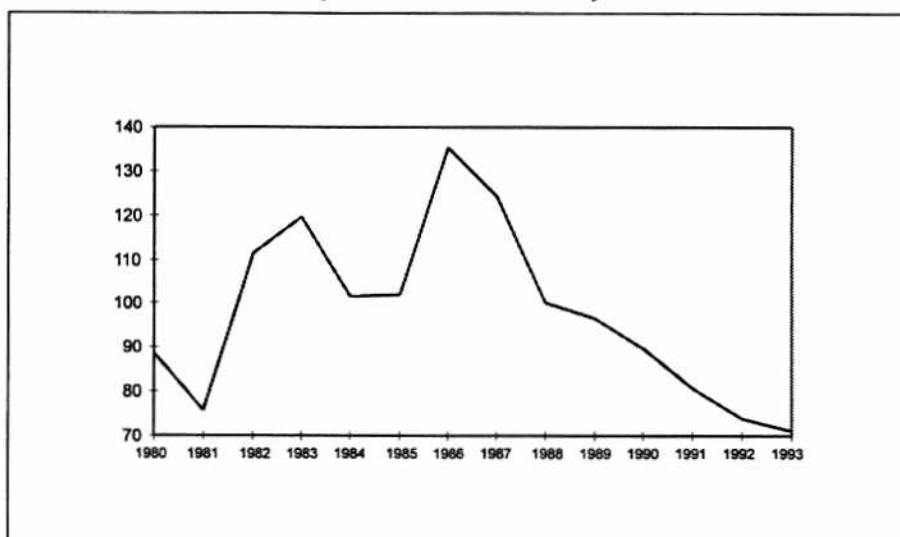


Gráfico 2
Evolução da Taxa de Câmbio Real Peso/Dólar - 1980/93
 (Base: 1988 = 100)



Referências Bibliográficas

- AGOSIN, M. R., FRENCH-DAVIS, R. La liberalización comercial en América Latina. *Revista de la Cepal*, v. 50, ago. 1993.
- AKYÜZ, Y. *Financial liberalization: the key issues*. Unctad, Mar. 1993a (Discussion Paper, 56).
- _____. *On financial openness in developing countries*. 1993b mimeo.
- ALÉM, A. C. D. de. *Abertura comercial e financeira no México nos anos 80: uma avaliação crítica*. IEI/UFRJ, mar. 1996 (Tese de Mestrado).
- ALIDE. *El papel de la banca de fomento en el contexto de la liberalización financiera: el caso de México*. 1992.
- ALMEIDA, H. *Financial liberalization and the role of the state in financial markets*. IPEA, 1995 (Texto para Discussão, 389).
- ANTEZANO, C. Liberalización financiera y desarrollo económico: consideraciones generales. In: Alide. *Liberalización financiera y banca de desarrollo*. 1993.
- ARREGUI, E. V. *Auge y declinación del proyecto fragmentario-exportador en la industria mexicana*. 1993.
- ASPE, P. *Economic transformation: the Mexican way*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1993.
- BAER, M. As restrições financeiras à retomada do desenvolvimento na América Latina. *Novos Estudos Cebrap*, n. 33, jul. 1992.
- _____. Financiamento do desenvolvimento: oportunidades e restrições. *Novos Estudos Cebrap*, n. 42, jul. 1995.
- BANCO MUNDIAL. *América Latina y el Caribe: diez años después de la crisis de la deuda*. 1993.
- BARROS, O. de. *Oportunidades abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90*. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira, Consórcio IE/Unicamp-IEI/UFRJ-FDC-Funcex, 1993 (Nota técnica temática do bloco "Condicionantes Internacionais da Competitividade").
- BIELSCHOWSKY, R., STUMPO, G. Empresas transnacionales y cambios estructurales en la industria de Argentina, Brasil, Chile y México. *Revista de la Cepal*, n. 55, abr. 1995.

BNDES. *Considerações sobre o financiamento do investimento em países selecionados: Japão, Alemanha, Itália e México*. Rio de Janeiro, 1992 (Textos para Discussão, 4).

BURKI, S. J., EDWARDS, S. *Latin America after México: quickening the pace*. The World Bank, June 1995.

CALVO, G. A., LEIDERMAN, L., REINHART, C. *Capital inflows to Latin America: the 1970s and the 1990s*. IMF, 1992 (Working Paper/92/85).

_____. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, v. 40, n. 1, IMF, Mar. 1993a.

_____. *The capital inflows problem: concepts and issues*. IMF, July 1993b (Paper on Policy Analysis and Assessment/93/10).

CANUTO, O. *Ajustamento estrutural e orientação exportadora: sobre as lições da Coréia do Sul e do México*. Unicamp, out. 1992 (Texto para Discussão, 12).

CASAR, J. I. El sector manufacturero y la cuenta corriente: evolución reciente y perspectivas. In: *La industria mexicana en el mercado mundial: elementos para una política industrial*. México: Fondo de Cultura, 1994a.

_____. *La industria mexicana a principios de los noventa*. Santiago de Chile: Cepal, 1995.

CASAR, J. I., CLAVIJO, F. Las restricciones al crecimiento de la economía mexicana y la necesidad de una política industrial para el fomento de la competitividad. In: *La industria mexicana en el mercado mundial: elementos para una política industrial*. México: Fondo de Cultura, 1994b.

CORBO, V., HERNÁNDEZ, L. *Macroeconomic adjustment to capital inflows: Latin American style versus East Asian style*. World Bank, Nov. 1994 (Policy Research Working Paper, 1377).

DEVLIN, R., FRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES. *Surges in capital flows and development: an overview of policy issues*. 1994, mimeo.

DIAZ-ALEJANDRO, C. F. Da repressão financeira à crise: experiências do Cone Sul. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 14, n. 3, dez. 1984.

DORNBUSCH, R. The case for trade liberalization in developing countries. *Journal of Economic Perspectives*, v. 6, n. 1, 1992.

-
- _____. As perspectivas do México. *Carta Econômica do Unibanco*, n. 7, out. 1995.
- DORNBUSCH, R., WERNER, A. *Mexico: stabilization, reform, and no growth*. 1994 (Brookings Papers on Economic Activity, I).
- ESPINOSA, E. S. México. In: Alide. *Liberalización financiera y banca de desarrollo*. 1993.
- FERREIRA JR., Hamilton de M. *Reestruturação industrial e inserção internacional: a liberalização conservadora, México - 1982/1992*. Campinas, 1994 (Tese de Doutorado).
- FFRENCH-DAVIS, R., TITELMAN, D., UTHOFF. International competitiveness and the macroeconomics of capital account opening. *Unctad Review*, 1994.
- FRENKEL, R., FANELLI, J., ROZENWURCEL, G. Growth and structural reform in Latin America: where we stand? In: *The market and the state in economic development in the 1990's*. 1992.
- FRENKEL, R., FANELLI, J. On gradualism, shock treatment and sequencing. In: United Nations. *International monetary and financial issues for the 1990's*, 1993.
- GURRIÁ, J. A. A reestruturação mexicana. In: FGV. *A economia mundial em transformação*. 1993, Cap. 5.
- _____. *Flujos de capital: el caso de México*. Cepal, 1994 (Serie Financiamiento del Desarrollo, 27).
- KATE, A. T. Structural adjustment in Mexico: two different stories. In: *Trade and growth: new dilemmas in trade policy*, 1995.
- KESSEL, G., SAMANIEGO, R. *Apertura comercial, productividad y desarrollo tecnológico: el caso de México*. Banco Interamericano de Desarrollo, 1992 (Documentos de Trabajo, 112).
- KREGEL, J. Capital flows: globalization of production and financing development. *Unctad Review*, 1994.
- LANDAU, E. Política de estabilização mexicana: 1982-1989. *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 44, out.-dez. 1991.
- LOPES, A. F. *México: o que deu errado? Os efeitos das reformas comerciais de 1985 e 1988*. Rio de Janeiro: FEA/UFRJ, mar. 1995.
- LUSTIG, N. México: da crise à recuperação. *RBCE*, n. 36, jul./ago./set. 1993.

-
- MATHIESON, D. J., ROJAS-SUAREZ, L. *Liberalization of the capital account: experience and issues*. IMF, 1992 (Working Paper/92/46).
- MEDEIROS, C. A., FIORI, J. L. *Crise e ajuste estrutural: a economia política das reformas e da estabilização na América Latina*. IEI/UFRJ, nov. 1992 (Texto para Discussão, 288).
- MOREIRA, M. M. *Government intervention and industrialization: the case of the republic of Korea*. IEI/UFRJ, Mar. 1993 (Texto para Discussão, 295).
- NUNEZ, W. P. *The internationalisation of the Mexican economy*. OCDE Development Centre, 1990.
- PEREIRA, L. C. B. A crise da América Latina: consenso de Washington ou crise fiscal? *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 21, n. 1, abr. 1991.
- PERROTINI, I. Estabilidad macroeconómica e inestabilidad monetaria: parturiunt montes, nascetur ridiculus mus. *Investigación Económica*, México, v. 212, abril-junio, 1995.
- PETERS, E. D. *De la industrialización orientada hacia las exportaciones a la industrialización orientada hacia las importaciones. Evolución de las manufacturas mexicanas, 1988-1994*. 1995.
- POSSAS, M. L. *Competitividade: fatores sistêmicos e política industrial, implicações para o Brasil*. 1995, mimeo.
- RINCÓN, A. M. *Regulación y supervisión de la banca en México*. 1992, mimeo.
- Rios, S. P. México: exame de experiência de liberalização comercial. *Digesto Econômico*, nov./dez. 1990.
- ROJAS-SUAREZ, L., WEISBROD, S. *Financial markets fragilities in Latin America: from banking crisis resolution to current policy challenges*. IMF, 1994 (Working Paper/94/117).
- ROS, J. *Mexico's trade and industrialization experience since 1960: a reconsideration of past policies and assessment of current reforms*. 1991.
- _____. O México nos anos 90: um novo milagre econômico? *RBCE*, n. 36, jul./ago./set. 1993.
- SCHADLER, S., CARKOVIC, M., BENNETT, A., KAHN, R. *Recent experiences with surges in capital inflows*. IMF, Dec. 1993 (Occasional Paper, 108).

SOUZA, F. E. P. de. Experiências de políticas de estabilização baseadas na âncora cambial. *RBCE*, n. 40, jul./ago./set. 1994.

THE ECONOMIST. *As finanças na América Latina*. Relatório Especial, *Gazeta Mercantil*, 20 de dezembro. 1995.

TURNER, P. *Capital flows in the 1980s: a survey of major trends*. BIS, Apr. 1991 (Economic Papers, 30).

UNCTAD. *Trade and Development Report (TDR)*. 1993.

_____. *Trade and Development Report*. 1994.

_____. *Trade and Development Report*. 1995.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 26 ANÁLISE COMPARATIVA DA COMPETITIVIDADE DA INDÚSTRIA MANUFATUREIRA BRASILEIRA (COM ÊNFASE NOS DETERMINANTES DO CUSTO DO TRABALHO) – Edward Amadeo – abril/95
 - 27 O FINANCIAMENTO À INFRA-ESTRUTURA E A RETOMADA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO SUSTENTADO – Márcio G. P. Garcia – junho/95
 - 28 RETROSPECTIVA E PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE SETORIAL – Armando Castelar Pinheiro – abril/95
 - 29 PRIVATIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA – Armando Castelar Pinheiro e Elena Landau – janeiro/95
 - 30 MODELO DE EQUILÍBRIO GERAL COMPUTÁVEL COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÔMICA: UMA ANÁLISE DE CÂMBIO X TARIFAS – Sheila Najberg, Francisco Rigolon e Solange Paiva Vieira – outubro/95
 - 31 UMA PROPOSTA DE ENGENHARIA FINANCEIRA PARA A FEDERALIZAÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA E DE ATIVOS ESTADUAIS – Fabio Giambiagi – novembro/95
 - 32 PROVISÃO PÚBLICA E PRIVADA DA INFRA-ESTRUTURA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – Andrew B. Bernard e Márcio Garcia – janeiro/95
 - 33 CENÁRIOS PARA AS CONTAS PÚBLICAS: 1995-2002 – Fabio Giambiagi – novembro/95
 - 34 LUCRATIVIDADE, DIVIDENDOS E INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS ESTATAIS: UMA CONTRIBUIÇÃO PARA O DEBATE SOBRE A PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL – Fabio Giambiagi e Armando Castelar Pinheiro – janeiro/96
 - 35 A CRISE FISCAL DA UNIÃO: O QUE ACONTECEU RECENTEMENTE? – Fabio Giambiagi – janeiro/96
 - 36 EVOLUÇÃO E CUSTO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO: 1981-1994 – Fabio Giambiagi – fevereiro/96
 - 37 JORNADA DE TRABALHO, SALÁRIOS E ABSORÇÃO DE MÃO-DE-OBRA NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA: 1981-1990 – André Urani – novembro/95
 - 38 EM BUSCA DAS LIGAÇÕES ENTRE INTERVENÇÃO ESTATAL E SUCESSO INDUSTRIAL – Maurício Mesquita Moreira – dezembro/95
 - 39 MODELOS DE GERAÇÃO DE EMPREGO APLICADOS À ECONOMIA BRASILEIRA – 1985/95 – Sheila Najberg e Solange Paiva Vieira – março/96
 - 40 NO QUE DEU, AFINAL, A PRIVATIZAÇÃO? – Armando Castelar Pinheiro – maio/96
 - 41 A RETOMADA DO CRESCIMENTO E O PAPEL DO BNDES – Francisco José Zagari Rigolon – maio/96
 - 42 AUTOGESTÃO: PROMESSAS E DESAFIOS – Paulo Faveret Filho/PARTICIPAÇÃO DOS TRABALHADORES NOS LUCROS DAS EMPRESAS – Renato Gonçalves – junho/96
 - 43 PRIVATIZAÇÃO NA INDÚSTRIA DE TELECOMUNICAÇÕES: ANTECEDENTES E LIÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO – Florinda Antelo Pastoriza – julho/96
 - 44 ESTIMATIVAS DO PRODUTO POTENCIAL, RELAÇÃO CAPITAL/PRODUTO E DEPRECIAÇÃO DO ESTOQUE DE CAPITAL – José Carlos Carvalho – julho/96
 - 45 ABERTURA COMERCIAL E REESTRUTURAÇÃO INDUSTRIAL NO BRASIL: DEVE O ESTADO INTERVIR? – Paulo Guilherme Correa – julho/96
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
Caixa Postal 1910
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-2615

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
Caixa Postal 1439
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-7909

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
Caixa Postal 469
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-5874

Escritórios**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Telex: (61) 1190 – Tel.: (061) 225-4350
Fax: (061) 225-5179

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-000 – São Paulo – SP
Telex: (11) 35568 – Tel.: (011) 251-5055
Fax: (011) 251-5917

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
Ed. Empresarial Center II
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (081) 465-7222
Fax: (081) 465-7861
