

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A RECENTE CRISE MEXICANA, E OS ANOS POSTERIORES

Eduardo Arroxellas Villela
Mat.: 9416388 - 2

Orientador : Márcio Garcia

Julho de 1998

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A RECENTE CRISE MEXICANA, E OS ANOS POSTERIORES

Eduardo Arroxellas Villela
Mat.: 9416388 - 2

Orientador : Márcio Garcia



Julho de 1998

“ Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor ”.

“ As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor ”

ÍNDICE

	Página
<u>Introdução</u>	3
<u>Capítulo I</u>	
ANO DE 1994	
1.1 O Ano da Crise	6
1.2 Atividade Econômica	7
1.3 Inflação	7
1.4 Setor Externo	8
1.5 Política Monetária e Cambial	10
<u>Capítulo II</u>	
ANO DE 1995	
2.1 O Ano do Ajuste	13
2.2 Atividade Econômica	14
2.3 Setor Externo	15
2.4 Política Monetária e Cambial	16
<u>Capítulo III</u>	
ANO DE 1996	
3.1 O Ano das mudanças das expectativas	19
3.2 Atividade Econômica	20
3.3 Setor Externo	21
3.4 Inflação	22
3.5 Política Monetária e Cambial	22
<u>Capítulo IV</u>	
ANO DE 1997	
4.1 O Ano do Crescimento	25
4.2 Atividade Econômica	26
4.3 Setor Externo	27
4.4 Política Monetária e Cambial	28

Capítulo V**ANO DE 1998**

5.1	O Ano da Consolidação	31
5.2	O Setor Externo	33
5.3	A Inflação	34
5.4	Política Monetária e Cambial	35

Capítulo VI**O MODELO DE ESTABILIZAÇÃO VIA CONTROLE CAMBIAL
E LIBERALIZAÇÃO DO COMÉRCIO**

6.1	A Sustentabilidade do “Modelo”	38
6.2	O Ciclo do Ajuste Sustentável	40
6.3	A Experiência Mexicana Recente	43

Capítulo VII**ABORDAGENS ALTERNATIVAS PARA AS CUSAS DA CRISE DE 1994**

7.1	Os Investimentos Financeiros no México	49
7.2	Determinantes do investimento	50
7.3	Algumas conclusões preliminares	51
7.4	Conclusões	54

<u>Conclusão</u>	55
-------------------------	----

<u>Bibliografia</u>	60
----------------------------	----

INTRODUÇÃO

Este trabalho procura analisar uma das crises mais acentuadas da economia mundial. É também material deste estudo, avaliar o andamento das medidas implementadas no período do pós-crise.

A crise no México, tratou-se de um momento histórico bastante conturbado, nitidamente marcado pela desconfiança dos investidores quanto a sustentabilidade das políticas praticadas. O período a ser analisado compreende o ano de 1994, intervalo em que as dificuldades políticas, econômicas, e sociais recrudesceram e culminaram com a fuga maciça de capitais obrigando o governo a uma flexibilização da política cambial. Dando prosseguimento à análise, caminhamos para os anos de 1995 e 1996, cuja característica marcante é a profunda retração econômica e a implementação de série de medidas procurando recompor a credibilidade nacional. No ano de 1997, o país registra as taxas de crescimento mais elevadas da América Latina, com 7,0% no acumulado do ano, e recupera parte da confiança dos investidores. O trabalho termina já no ano de 1998, quando o reflexo das medidas implementadas pelo governo começam a aparecer de forma controversa, e colocam novamente pressão sobre as decisões governamentais. Neste sentido, tornou-se essencial descrever o ambiente econômico atual, efetuando relevantes comparações com aquele que detonou o “Tequila” em 1994.

Poucos meses antes da crise, o país que era tido como “A Terra das Oportunidades”. Numa ação quase que coordenada, o país perde 36,0% das suas reservas internacionais e vê-se obrigado a liberar o câmbio. E nesta direção que devemos aperfeiçoar nossas análises, buscando sempre antecipar estes movimentos especulativos repentinos.

Antes de prosseguir na análise específica do caso mexicano, considero importante mencionar o fato das desvalorizações cambiais terem assumido uma imagem deteriorada na visão dos governos e principalmente na dos mercados. Mais recentemente, desvalorizações no câmbio não são consideradas como opção de política econômica de ajuste. Estas carregam consigo o peso de inúmeras tentativas mal coordenadas, que resultaram em agravamento da situação econômica.

Esta condição deteriorada, torna clara a incompreensão dos governos nos caminhos à percorrer na condução de uma flexibilização do regime cambial.

Os dois exemplos recentes de sucesso, todavia em países desenvolvidos, são o da Inglaterra e Itália em 1992. Ambos os países possuíam recursos disponíveis para a produção de bens e serviços exportáveis e substitutos de importações. Isto significa dizer, que existe capacidade ociosa na indústria, trabalhadores disponíveis e móveis. Da mesma forma é de igual importância que a cultura de indexação esteja bastante enfraquecida, de maneira a evitar o repasse da desvalorização cambial para preços, salários, etc. E finalmente, para não onerar empresas e famílias é preciso que a proporção dos passivos em moeda estrangeira seja relativamente baixo.

No caso da Inglaterra, a desvalorização possibilitou imediata melhora das condições monetárias e creditícias. As taxas de juros declinaram fortemente, que conjuntamente ao aumento da liquidez, estimularam a atividade produtiva. O déficit na Balança Comercial

reduziu-se paulatinamente durante o ano e registrou superávit de US\$2,0 Bi no final de 1994. Estes resultados acima de tudo, não representaram pressões inflacionárias. No caso Inglês, particularmente, os índices de preços registraram queda.

Esta menção torna-se relevante na análise do caso mexicano, quando conclusões precipitadas podem restringir o leque de possibilidades de políticas econômicas que os governos podem utilizar-se nos diversos processos de ajustes.

Da mesma forma, o “Tequila” é útil como exemplo para países que possuem arcabouços institucionais e restrições econômicas tais quais as que figuravam no México naquele período. Estes países portanto, devem a todo custo evitar desvalorizações das respectivas moedas.

Este estudo pode trazer luz ao dilema brasileiro atual, de utilização de um regime cambial “fixo” como âncora da política monetária. Que benefícios o governo obteria na flexibilização deste regime, vis à vis os custos em manter-se a política atual ? Com que determinismo os fluxos de capitais internacionais quebraram o regime cambial mexicano, dado que estes descrevem uma tendência ascendente ao longo dos anos (processo de globalização dos mercados de capitais internacionais) ? Que reflexos sobre emprego e produto deverão ser observados quando efetuar-se mudanças nas políticas cambial e monetária ? Quão incompatível é a adoção de uma política de abertura comercial e forte crescimento associada à política de apreciação na taxa de câmbio, como reflexo da adoção de uma taxa de câmbio fixo como mecanismo de controle inflacionário ?

O Estudo da evolução de algumas variáveis da economia mexicana, ao longo dos anos anteriores e posteriores à crise, podem contribuir para elucidar partes destas perguntas.

Capítulo I

O ANO DE 1994

1.1 O Ano da Crise

Em 1994 acontecimentos desfavoráveis em vários aspectos da vida nacional e internacional, incidiram decisivamente sobre a evolução da economia mexicana. No âmbito nacional, graves eventos políticos e criminais geraram um ambiente de grande incerteza que influenciou negativamente as expectativas dos agentes econômicos internos e externos. Esta situação perturbou o andamento dos mercados financeiros, principalmente o mercado de câmbio. Neste mercado, a queda abrupta dos fluxos de recursos financeiros provenientes do exterior desempenhou um papel muito importante na determinação do desenvolvimento do país.

A utilização simultânea de controles nas oscilações das taxas de câmbio (através de ajustes nas bandas cambiais), elevação das taxas internas de juros, fornecimento de divisas ao mercado através de leilões cambiais, e a substituição de Cetes (títulos da dívida pública interna de curto prazo denominados em \$Pesos) por títulos indexados ao câmbio \$Peso x \$Dólar - Tesobonos, permitiram que o governo conseguisse, durante a maior parte do ano de 1994, manter o mercado interno ameno às turbulências dos mercados financeiros

internacionais. Sem dúvida, a frequência e intensidade dos acontecimentos determinaram que as medidas adotadas para enfrentar perturbações transitórias, não fossem capazes de preservar a estabilidade econômica.

1.2 Atividade Econômica

Durante o ano de 1994, a atividade econômica demonstrou uma importante recuperação. O PIB cresceu 3,50% em termos reais, uma taxa significativamente superior àquela registrada no ano de 1993, de 0,70%.

Dos fatores que compõem a demanda interna e mais contribuíram para a aceleração do crescimento cabe destacar o dinamismo do volume das exportações que em termos reais cresceu 7,30%. Da mesma forma, a despesa na formação bruta de capital cresceu 8,10% em termos reais.

A recuperação da produção ocorreu de maneira ampla, isto é, abrangendo a todos os setores. Destacou-se a produção industrial que obteve crescimento superior ao dos 4 anos anteriores, atingindo 4,10%. Todavia a taxa de desemprego aberto nas áreas urbanas aumentou em contraste com o ocorrido nas áreas rurais.

1.3 Inflação

1994 foi o ano em que registrou-se a taxa de inflação mais baixa em 22 anos. O IPC - Índice de Preços ao Consumidor, registrou crescimento de 7,10%. Esta moderada elevação dos preços foi alcançada por algumas razões : a) consolidação da abertura comercial, engrandecendo a oferta de bens na economia; b) maior concorrência entre bens importados e de produção nacional; c) implementação de política monetária rígida, restringindo a

oferta de moeda. Esta orientação permitiu que o efeito das desvalorizações cambiais, ocorridas durante o regime de flutuação controlada (dirty float), sobre os preços internos fosse bastante reduzido. O sucesso no controle das taxas de inflação, até a desvalorização em Dez/94, não contou com auxílio de mecanismos diretos de controle, principalmente pela seu reflexo no nível de abastecimento dos produtos controlados. Este tipo de controle passou a vigorar a partir da maxi-desvalorização do peso, quando o governo coordenou ação de combate à inflação junto aos produtores.

1.4 Setor Externo

Os resultados mais importantes durante o ano de 1994 foram : a) aumento significativo do ritmo de crescimento das exportações manufatureiras, das “maquiladoras” como das “não-maquiladoras”; b) reativação da economia, gerando maiores importações de bens de capital, intermediários e de consumo; c) entrada em vigor do tratado de livre comércio entre México, Estados Unidos e Canadá; d) níveis mais elevados de déficit comercial e na conta-corrente; e) alta volatilidade nos fluxos de capitais como consequência da incerteza política e a alta criminalidade.

O valor total das exportações cresceu 17,30%, a taxa anual mais alta nos últimos 7 anos. O crescimento das exportações, tal como da produção, ocorreu de maneira bastante diversificada dentro da pauta, explicitando o resultado dos investimentos privados nos anos anteriores e a competitividade dos produtos mexicanos. Os manufaturados repetiram o bom desempenho também no setor exportador, crescendo 20,90%. As vendas ao setor externo ficaram amplamente concentradas ao redor dos bens manufaturados com 82,80%.

O restante foi dividido entre os bens primários : petróleo 12,20%; outros minerais 0,6,%; e agropecuários 4,40%

O valor total das importações cresceu 21,40% com relação ao mesmo período do ano anterior. A maior parcela da pauta de importações continuou sendo representada por bens intermediários para exportação. Estes também obtiveram o maior crescimento por categoria de bens importados, registrando alta de 28,30% enquanto que o valor total restante dos bens importados cresceu 17,30%.

O déficit total na Balança Comercial no ano de 1994 foi de US\$18,464 Bi (US\$60,882 Bi de exportações, US\$79,346 Bi). O déficit em Conta Corrente totalizou US\$28,786 Bi. As entradas líquidas de capitais internacionais reduziram-se fortemente. Estas foram reflexo dos acontecimentos políticos internos e à redução exógena dos investimentos externos. Assim sendo, verificou-se uma redução nos fluxos de capitais de US\$21,033 Bi com relação ao ano de 1993. O resultado da conta capital no ano de 1994, foi de um superávit de US\$11,549 Bi.

Em contrapartida os investimentos diretos registraram um patamar recorde, crescendo 82,30% com relação ao ano anterior. Isto equivale a um total de US\$7,980 Bi. Este movimento é explicado pela percepção de maiores retornos a médio/longo prazo, oriundos da forte ligação desta economia para com a economia Norte Americana.

Este investimento realizado ao longo dos últimos anos contribuiu para a elevação da produtividade da mão-de-obra e conseqüentemente ganhos no salário real. Desta maneira, a apreciação sofrida pelo câmbio, gerando perda de competitividade, teria sido parcialmente compensada por estes ganhos de produtividade.

1.5 Política Monetária e Cambial

A partir de 1987, a Política Monetária conduzida pelo Banco de México tem sido orientada ao combate da inflação. Através de leilões de títulos do governo federal, este exerce seu controle sobre a base monetária, retirando e colocando liquidez no mercado. Considerar o sistema cambial em vigor, é questão indispensável, pois tal como ocorrido em 1994, este é fator primordial na determinação da política monetária

O regime cambial adotado a partir de 1991 manteve-se vigente quase que a totalidade do ano de 1994. Este regime consistia em deixar o câmbio flutuar dentro de uma banda que diariamente era alargada. A data limite deste regime foi 19 de Dezembro de 1994. Neste dia foi decidido que a partir do dia seguinte o teto da banda cambial elevar-se-ia 15,30% e continuaria neste ritmo de desvalorização em diante. Esta política mostrou-se insustentável, transformando o regime cambial vigente num regime de livre flutuação a partir do dia 22 de dezembro do mesmo ano.

Desde da segunda metade de Fevereiro de 1994 o mercado cambial esteve sujeito à inúmeras perturbações. O aumento das taxas de juros americanas, contribuíram para drenar quantidades importantes de recursos dos mercados mexicanos. Estas saídas obrigaram um rebalanceamento das carteiras e acentuaram ainda mais as quedas.

Para contribuir com o aumento da volatilidade, acontecimentos internos, tal como o seqüestro de empresários proeminentes, o agravamento do conflito em Chiapas, e finalmente o assassinato do líder político Luis Donaldo Colosio em final de março, colocaram o \$Peso mexicano no teto da banda e obrigou o Banco Central a elevar as taxas de juros internas a esvaziar suas reservas em US\$11,00 Bi num prazo de um mês. Depois

destas medidas tomadas em Abril, o Banco Central conseguiu acalmar o mercado. As reservas internacionais retomaram o crescimento até meados de novembro atingindo o patamar de US\$16,221 Bi. Esta recuperação foi largamente devida a vendas de divisas do governo federal para o Banco Central, provenientes de receitas de privatizações.

No mês de Dezembro a situação agravou-se, e fatores políticos determinaram uma recorrente perda de reservas, que atingiram um nível de US\$10,457 Bi. Isto somado a um ambiente de alta volatilidade dos mercados financeiros internacionais e às percepções de alguns investidores sobre a dificuldade de que neste contexto se pudesse financiar o déficit em conta corrente previsto para 1995, provocaram um ataque especulativo de escala grandiosa contra a moeda nacional.

A condição de um ataque especulativo, ou seja, a retirada maciça dos capitais foi tão mais verdadeira pela composição das carteiras mexicanas. Grandes parcelas dos fluxos de investimentos no início da década de 90, foram fundos de pensão de países industrializados. Isto torna a coordenação dos movimentos muito facilitada, e as quedas muito mais abruptas. A sofisticação dos mercados financeiros também contribuiu para que os mecanismos de saída estivessem disponíveis a todos os investidores. Ainda pode-se ressaltar um terceiro fator que potencializou a mobilização dos capitais, que é a intensificação das comunicações intra-mercados.

O Banco Central diante destes movimentos de perda de divisas viu-se obrigado a repor liquidez no mercado expandindo o crédito doméstico líquido. Esta política de expansão do crédito, não significou que o Banco Central não ajustasse a política monetária em resposta aos acontecimentos. Na verdade, sua atuação era exatamente neste sentido. Entre as questões levantadas no pós-crise como componentes detonadoras da crise, foi a excessiva

quantidade de crédito doméstico inserida nos mercados pelo Banco Central. O que no entanto não é verdadeiro, pois a expansão do crédito veio posterior ao estreitamento da base via retirada de divisas do país.

No ano de 1994 a Política Monetária instruída pelo Banco Central foi de controle das taxas de inflação. Para este fim, as ações do Banco Central buscaram induzir um comportamento da base monetária compatível com as metas inflacionárias de curto e médio prazos. Dada a Política Cambial vigente, a política monetária buscou amortecer os efeitos danosos da especulação sobre o mercado de divisas, com relativo sucesso até meados de Dezembro. Devido aos problemas no final do ano, as metas traçadas não puderam ser alcançadas, porém isto não justificou o abandono por completo dos objetivos finais de controles das taxas de inflação.

Capítulo II

O ANO DE 1995

2.1 O Ano do Ajuste

Durante o ano de 1995, a economia mexicana sofreu a crise mais severa desde a década de 30. A interrupção repentina dos fluxos de capitais do exterior para o México no final do ano de 1994 e início de 1995, somada a desvalorização do \$Peso, impuseram à economia um ajuste doloroso e inevitável. Neste contexto, a tarefa prioritária das autoridades competentes foi conduzir o ajuste de maneira ordenada e pró-ativa, com o intuito de minimizar os efeitos negativos da crise sobre os setores mais desprotegidos, e possibilitar a reativação do setor produtivo o mais rápido possível. Para alcançar tais objetivos, as políticas governamentais foram instruídas a concentrarem esforços no combate à aceleração da inflação. Um dos fatores primordiais para a implementação de tais medidas, foi a qualidade frágil do Sistema financeiro, em razão de um enorme endividamento das pessoas físicas e jurídicas mexicanas.

A estagnação dos fluxos de capitais internacionais, e até mesmo o refluxo líquido em alguns momentos, somada a uma quantidade de reservas internacionais bastante reprimida tornava impossível que os investimentos superassem a poupança interna. Isto ocasionou o desaparecimento virtual do déficit em conta corrente. As altas taxas de juros nominais ou reais, também foram reflexo imediato da aceleração da inflação, e

resposta à pouca liquidez do mercado monetário. Estas enfatizaram a queda da demanda agregada por dois fatores: a) queda na rentabilidade dos projetos de investimento; b) elevação do passivo das empresas e famílias endividadas. Nestas circunstâncias não havia como se evitar a elevação das taxas de desemprego, contração no nível de atividades, tensões no sistema financeiro, deterioração do lado real da produção (empresas mais endividadas e menores receitas).

Os auxílios conseguidos internacionalmente contribuíram para atenuar os efeitos da crise sobre as diversas variáveis macroeconômicas, onde caso contrário enfrentar-se-ia problemas de proporções ainda maiores das constatadas.

As comparações entre o primeiro e o segundo semestres de 1995, são capazes de demonstrar a agilidade na condução do ajuste. A diminuição da volatilidade do câmbio, queda nas expectativas inflacionárias, diminuição nas taxas de juros nominais, são alguns exemplos da melhor condição da economia após o decorrer de um semestre.

Estas melhorias foram os primeiros reflexos do pacote de medidas instaurado pelo Banco Central com a finalidade de reduzir os riscos do sistema financeiro, manter a confiança do público nas instituições de crédito, e apoiar as famílias e empresas para que pudessem fazer frente às suas obrigações.

2.2 Atividade Econômica

No ano de 1995 a atividade econômica demonstrou uma contração muito marcante. O PIB a preços constantes de 1980 retraiu-se em 6,90%. A absorção da economia (somatório entre os gastos com consumo e investimentos públicos e privados) diminuiu em 15,90%. A demanda agregada medida a preços constantes também sofreu queda substancial 10,20%, depois de registrado uma elevação de 4,90% no ano de 1994. Esta

forte retração só pode ser parcialmente compensada pela expansão do setor exportador. Este cresceu a taxas altíssimas, mesmo se considerado um período de expansão da economia. Atingiu a marca de 28,40% de crescimento no ano, e respondeu por 3,50% PIB. Isto significa dizer, que caso o crescimento fosse nulo, a retração teria ultrapassado 10,50% do PIB.

O fato das empresas e famílias carregarem uma parcela ampla de passivos contribuiu para potencializar a retração econômica.

Ainda restou a parcela do consumo público como componente de demanda agregada. Este, tal como as demais variáveis, também reduziu sua participação na economia durante o ano de 1995, no intuito de reforçar o ajuste na conta corrente. O gasto do Setor Público ficou reduzido em 8,40% em termos reais, com relação ao ano anterior.

Numa análise trimestral do PIB, verificasse que durante os dois primeiros trimestres de 1995 houve forte recessão, no entanto nos dois trimestres subseqüentes o Produto registrou crescimento, porém não intensivo o bastante para contrabalançar a queda.

2.3 Setor Externo

Durante o ano de 1995 os resultados do setor externo da economia se distinguiram dos demais pelas seguintes razões: a) maior dinamismo das exportações de bens, principalmente as não petroleiras; b) contração das importações de mercadorias, apesar do crescimento daquelas voltadas ao setor exportador; c) amplo superávit na Balança Comercial; d) desaparecimento virtual do déficit em Conta Corrente; e) recomposição das reservas; f) retorno do país aos mercados financeiros internacionais.

O superávit comercial atingiu US\$7,089 Bi, com as exportações não petroleiras crescendo 33,10% (taxa mais elevada em 20 anos). As exportações registraram um total de US\$79.542 Bi, enquanto que as importações US\$72,453 Bi. O resultado das importações representou um queda de 8,70% com referência o ano de 1994.

A Conta Corrente no ano de 1995 registrou melhora surpreendente com relação àqueles números registrados em 1994. O resultado de 1995 foi US\$654 Mi contra US\$29,419Bi

A diferença entre os resultados da Conta Corrente e da Conta Capital, permitiu que o Banco Central comprasse divisas, e repusesse parcialmente suas reservas. Este saldo termina o ano em US\$15,741 Bi.

2.4 Política Monetária e Cambial

Ao final do ano de 1994 o Banco Central e o governo federal tinham como objetivos claros o combate a inflação. Este, todavia, não representa um objetivo em si próprio mas é condição necessária para poder-se objetivar o crescimento sustentável.

Com a flexibilização do regime cambial mexicano, a atuação do Banco Central no controle do crédito doméstico líquido tornou-se um mecanismo extremamente mais abrangente. Através deste o Banco Central pode controlar de perto a evolução dos preços. Ao atuar sobre a base monetária, o Banco Central pode influenciar as taxas de juros e câmbio, e através do elo de ligação, afetar os preços.

Assim sendo, o banco Central considerou conveniente estabelecer metas para a expansão do crédito doméstico. Desta forma estaria obrigado a seguir uma regra, e mais dificilmente estaria sujeito a expansões de crédito não desejadas.

O Programa Monetário para o ano de 1995, anunciado em Janeiro foi formulado conforme os seguintes aspectos:

- a) limite de P\$10 Bi de expansão do crédito doméstico líquido
- b) O crédito doméstico líquido ficou estabelecido com a diferença entre a base monetária e as reservas internacionais.
- c) O Banco Central fará controles diários sobre a oferta de dinheiro no mercado, para que esta encontre a demanda de base monetária esperada a cada dia. Esta medida é um tanto flexível já que está sujeita a análise de variáveis outras que determinam a estabilidade do mercado.

Por uma série de razões, este programa econômico não conseguiu tornar-se viável. Entre as razões, vale destacar a desvalorização do câmbio acima do esperado, elevação concomitante das taxas de inflação e de juros, impacto negativo das amortizações antecipadas com o exterior, fragilidade das instituições de crédito, e desaceleração do crescimento econômico.

Foram então, adotadas medidas adicionais a fim de fortalecer o comprometimento do Banco de México com as medidas aprovadas em janeiro como também para assegurar o maior controle da política monetária.

A estratégia econômica adotada em 1995 contribuiu para corrigir os profundos desequilíbrios provocados pela interrupção dos fluxos de capitais.

Os principais sucessos obtidos em matéria de reequilíbrio das variáveis macroeconômicas foram:

- a) a partir de abril de 1995 os bancos mexicanos empenharam-se em recuperar a capacidade para renovar a maioria de seus passivos externos e contratar novos créditos no exterior.

- b) O Governo Federal obteve financiamento para substituir as onerosas obrigações em moeda estrangeira de curto prazo que venciam em 1995, estendendo o prazo de seus passivos externos.
- c) O enorme endividamento das famílias e empresas reduziu-se
- d) Apesar da forte queda ao longo dos dois primeiros semestres, o nível de empregos e a atividade econômica apresentaram recuperação no término do ano.
- e) As taxas de juros obedeceram uma tendência de queda ao longo de 1995, e fecharam o ano a níveis bem abaixo do pico em Março/95.
- f) A inflação foi intensivamente contida, contabilizando somente metade da desvalorização do \$Peso entre Dezembro de 1994 e 1995.

Estes indicadores permitem-nos afirmar que os efeitos da crise estão sendo gradualmente dissolvidos, desde que as políticas implementadas tenham continuidade.

Capítulo III

O ANO DE 1996

3.1 O Ano das mudanças das expectativas

A evolução das variáveis macroeconômicas durante o ano de 1996, confirmou a correta aplicação das políticas econômicas durante o período do pós crise. Dentre os avanços registrados durante o ano de 1996, devem-se ressaltar os seguintes:

- a) A recuperação econômica, iniciada no terceiro trimestre de 1995, ganhou força nos períodos posteriores. Esta recuperação foi inicialmente impulsionada pela expansão do setor exportador, porém no início do ano de 1996 já é percebida a reativação do consumo e do investimento produtivo.
- b) A inflação durante o ano manteve uma tendência de baixa, corroborada pela diminuição das expectativas inflacionárias dos agentes.
- c) Estabilização dos mercados financeiros e cambial. A queda nas taxas de inflação esperada contribuiu para uma redução das taxas de juros, salvo alguns momentos pontuais.
- d) A recuperação da atividade econômica influenciou positivamente na criação de postos de trabalho, o que somada a flexibilização dos salários permitiu redução das taxas de desemprego.

- e) Os progressos macroeconômicos permitiram que as captações de recursos no mercado internacional fossem feitas de maneira menos custosa, e que a percepção dos investidores externos fosse parcialmente modificada.

3.2 Atividade Econômica

Durante o ano de 1996 a atividade econômica entrou em processo de franca recuperação, diante de forte recessão registrada no ano anterior. A economia cresceu 5,10% em termos reais o que contrasta com a redução de 6,20% sofrida pelo PIB no ano precedente. O crescimento foi sustentado pelo dinamismo das exportações e pela reativação dos investimentos e do consumo.

A formação bruta de capital contribuiu imensamente para o crescimento do produto, registrando crescimento de 17,70% a.a. o setor manufatureiro sobressai em relação aos demais.

O mercado de trabalho caracterizou-se pela recuperação significativa da demanda por trabalho em resposta à recuperação da atividade econômica e a moderada renegociação dos salários. A aceleração nas contratações para o setor manufatureiro também desempenharam papel importantíssimo na recuperação, apesar do modesto aumento de empregados na indústria de construção. A criação de empregos foi um acontecimento nacional, porém como já era esperado, esta aconteceu de forma mais intensa na região fronteiriça onde a presença da indústria “maquiladora” é característica marcante. Os ganhos de produtividade deste segmento da indústria, permitiu que o câmbio real, medido pelos custos unitários do trabalho, mantivesse níveis competitivos internacionalmente para as exportações manufatureiras.

3.3 Setor Externo

O setor externo foi o grande condutor de crescimento no período do pós crise. Destacaram-se as exportações de manufaturados, que continuaram a desempenhar um crescimento com forte dinamismo e as exportações petrolíferas, que somado ao aumento no volume, ficaram favorecidas pela elevação dos preços do “mix” mexicano de exportação. No lado das importações, estas foram incentivadas por um incremento na conta capital dos investimentos diretos. A balança comercial registrou superávit elevado de US\$6,531 Bi, apesar de ser menor quando comparado com o mesmo no ano de 1995, de US\$7,089 Bi. Na conta corrente, o saldo foi levemente negativo, não diferindo do registrado no ano anterior. Na balança de serviços não fatores somando as transferências unilaterais, obteve-se um superávit de US\$5,079 Bi. Em contrapartida, a balança de serviços fatores o déficit totalizou US\$13,532. Em proporção do PIB, este déficit foi bastante reduzido, apesar de sua pequena elevação em comparação com 1995. Estes foram 0,54% e 0,61% do PIB, respectivamente. Os fluxos de capitais internacionais aumentaram, gerando acumulação de reservas por parte do Banco Central de México. Neste ano as primeiras amortizações do “Pacote de Apoio Financeiro ao México” aos organismos internacionais (FMI, BID, e Banco Mundial) e às autoridades monetárias dos Estados Unidos da América e Canadá, foram pagas. Assim sendo, se descontarmos este efeito nos fluxos de capitais dos anos de 1995 e 1996 os resultados são significativamente diferentes. Em 1995 registrar-se-ia um déficit de US\$10,847 Bi, enquanto que o registrado pelo Banco Central foi um superávit de US\$15,406 Bi. E em 1996 um superávit de US\$11,304 Bi descontando-se o pagamento das amortizações, ou tal como registrado pelo Banco Central, também superávit de US\$3,323 Bi. Da mesma forma, os acessos aos financiamentos pelo setor público e privado, continuaram abertos.

A acumulação de reservas por parte do banco Central somou US\$1,768 Bi contabilizando os US\$0,367 Bi em erros e omissões.

3.4 Inflação

Durante os doze meses de 1996 o INPC - Índice Nacional de Preços ao Consumidor registrou alta de 27,70%, o que representa uma redução significativa com relação à inflação de 1995, que totalizou 51,97%. No entanto é relevante lembrar que esta taxa de inflação foi superior àquela esperada pelo governo, de 20,50%. Para conseguir alcançar seu principal objetivo de reduzir as taxas de inflação, o Banco Central buscava contar com a relativa estabilidade cambial e com a manutenção dos salários. Neste sentido o governo não pode contar com a total estabilidade do câmbio, visto que este desvalorizou-se mais rápido que o previsto nos últimos meses do ano. Na questão dos salários, um aumento de 12,0% concedido por decreto ao salário mínimo foi superior ao que era esperado, os 10,0%. Ainda inesperadamente ocorreu a elevação dos preços de alguns produtos agrícolas como consequência de seca nos primeiros meses de 1996, somada pela elevação dos preços internacionais dos grãos. O governo não efetuou controles de preços, permitindo que o abastecimento interno de bens básicos fosse o melhor já observado. No ano anterior ocorreram alguns gargalos de oferta.

3.5 Política Monetária e Cambial

O objetivo primordial da política monetária no ano de 1996 foi o combate às pressões inflacionárias. Para tanto o Banco Central buscou estimar a demanda por moeda da economia influenciando diariamente a oferta monetária. A execução da política monetária pelo Banco Central pode ser avaliada pela evolução da base monetária, dos

ativos internacionais, e do crédito interno líquido. A base monetária evoluiu da forma estabelecida pelo programa de política monetária em janeiro de 1996. A base monetária cresceu P\$17,182 Bi, ligeiramente abaixo dos P\$18,000 Bi estabelecidos pelo governo em seu programa. O crédito doméstico líquido ficou bem abaixo das metas estabelecidas pelo governo, tendo sido restringido em P\$28,260 Bi ao final do período.

As taxas de juros interbancárias (TIIE) dos títulos de curto prazo no final de dezembro de 1995 alcançavam 48,85%. Um ano depois estas taxas giravam ao redor dos 27,65%. As taxas de juros reais também declinaram, dos 11,60% para os 9,40%, respectivamente.

A política cambial adotada a partir do final de 1994, de livre flutuação da taxa de câmbio, foi duramente criticada pois elevaria drasticamente a volatilidade. Ao término de 1996 mostra-se que este temor foi desnecessário. Outro temor que afligia alguns economistas era o fato de tornar-se imprevisível o andamento da taxa câmbio real ao longo do ano. Este também mostrou-se inócuo. Os investimentos de curto prazo tornaram-se mais arriscados, favorecendo a acumulação de capitais de mais longo prazo.

A redução do excessivo endividamento das famílias e das empresas tornou-se uma das preocupações centrais da política econômica nos anos do pós-crise. O impacto deste endividamento sobre os bancos e outras instituições de crédito constituiu-se como restrição, ainda que decrescente, para a consolidação do processo de ajuste e recuperação da demanda agregada. Para enfrentar este problema, as autoridades estabeleceram estratégias de apoio às instituições. Os programas de “Saneamento Bancário e Apoio aos Devedores”, tal como ficaram conhecidos, objetivavam fortalecer a situação financeira dos bancos através de mecanismos que incentivassem sua capitalização, melhorar a capacidade regulatória do sistema financeiro com intuito de reduzir os riscos futuros.

Dentre estes mecanismos de securitização do sistema, vale mencionar a criação da Fobaproa – Fundo Bancário de Proteção ao Investimento, e o Câmara de Fiscalização Bancária, instituições que contribuíram para a consolidação do ajuste da economia.

Capítulo IV

O ANO DE 1997

4.1 O Ano do Crescimento

Durante o ano de 1997 a economia mexicana apresentou em todo o seu conjunto uma evolução muito positiva, confirmando as tendências positivas anunciadas no ano de 1996. O clima de confiança que beneficiou o crescimento desde o início do ano foi bastante favorecido pela decisão do governo federal em antecipar os pagamentos dos empréstimos remanescentes concedidos pelo Tesouro Americano para o Plano de Recuperação do Sistema Bancário. Esta decisão deu maior credibilidade às políticas governamentais de orientação estabilizadora. Além disso, o comportamento estável da política fiscal durante o ano eleitoral contribuiu para a percepção dos investidores da mudança no perfil da política econômica. Finalmente, o desenrolar da campanha eleitoral de forma pacífica e democrática foi fundamental para transformar as expectativas quanto ao ambiente político.

A continuidade do programa de desregulamentação de setores da indústria, como telecomunicações, portuário, e ferroviário abriu maior espaço para a migração de investimentos privados. Da mesma forma, os avanços implementados para a reestruturação

do sistema bancário se fazem essenciais para expandir os limites da fronteira de possibilidade do crescimento sustentável.

4.2 Atividade Econômica

O PIB cresceu a taxa de 7,0% a.a, a taxa mais alta atingida nos últimos 16 anos. Esta melhoria da atividade econômica se originou da expansão da demanda interna, em ambos os componentes de consumo e investimento, e no prosseguimento da expansão das exportações. A produção interna foi estimulada pela melhora das expectativas conjuntamente com a diminuição das taxas de juros nominais e reais.

A maior contribuição para a expansão da demanda agregada veio dos investimentos coordenados pelo setor privado. Estes investimentos representaram gastos essenciais para garantirem o crescimento econômico futuro.

A expansão da produção pode ser verificada pela maior demanda por trabalhadores. O aumento na ocupação possibilitou um ganho importante da massa salarial particularmente no setor manufatureiro. A produtividade média do trabalho continuou crescendo neste setor, o que contribuiu para garantir a competitividade internacional. Este ganho de produtividade associado ao forte crescimento da economia Americana, permitiu que as exportações não-tradicionais mantivessem seu comportamento expansionista, mesmo em comparação com o comportamento das exportações da maioria dos países emergentes.

4.3 Setor Externo

A conta corrente apresentou um déficit de 1,80% PIB, o que é superior ao apresentado no ano de 1996, de 0,70% PIB. Este déficit no entanto não representou maior risco em razão do resultado positivo da economia como um todo. Mais precisamente, este déficit foi impulsionado pela própria aceleração da economia interna. Além disso, este alargamento no endividamento externo foi totalmente financiado por investimento diretos de longo prazo de maturação. A entrada de capitais na forma de investimentos diretos foi o movimento mais surpreendente da conta capital, registrando um fluxo superior a US\$12 Bi.

Quanto aos reflexos da crise asiática sobre o resultado da conta corrente, ou mais propriamente sobre a balança comercial, pode-se dizer que estes poderiam incidir de três formas: a) reduzindo a capacidade de colocação de produtos exportados no mercado Norte Americano; b) reduzindo a demanda mundial; c) diminuindo os fluxos de capitais. Com exceção da redução na demanda mundial por petróleo, nenhuma das outras vias de contágio havia atingido o México. Faz-se a ressalva que o maior mercado importador mexicano, os EUA (aproximadamente 85,0% da pauta), continuam crescendo acelerado. O efeito da queda dos preços do petróleo representaram o custo muito reduzido em comparação ao sofrido em 1986, pois sua participação na pauta de exportações reduziu-se significativamente, correspondendo a 11,0% na atualidade contra os quase 50,0% em 1986.

A dívida externa pública total em relação ao PIB tem registrado uma queda gradual. No final de 94, esta era equivalente a 34,8% do PIB, enquanto que em Dezembro/97 este percentual baixara para 20,1% do PIB. O perfil da dívida continua muito bom, concentrando 95,4% em papéis de longo prazo. O total da dívida pública de curto prazo no

final de 97 acumula US\$4,1 Bi. Em Dezembro/94 este total somava US\$6,5 Bi. O setor privado reduziu em muito sua exposição ao mercado internacional, diminuindo o risco de uma saída maciça repentina de capitais, colocando novamente o setor bancário em problemas. Os capitais totais (público + privado) de curto prazo em 94 totalizavam aproximadamente US\$30 Bi, enquanto que em 97 este montante foi de US\$8 Bi.

4.4 Política Monetária e Cambial

A finalidade básica do Banco Central de México é o abatimento da inflação. O programa monetário teve como principal objetivo trazer as taxas de inflação aos 15,00% fixados como meta no início do ano. A política monetária pode ser avaliada como tendo cumprido esta meta, uma vez que a taxa de inflação atingiu 15,70% no término do ano. Isto representou um incremento significativo comparado aos 27,70% registrados no ano de 1996. A relativa estabilidade cambial contribuiu em grande parte para o sucesso no cumprimento do esperado. Esta baixa volatilidade permitiu que as expectativas inflacionárias baixassem, transferindo grande parte para o comportamento efetivo dos preços. Ainda como efeito da larga queda da inflação, as taxas de juros nominais cederam aos patamares atuais de 19,0%a.a.

A posição do Banco Central foi de neutralidade na política monetária, isto é, abasteceu a demanda por moeda da economia às taxas de juros que vigoravam no mercado. A base monetária cresceu acima do previsto pelo Banco Central, que encontra explicação num crescimento acelerado do produto e a queda dos juros além do previsto inicialmente. Assim

sendo não criou-se excesso de liquidez ou tão pouco representou um posicionamento expansionista do Banco Central quanto a oferta de moeda.

As metas de acumulação de reservas foram tranqüilamente satisfeitas, tendo estas aumentado de US\$13,511 Bi durante o ano.

O Banco Central comprometeu-se a não utilizar-se de operações de mercado aberto para gerar saldos acumulados positivos no conjunto de suas contas bancárias que levam às instituições de crédito. Este comprometimento serviu para desacreditar o mercado de uma possível expansão do crédito nas vésperas das eleições federais, em meados do ano. O compromisso do banco Central também lhe concedia liberdade para restringir o crédito doméstico, quando em situações para promover estabilidade no mercado cambial e de moeda, e para coagir possíveis pressões inflacionárias. Durante o ano de 1997 o Banco Central atuou conforme o planejado, não efetuando intervenções mais contundentes na economia.

O regime cambial de livre flutuação demonstrou bom desempenho durante a deflagração da crise nos países asiáticos. Durante os momentos mais críticos da crise, os investidores recuaram em boa parte de suas posições em mercados emergentes, dentre estes o México. A tranqüilidade apresentada pela economia mexicana em resposta aos efeitos desestabilizadores emanados pelos mercados financeiros internacionais, foi fortemente devida a condição sadia de suas contas internas e externa e principalmente pelo bom funcionamento dos mecanismos de livre determinação da taxa de câmbio e adequação das taxas de juros à demanda por moeda.

Em razão da ampla acumulação de ativos internacionais na forma de reservas, a Comissão de Câmbio do Ministério da Fazenda instituiu em Fevereiro de 1997 mecanismo de vendas de divisas ao mercado através do Banco Central. Esta medida buscou conceder maior estabilidade ao mercado cambial sem defender um nível de cotação específico, e sem comprometer um montante de reservas excessivo. Esta medida estabelece que o Banco Central disponibilize diariamente US\$200 Mi a uma taxa de câmbio 2,00% acima daquela registrada no fechamento do mercado no último dia útil. Este artifício estabilizador somente entrou em vigor em três ocasiões, duas em Outubro e uma em Novembro que representaram reflexos da situação delicada da Ásia.

Capítulo V

ANO DE 1998

5.1 A Consolidação das Reformas

A economia mexicana aparentemente cresce a um ritmo saudável. Pelo menos, esta é a ampla impressão das empresas, economistas e membros do governo. A perspectiva do setor produtivo, mais propriamente das empresas de manufaturados, as quais respondem por mais de 70,0% da pauta das exportações, acreditam numa desaceleração da economia para o segundo semestre. Antagonicamente, os sinais até então emanados pelos setores industriais e de serviços, são de absoluto “Boom” da economia. O ritmo do crescimento verificado no primeiro semestre de 1998 foi de 5,50%, ainda consideravelmente elevado, quando inserido num contexto de crise mundial (excetuando os Estados Unidos). As perspectivas para o crescimento para este ano ficam ao redor dos 4,5%.

O fortalecimento da economia representa um resultado importante na consolidação dos resultados obtidos. Dentre estes merece menção a recuperação da produção industrial, e a queda do desemprego. Ambos os resultados carecem de uma crítica dirigida às pressões criadas sobre a conta corrente para financiar boa parte desta expansão recente.

Esta questão será melhor debatida na conclusão, onde buscarei engendrar a interdependência da conta corrente e a expansão da economia.

A recente decisão governamental de iniciar, a partir de Julho de 1998, privatização algumas plantas petroquímicas, realça de certa forma seu comprometimento para com as reformas estruturais. Esta iniciativa também encontra respaldo na necessidade do governo federal em equilibrar suas contas, uma vez que a pressão gerada pela queda dos preços do petróleo sobre a arrecadação do governo federal pode prejudicar o andamento de projetos sociais ou alargar o déficit público. A arrecadação federal é estritamente ligada aos resultados da Pemex (Petróleo de México), visto que 48,5% da arrecadação é proveniente dos repasses da companhia.

No caminho das reformas, aparece uma das partes mais frágeis da economia doméstica, a o setor bancário. As necessidades de uma completa reestruturação faziam-se urgente urgentíssima em 1994, e o fazem prioritárias agora. As razões se modificaram um pouco, muito em razão da ação da crise. O “Tequila” garantiu que uma boa parcela dos bancos e instituições financeiras em situação duvidosa fosse adquirida ou liquidada pelo Banco Central, colaborando no enxugamento e reestruturação do setor. Todavia, ainda permanecem resquícios da crise e que não mais cabem dentro do “novo” sistema pretendido. Neste intuito o Presidente Zedillo enviou ao Congresso uma iniciativa de reforma financeira. A legislação propõe modificações em diversas áreas: a) transferir o controle da política cambial ao Banco Central; b) retirar a supervisão bancária das atribuições do Banco Central, criando uma nova instituição totalmente desprendida do governo para exercer tal função; c) Reestruturar o Fobaproa, consolidando seu passivo junto à dívida pública e redistribuindo suas funções entre outras duas instituições – a 1ª para garantir os depósitos bancários e a 2ª para liquidar os ativos adquiridos; d) eliminar

as restrições à entrada de bancos estrangeiros no capital social dos quatro maiores bancos mexicanos. Estas reformas no setor financeiro tendem a trazer maior transparência nas operações e ao mesmo tempo maior segurança ao sistema como um todo. Esta batalha junto a oposição não será fácil, mas porém a probabilidade de sucesso é alta.

A democratização da política regional mexicana ainda é fator de preocupação aos investidores, principalmente a respeito da situação instável e não resolvida do confronto em Chiapas – local onde o Exército Zapatista pela Libertação mantém concentrada suas ações terroristas. As questões políticas ainda ocupam um forte espaço na determinação dos rumos da economia, mas já refletem a nova necessidade de democratizar os espaços e destruir a antiga oligarquia que dominava o país desde 1929.

5.2 Setor Externo

O setor externo volta a ser o ponto mais frágil da política econômica mexicana. Em parte, este resultado deve-se à baixa atual dos preços do petróleo, mas seu principal componente é a aceleração da demanda interna da economia.

As compras externas vêm crescendo a um ritmo acima daquele das vendas, e nos dois últimos anos, a diferença entre o crescimento das importações e exportações chegou aos 10%. Isto significa uma deterioração de US\$ 6,0 Bi ao ano em 1996 e 1997.

No ano de 1998, as expectativas são de continuidade na tendência de déficit comercial. Em janeiro deste ano, o governo projetou um déficit de US\$ 6,0 Bi para 1998. Com a divulgação dos resultados dos três primeiros meses, o déficit acumula US\$ 1,8 Bi - acima das expectativas iniciais. O governo que até então demonstrava passividade em

relação ao alargamento do déficit externo, declarou que este representa uma questão bastante sensível, merecendo atenção redobrada. No entanto, nenhuma ação efetiva para controle do déficit foi anunciada.

A posição do Banco Central em relação ao atual nível de reservas continua bastante confortável, com seus US\$ 30,5 Bi. Neste ano, o Banco Central elevou suas reservas em 10%. A acumulação é resposta a quantidade fluxos de capitais entrando no país na busca das aplicações em títulos de renda fixa. De uma forma mais estável, fluxos da ordem de US\$12,0 Bi devem aportar na economia mexicana durante 1998 na forma de investimentos diretos. Isto, ao que tudo indica, serão suficientes para garantir o financiamento do déficit em conta corrente, que deverá aproximar-se de uns US\$15,0 Bi. Uma parcela menor poderia ser financiada via reservas que não acarretaria em maiores pressões.

A grande questão do endividamento externo mexicano não está propriamente no montante a ser financiado no presente momento, mas a velocidade a que ele cresce é o que impressiona e assusta.

5.3 Inflação

O comprometimento deste governo com a manutenção de baixas taxas de inflação é total. O projeto de lei, enviado ao congresso pelo Presidente Zedillo, para transferência do comando da política cambial do Ministério da Fazenda para o Banco Central de México, demonstra a preocupação do atual governo em manter ambas políticas consistentes com as metas inflacionarias.

A meta para a taxa de inflação em 1998 era 12,00%. Com os resultados de janeiro e fevereiro de 2,18% e 1,75%, respectivamente, a meta governamental elevou-se para 14,00%. Esta reavaliação não significou uma piora no controle de preços internos somente, mas também reflete a incerteza global gerada pela crise asiática e seus possíveis efeitos sobre as demais economias.

O CPI de abril registrou elevação de 0,94%. Este resultado está alinhado às expectativas de redução gradual ao longo do ano. O PPI de abril registrou inflação de 0,64%. O mercado projetava uma elevação de 0,74%. No acumulado do ano, o CPI registra 6,17% e o PPI 5,60%. Em termos anualizados, isto soma 15,12% para o CPI, e 12,96% para o PPI. Estas elevações nos preços de bens de consumo são reflexo direto da diminuição na oferta de "tortillas" (alimento básico, como um pão) no mercado. Este produto tem grande peso na composição do índice, transferindo suas oscilações para o comportamento dos demais produtos.

As medidas tomadas pelo Banco Central, restrição da oferta monetária, como resposta a aceleração da inflação corroboram o anunciado comprometimento do governo em mantê-las sob estrito controle.

5.4 Política Monetária e Cambial

A apresentação do programa de política monetária do governo anunciado no dia 27/01 mostrou a disposição do Banco Central em contribuir com o governo na consolidação das políticas implementadas no pós-tequila. Segundo as diretrizes básicas da política monetária a ser implantada pelo Banco Central, o principal objetivo é contribuir para o crescimento sustentado do PIB real, voltado prioritariamente para o controle da inflação.

Dois elementos qualificam o atual ambiente em que se insere a política monetária de 98. O primeiro é o atual fortalecimento da economia mexicana, e o segundo é a instabilidade dos mercados financeiros mundiais como fonte nas economias asiáticas.

A inflação registrada no ano de 97 foi de 15,7%, bastante próxima a meta para o ano que era de 15% a 16%, e bastante inferior ao resultado de 96 de 27,7%. O crescimento obtido no ano foi de aproximadamente 7,30%, o qual foi o maior em 16 anos. Destaca-se a formação de 600 mil novos empregos no setor formal da economia, e a estabilidade dos mercados financeiros mesmo durante os últimos meses de 97.

A crise asiática pode vir a influenciar o andamento da economia mexicana de duas formas: a primeira através do resultado da balança comercial (competição com países asiáticos que sofreram forte desvalorização, determinando perda de mercado nos EUA e/ou redução na demanda mundial). A segunda forma de influenciar negativamente a economia mexicana é via redução nos fluxos de capitais para os países emergentes.

Repetindo o acontecido em anos anteriores, o programa de política Monetária será implementada em um ambiente de profunda instabilidade mundial, sendo necessário que o governo e o Bacen guardem para si, mecanismos e regras específicas que garantam a legitimidade de possível intervenção governamental no mercado de moeda, e câmbio. Esta ressalva no programa de política Monetária, faz-se necessária pois raros são os casos em que mecanismos automáticos de estabilização foram eficientes em resolver turbulências nos mercados financeiros, podendo colocar em risco a estabilidade alcançada. Assim sendo, o programa monetário conta com elementos de flexibilidade que permitem a Autoridade Monetária tomar decisões mediante situações inesperadas objetivando reconduzir a economia para os "targets" preestabelecidos.

A Regra Monetária obedecida pelo Banco Central de México será em ajustar diariamente a oferta primária de moeda de maneira que esta corresponda a demanda primária por moeda. Qualquer desequilíbrio não intencional de oferta de liquidez no mercado, resultado de erros de estimação da Base Monetária, serão imediatamente corrigidos por operações no mercado monetário no próximo expediente do Banco Central. Tudo isso representa a disposição do Banco Central em manter a política monetária neutra. Com a intenção de não permitir que demandas inflacionárias sejam atendidas, o Banco Central irá diariamente efetuar comparações entre a trajetória da Base Monetária efetiva e àquela trajetória que o governo entende como sendo coerente com o objetivo de inflação do ano. O crescimento da Base Monetária para o ano de 98 é aproximadamente 22,5%, atingindo no final de 1998 um total de P\$133,4 Bi (US\$15,3 Bi, usando-se taxa média de P\$8,74). O Banco Central outorga a si próprio o direito de alterar a postura da política monetária, podendo restringir ou afrouxar, caso surjam situações inesperadas. Neste sentido o Banco Central pode efetuar cortes na oferta de moeda caso perceba aceleração na inflação. De uma maneira simétrica o Bacen poderia aumentar a oferta de moeda, se por exemplo, perceber que a moeda vem valorizando-se e não existam contrapartidas inflacionárias.

O comportamento do Banco Central tem sido coerente com aqueles princípios anunciados no início do ano. As taxas de juros tem seguido uma trajetória estável, girando ao redor de 19,00%a.a. O câmbio também com pouca volatilidade, mostra sua robusteza para os incrédulos do sistema de livre flutuação.

Capítulo VI

MODELO DE ESTABILIZAÇÃO VIA CONTROLE CAMBIAL E LIBERALIZAÇÃO DO COMÉRCIO

6.1 A Sustentabilidade do “Modelo”

A adoção de políticas de liberalização comercial e estabilização monetária com base na valorização da taxa de câmbio impôs aos países que adotaram este modelo, pressões consideráveis sobre o crescimento. A explosão das importações que segue à adoção de tal política, abala a estrutura da produção, emprego, e distribuição de renda. O processo de ajustamento ao novo ambiente de competitividade, caso tenha sucesso em trazer estabilidade e crescimento, pode não ser duradouro ou implicar em importantes perdas de produto.

Neste sentido é interessante observar e avaliar o processo desencadeado pelo México durante, e depois do período estabilização da economia. Identificar os prós e contras da estabilização e abertura comercial.

A primeira questão a ser levantada é a condição de sustentabilidade de políticas de abertura comercial seguida de apreciação da moeda. A liberalização comercial, talvez

precise de auxílio de uma desvalorização compensatória para resguardar a balança comercial. A utilização do câmbio nominal para coordenar os preços internos durante o processo de abertura da economia tende a provocar enormes aumentos de importação - não correspondidos por iguais aumentos nas exportações, pelo menos no curto prazo - e déficits na balança comercial e conseqüentemente na conta-corrente.

Dado o aumento nas importações e déficit na conta-corrente, sua sustentabilidade será garantida quanto mais rápida for a conversão da inflação interna para a inflação externa. Isto significa que a apreciação no câmbio real, assim como a mudança dos preços relativos com relação aos setores importador e exportador podem levar a maiores desequilíbrios na balança comercial. No caso mexicano especificamente, a condição frágil da balança comercial reflete a falta de investimentos nos setores de bens transacionáveis e o câmbio apreciado seria mais um elemento a pressionar o resultado das contas externas.

A conversão da inflação interna com a inflação externa depende do grau de dolarização da economia, e o tamanho do setor de bens transacionáveis. Numa economia com alto grau de dolarização e com um grande setor de bens transacionáveis, a convergência de preços deve ocorrer rapidamente e os efeitos colaterais sobre as contas externas razoavelmente controlável. Caso esta conversão tome muito tempo para se consolidar, a apreciação no câmbio pode ser tal, que os desequilíbrios na balança comercial e conta-corrente tornem-se grandes demais, e todo processo fique insustentável.

Desta forma, a sustentabilidade do programa de estabilização depende do nível de apreciação da taxa de câmbio real, e dos resultados das contas externas. Se a desvalorização é evitada na busca da preservação da estabilização, uma forma de reduzir a apreciação real do câmbio é através da deflação nominal de preços e salários. Neste

caso, para se conseguir uma diminuição dos preços e salários nominais estes devem ser flexíveis, equacionando o antagonismo existente entre apreciação cambial e abertura comercial.

A política conveniente na busca de uma solução para este problema, seria fixar a taxa de câmbio independentemente da política salarial futura. Desta forma, se a política tem credibilidade, os salários acomodar-se-ão ao nível de emprego ótimo dada as preferências dos trabalhadores.

No caso mexicano, esta situação não verificou-se, mesmo considerando o acordo entre governo e sindicatos - Pacto Solidarietà. A flexibilidade dos salários não foi totalmente transferida aos preços impondo desajustes na balança comercial. A argumentação de que o problema da estabilização compete aos salários, negligenciando as forças econômicas coordenadoras da velocidade dos ajustes, podem conduzir a uma afirmação não muito convincente de que não existe restrição à flexibilização das barreiras comerciais durante o processo de estabilização de uma economia. Ainda que a rigidez salários carregue o peso do ajuste, nada garante que esta o processo de ajuste nos conduzirá a um novo equilíbrio com baixa inflação. No México em 1994, a combinação de altos déficits em conta-corrente e mudanças no panorama internacional implicaram mudanças substanciais na taxa de câmbio e no nível de atividade da economia.

6.2 O Ciclo do Ajuste Sustentável

A expansão da demanda agregada que segue a estabilização da economia, especialmente em um ambiente de expansão no crédito internacional, aliada a parca dolarização de alguns setores da economia, são aspectos importantes na explicação do fato dos salários não seguirem necessariamente o mesmo caminho traçado pela taxa de câmbio.

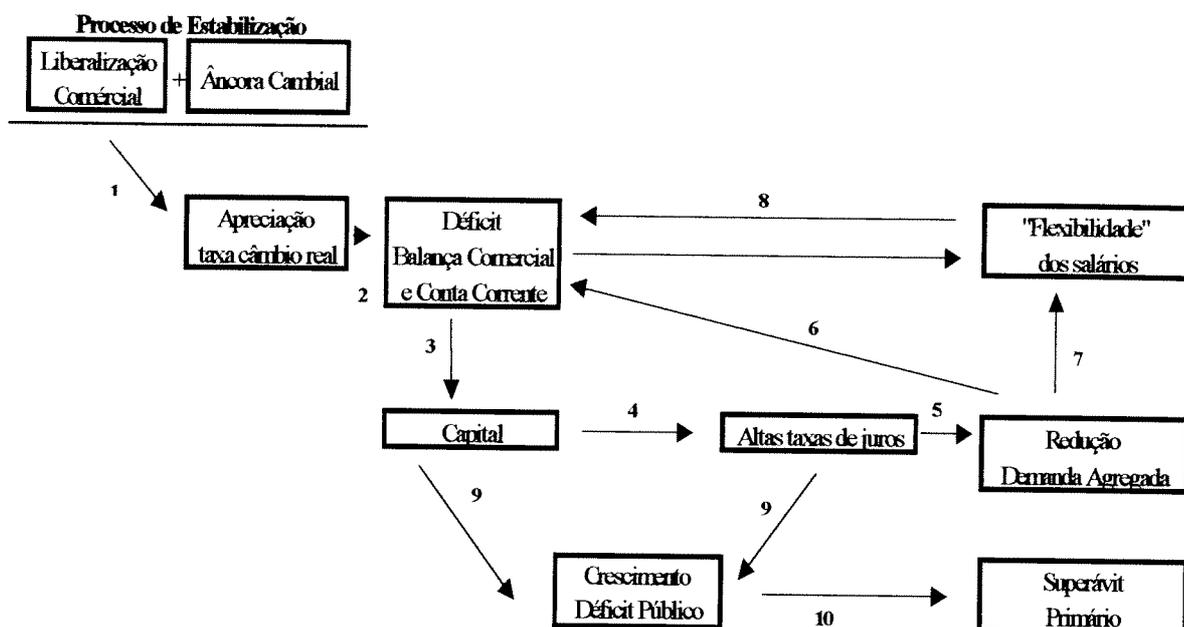
A apreciação cambial somada a demanda reprimida por importados durante tantos anos de proteção ao produto nacional, determina a explosão na demanda de importados que não é acompanhada pela exportação gerando déficit nas contas externas (nº2). Afim de sustentar a taxa de câmbio e financiar seu déficit em conta-corrente, entradas de capital são necessárias (nº3). Para atrair estes fluxos, as taxas de juros internas são elevadas acima do exigido inicialmente (nº4). Esta elevação nas taxas de juros em contrapartida tem reflexo sobre o nível de atividades da economia, gerando retração na demanda agregada (nº5), o que ao mesmo tempo reduz diretamente as importações (nº6) e pressiona os sindicatos patronais e trabalhistas. Admitindo flexibilidade dos salários, esta pressão sobre os sindicatos traria eventualmente uma redução na indexação ou até mesmo diminuição na massa salarial como reflexo da sua redução nominal (nº7). Vis a vis o andamento da taxa de câmbio, o movimento descrito por preços e salários poderia levar a uma apreciação real menor (ou até mesmo a uma desvalorização), reduzindo o desequilíbrio comercial pela via da desaceleração das importações (nº8).

Por este modelo cíclico, fica evidente a necessidade de reduzir-se a demanda interna buscando tornar viável e sustentável a transição para o novo equilíbrio com baixa inflação. No longo prazo, os custos são suficientemente flexíveis para diminuir em relação à taxa de câmbio, e portanto restabelecendo as condições para o crescimento sem desequilíbrio nas contas externas. Diante dos resultados deficitários das contas externas, a tarefa do governo é restabelecer o crescimento em um ambiente de equilíbrio do setor externo. No intuito de atingir tal objetivo, e sendo muito difícil conseguir deflação numa trajetória de crescimento acelerado, o governo vê-se obrigado a adotar políticas contracionistas. Isto leva a economia a uma situação onde verificar-se-ão menores taxas de crescimento. A recessão é esperada criar pressões deflacionárias, o que numa situação ideal acarretaria em uma desvalorização da taxa real de câmbio.

conseqüentemente reduzindo as restrições ao crescimento. Este processo poderia ser muito demorado, dadas as dificuldades em se desencadear uma ação deflacionária. Esta situação de deflação apesar de seus efeitos benéficos ao setor externo, merece importantes ressalvas quanto aos seus possíveis reflexos nos mais variados setores da economia internamente : a) significativos efeitos distributivos, b) perturbação sobre os preços relativos, c) quebra de empresas, d) dificuldades no sistema financeiro (fragilidade pela não solvência de suas carteiras).

Estas restrições no setor doméstico da economia podem ser minimizadas, se concomitantemente a adoção destas medidas de estabilização forem também adotadas reformas estruturais e institucionais. A reforma trabalhista, a privatização de serviços fornecidos originalmente pelo estado mas que necessitam de vultosos investimentos - telecomunicações, energia, transporte - são modificações que contribuem a reduzir os custos do ajuste.

A última menção a ser feita são das externalidades sobre situação fiscal do setor público. Os fluxos de capitais que aportam o país buscando melhor remuneração, representam ao setor público uma elevação no déficit operacional, exigindo maior controle no lado das despesas primárias. O que se pode concluir pelo lado doméstico é, que a elevação das taxas de juro penalizam a demanda agregada reduzindo o nível de investimentos, e ao mesmo tempo o consumo pois a maior necessidade de financiamento do setor público impõem menor renda disponível aos indivíduos.



6.3 A Experiência Mexicana Recente

No início dos anos 90, depois de quase uma década de crise e forte endividamento e diante da imediata necessidade de retomar o seu crescimento e melhorar as condições de bem estar social da população, o México iniciou seu processo de abertura mediante a ampliação e liberalização comercial com base no estabelecimento de tratados bilaterais e multilaterais, fomentando a entrada de investimentos estrangeiros e por uma reforma estrutural na economia. Através destes procurava-se elevar o nível e quantidade do emprego, produtividade e competitividade. A adoção destas medidas vieram como resposta a necessidades internas do país, e por pressão de entidades externas. Dentre as necessidades destacam-se : a) combate a inflação, b) novo modelo de desenvolvimento, dado o esgotamento do modelo anterior de “substituição de importações”, c) elevar a eficiência e competitividade dos setores produtivos, d) aproveitar as influências positivas do livre comércio sobre o emprego. Quanto às pressões externas, tornou-se importante avaliar a necessidade de pertencer a um grande bloco econômico - NAFTA , e também

fazer parte do grupo de países emergentes com acesso a vultosas somas de capitais financiadores de investimentos.

A estratégia de desenvolvimento baseada na substituição de importações, que foi empreendida na ocasião da Segunda Grande Guerra, favoreceu durante um longo período de tempo altas taxas de crescimentos aliadas a baixa inflação, ainda que gerando algumas distorções. Esta política era sustentada por uma proteção excessiva dos setores domésticos da economia, por um elevado nível de investimentos públicos - estes eram direcionados aos setores de infra-estrutura e desenvolvimento social, e na forma de subsídios a produção e ao consumo. Os resultados negativos deste modelo de desenvolvimento ficaram conhecidos em toda América Latina, onde a estrutura da produção obedecia uma forma oligopólica, pouco eficiente e com um claro perfil não-exportador. Demonstrou-se também ser ineficaz para criar um mercado interno vigoroso, absorver a oferta de mão-de-obra, e distribuir os fluxos de capitais. O reflexo negativo sobre os resultados da conta corrente tornou-se inevitável.

Em meados dos anos 70, começam a surgir as pressões inflacionárias atreladas ao “Twin Deficit” (Déficit Fiscal + Déficit Externo). Estes foram os gatilhos para questionar-se sobre a necessidade de revisar a estratégia de desenvolvimento e realizar ajustes estruturais. Perturbaram o andamento do ajuste, os grandes fluxos de capitais provenientes da indústria petrolífera de exportação e do alargamento do endividamento externo. Estes mascararam o tamanho dos desequilíbrios.

As conseqüências foram graves. Em 1982 os desequilíbrios nos três pontos mais fracos da economia - preços, fiscal e externo - aumentaram abruptamente. O endividamento externo quadruplicou-se e a fuga de reservas não pode ser contida. Isto foi fundamental para evidenciar a fraqueza do modelo de desenvolvimento baseado na substituição de

importações e na exportação de petróleo. A situação foi de tal gravidade que conjuntamente a outros países Latinos, o México suspendeu o pagamento de suas dívidas - Moratória. A necessidade de promover a abertura comercial como novo modelo de desenvolvimento ficou evidente.

De 1983 a 1989 efetuou-se a primeira etapa no processo de abertura comercial com a intenção de alcançar a estabilidade econômica, elevar a eficiência do aparato produtivo, angariar recursos para honrar os compromissos externos, e recuperar o crescimento. A implementação da abertura concebeu-se em um momento de dificuldades e instabilidade, não propício a este tipo de iniciativa, porém tornou-se irregressível. A abertura obedeceu as necessidades de gradualismo, flexibilizando paulatinamente as barreiras comerciais. No ano de 1986 apenas 31,0% das importações estavam sujeitas a controles. De 1986 a 1989 consolidou-se a primeira fase da abertura, com a adesão ao GATT.

Nesta etapa inicial observaram-se os benefícios desta nova estratégia de crescimento. A participação das exportações no PIB elevou-se de 13,5% em 1982 para 18,5% em 1989. As exportações não-petroleiras cresceram de forma espetacular, ocupando um espaço crescente dentro da pauta. A sua participação cresceu de 22% em 1982 para 66% em 1989. Em contrapartida a melhoria do setor externo da economia, a inflação acelerou-se rapidamente, partindo de um nível de 65,0%a.a em 1985 para 160,0%a.a em 1987. As taxas de juro nominais aumentaram na mesma proporção para evitar a queda súbita das captações de recursos. Estas elevaram as necessidades de financiamento do Setor Público. A situação ficou mais delicada com a crise na bolsa de 1987. Em resposta a saída de capitais o Banco Central de México retirou a sustentação do câmbio, o que determinou uma considerável desvalorização do \$Peso.

Em dezembro de 1987 o governo intensificaria as reformas estruturais e institucionais (políticas e financeiras) e criaria um instrumento - “El Pacto de Solidaridad Económica” - que permitiria a recuperação do crescimento e da estabilidade. Com estas medidas a inflação reduziu-se dos 160,0%a.a em 1987 para 52,0%a.a em 1988.

O passo seguinte para concretizar a consolidação das reformas foi a entrada em vigor do “North America Free Trade Agreement” - NAFTA. Vale destacar que os efeitos positivos do primeiro ano de operação do Tratado de Livre Comércio, não foram homogêneos dentro do país e nem tão pouco nos diversos ramos da indústria. Nas regiões onde as atividades econômicas estavam consolidadas ficaram mais favorecidas com a abertura.

No México, infelizmente, os acontecimentos políticos e econômicos deflagrados em 1994 que desenrolaram-se na crise financeira impediram o desempenho normal dos agente econômicos, que em outras ocasiões teriam respondido de maneira muito melhor às oportunidades surgidas do NAFTA.

O fundamental a ser analisado no pós-crise, é o papel desempenhado pela abertura no desenrolar da crise.

A melhoria nas expectativas dos agentes quanto ao futuro da economia mexicana, abriu espaço para uma forte entrada de recursos do exterior que propiciaram consideráveis incrementos das reservas internacionais. Estes fluxos, ao mesmo tempo, ampliaram a capacidade de endividamento externo, puxado pela elevação das importações. A quantidade avolumada de capitais externos fluindo pela conta capital apresentava características voláteis, tais como investimentos em portfolio e curto prazo, muito sensíveis aos altos rendimentos das aplicações financeiras e à percepção de risco e

incerteza. Outros fluxos de característica mais estável também aportaram o país, como os investimentos diretos na aquisição de empresas estatais.

Para evitar os efeitos nocivos destas vultosas entradas de capital, em particular a perda de competitividade externa provocada pela apreciação do câmbio real, foram tomadas diversas medidas de política monetária. Estas foram direcionadas fundamentalmente para a esterilização dos recursos através do Banco Central e pela introdução de limites para o endividamento externo da balança comercial; os recursos obtidos com a venda dos ativos governamentais foram direcionados para a redução do estoque de dívida interna e externa do setor público; limitou-se a capacidade das sucursais dos bancos estrangeiros buscarem recursos no exterior, no intuito de controlar a liquidez.

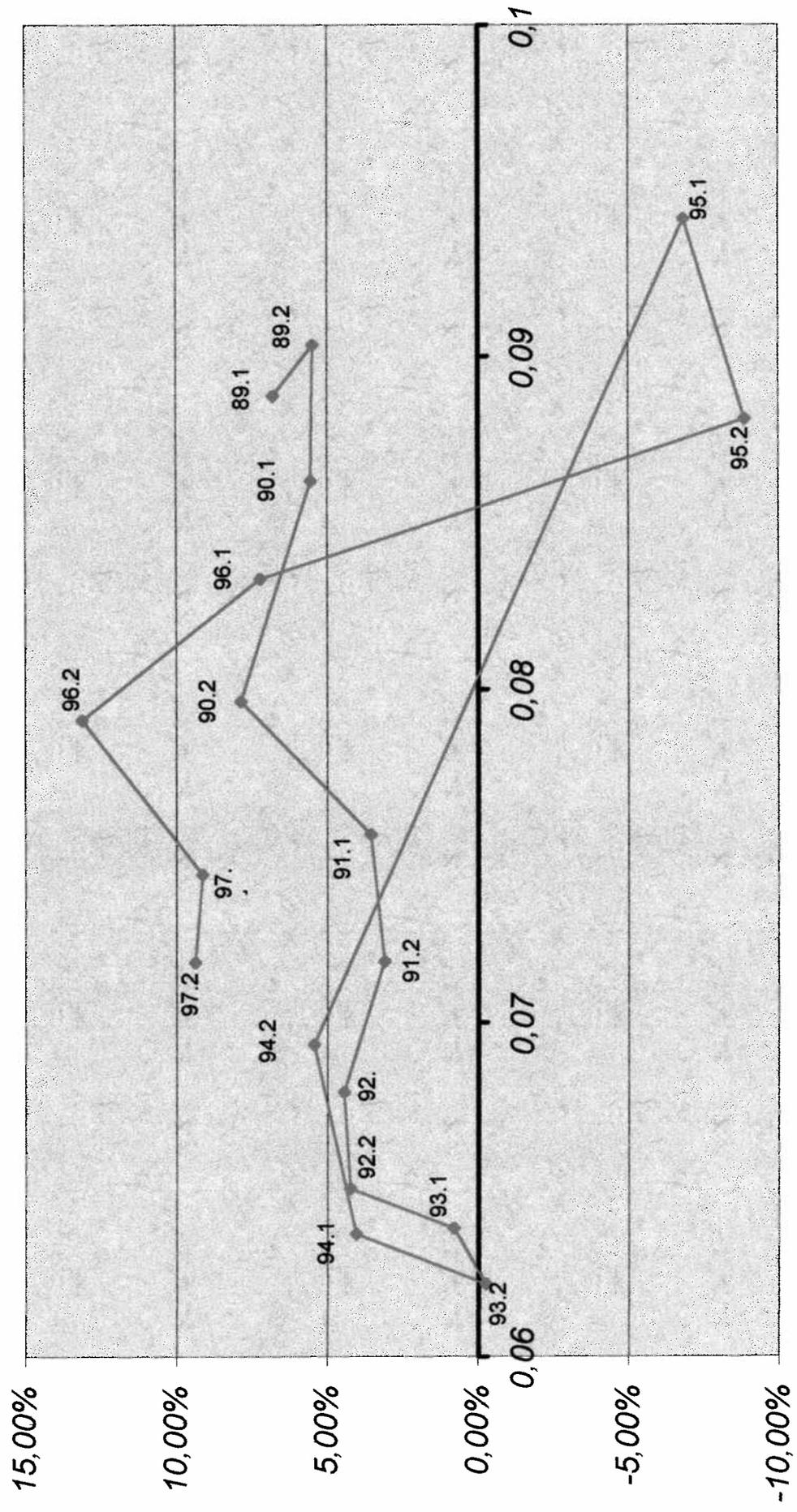
Durante alguns anos, as políticas de esterilização tiveram êxito, e os recursos externos foram um grande apoio para a economia. Incontestavelmente, a apreciação cambial não pode ser evitada. Em março de 1994, ao observar-se maior restrição do capital a entrar no país elevaram-se as taxas de juros afim de manter o fluxo. Esta medida foi insuficiente, e a percepção do risco cambial era crescente. Foram emitidos Tesobonos que foram rapidamente absorvidos por investidores. Em dezembro a crise eclodiu e o câmbio foi flexibilizado.

Para enfrentar a crise empreendeu-se um programa econômico. Os resultados deste acordo não foram os esperados e a crise aprofundou-se em 1995.

Em parte o que é demonstrado pelo andamento das variáveis macroeconômicas ao longo da década de 90, com a efetivação da abertura comercial, é a necessidade em se manter a economia corretamente posicionada entre os cada vez maiores déficits em conta corrente e o crescimento da economia (Crescimento x Resultado Conta Corrente), com a intenção primeira de conservar a taxa de câmbio sustentável. Para tanto requer-se enormes

esforços técnicos e políticos por parte dos condutores de política econômica e dos políticos em geral. Como já visto a economia mexicana foi incapaz de manter-se no “trade-off” ótimo.

Economia Mexicana: Relação Produção Industrial X Câmbio Real (1989.1-1997.2)



Capítulo VII

ABORDAGENS ALTERNATIVAS PARA AS CUSAS DA CRISE DE 1994

7.1 Os Investimentos Financeiros no México

Um dos problemas cruciais dos modelos de crescimento dos países em desenvolvimento é a forma de financiar o crescimento. Sob qualquer ótica, os Investimentos Domésticos desempenham um papel fundamental no andamento de qualquer estratégia de política econômica, e estas estratégias devem buscar incentiva-los ao máximo. Não obstante, os Investimentos Externos desempenham e sempre o farão, parte desta estratégia de desenvolvimento, contribuindo para consolidar as aspirações de crescimento. Um dos erros dos planos passados foi incentivar o investimento externo em detrimento do investimento nacional. Os investimentos externos devem complementar o domésticos e não substituí-los.

Os investimentos externos podem ingressar no país na forma de investimentos diretos, endividamento público ou privado, e investimentos em carteiras. Na crise passada havia-se abusado de todos os quatro tipos. Porém momentos antes de irromper a crise, analistas de mercado e até mesmo agências de classificação de risco avaliavam que a situação mexicana era controlável dentro de um ambiente doméstico propício ao crescimento. Para alguns poucos mais céticos, a situação das contas externas era mais frágil e demandava maior atenção e esforço para contornar o problema. Apesar destes alertas a crença que norteava o mercado era de que as coisas iam bem e que a conta corrente respondia às necessidades de crescimento da economia. Acima de tudo, acreditava-se que os financiamentos continuariam a inundar a conta capital mexicana.

O resultado contudo, mostra-nos um desenrolar pouco diferente, que foi necessário desvalorizar o câmbio deixando que a instabilidade tornasse a aflorar. Neste mesmo momento surgiram críticos contumazes dos capitais estrangeiros de investimento em carteiras (anteriormente muito bem recebidos), estampando em sua face o perfil volátil e especulativo. A eles culpavam-se a desvalorização.

Estes fluxos são de fato bastante sensíveis a variações nas taxas de retorno internacionais, especialmente daquelas de países desenvolvidos e portanto menor risco. Também não são poucos aqueles que procuram restringir a entrada destes fluxos errantes que buscam a melhor remuneração e contribuem pouco para o crescimento do país.

Todavia, sem menosprezar as críticas aos “capitais especulativos”, as fraquezas e omissões que detonaram a crise encontram-se mais presentes na política econômica que nos fatores externos. A situação vivida no final de 1994 não foi algo que tornou-se inevitável, mas sim consequência de falhas diretas nas conduções de política. As regras que operam os fluxos de investimento em carteira são claras e conhecidas. Uma vez feita a opção de financiar-se via este tipo de capital deve-se obedecer as regras e não se permitir extrapolar na utilização.

7.2 Determinantes do investimento

Os investimentos em carteira podem ser divididos em dois tipos: a) mercado de bolsa de valores; b) mercado de dinheiro. O primeiro responde à razão preço/utilidade esperada, à desvalorização esperada da taxa de câmbio, à diferença entre o prêmio de risco e a classificação de risco soberano, à diversificação média dos fundos globais de renda variável, e à alguma variável de fluxo. O segundo tipo de investimento, responde ao cupon cambial (diferença entre as taxas de juros do país em questão e as taxas de um

outro país alternativo para o investimento, descontado da desvalorização cambial esperada), à diferença entre o prêmio de risco e a classificação de risco soberano, à diversificação média dos fundos globais de renda fixa, e à alguma variável de montante de fluxo de investimento.

7.3 Algumas conclusões preliminares

A despeito do que é lógico de se pensar, ou o que a teoria econômica explica como dos principais fatores determinantes do investimento, os investimentos não são tão sensíveis às variações nas taxas de juros. Uma das explicações amplamente utilizadas para a saída de capitais do México, foi a elevação da taxa de juros Americana a qual não foi totalmente compensada pelos aumentos nas taxas de juros mexicanas. Vários tipos de fundos buscam os mercados emergentes de forma a incrementarem suas carteiras. Os conhecidos como “Hedge Funds” tem característica mais volátil e responderiam mais prontamente às elevações das taxas externas, entretanto estes compunham a menor parcela de recursos aplicadas no México pré crise. Outros fundos como os do tipo “Fundos América Latina” tem baixa movimentação dos recursos, ou tal como os “Global Funds” que apesar de estarem menos ligados a um mercado específico, normalmente tem definidas as participações de cada país na sua carteira de acordo com o princípio de diversificação de risco. Os fundos do tipo “Fundos América Latina” eram aqueles que respondiam pela maior parcela do mercado, e além disso os seus investidores tem perfil de mais longo prazo. O mesmo vale para fundos de renda variável.

A taxa de câmbio esperada é uma outra variável que determina os investimentos.

Quando a perspectiva de uma desvalorização mais acentuada está presente, é o momento de distinguir os investidores mexicanos dos estrangeiros. Os mexicanos surpreendentemente correriam para o dólar, abandonando o peso. Isto é facilmente

explicado pelo fato de já terem passado por experiências de maxi-desvalorização recentemente, por controles nas saídas de reservas, na transformação compulsória de depósitos em dólar para depósitos em peso, seriam algumas das justificativas para a corrida acelerada na busca do dólar. Por outro lado, os investidores estrangeiros avaliaria o risco de seu portfólio, a situação e depois tomaria sua decisão.

Algumas evidências para comprovar este fato seriam as recorrentes recomendações de analistas financeiros estrangeiros sobre a confiança no Governo mexicano na condução da economia, até períodos bem próximos a Dezembro de 1994. A melhor evidência é o constatado após o assassinato do candidato a presidência Luis Donaldo Colosio. No mês posterior as reservas internacionais caíram US\$11 Bi, o meio de circulação em pesos novos sofreu um decréscimo de PN\$21.294,80 Mi (equivalente a US\$6,571 Bi).

Uma análise posterior deste movimento demonstrou que a montante de pesos novos detidos por mexicanos havia caído PN\$15.806 Mi enquanto que a parcela detida por estrangeiros somente PN\$5.488,6 Mi. Em Março de 1994 mês do assassinato, os estrangeiros detinham 59,9% do meio circulante.

O regime cambial, e portanto a taxa de câmbio real é um instrumental que está sob o controle das autoridades. Se mantêm-se uma taxa de câmbio fixa ou por regras pré-determinadas, podem-se controlar os fluxos de entrada e saída de capital através da política monetária. Em abril de 1994 as autoridades monetárias aumentaram consideravelmente a liquidez da economia mediante uma expansão de crédito doméstico líquido, afim de esterilizar o efeito das saídas acabou sendo financiador de parte destas. O posicionamento deveria ser restritivo e atuar como instrumento de para controlar o câmbio, e abdicar de sua função original de buscar a estabilidade dos preços. O regime

cambial transforma-se em instrumento de controle da inflação ao converter-se em âncora cambial.

Em 1994 as autoridades mexicanas encontravam-se num dilema. Como era um ano de eleições se poderia permitir uma elevação das taxas de juros que trariam a economia para baixo. Ao contrário o objetivo era realmente o inverso, estimular a economia e fazer com que as pressões do desemprego fossem as menores possíveis. Contudo esta não era a mais adequada para a sustentabilidade da política cambial. Ainda mais, era exigida uma política monetária restritiva para segurar as saídas de capital de investidores mexicanos, porém perturbaria o resultado aparentemente tranqüilo das eleições.

O que pode-se avaliar da Taxa de Câmbio Esperada (desvalorização) é que esta é uma variável sob o controle do governo, salvo em ocasiões de choques externos. Assim sendo uma situação onde ocorre desvalorização é fruto de erros de política econômica. O governo decidiu manter sua política cambial enquanto ainda tinha relativo espaço de manobra, permitindo que as contas externas chegassem a patamares não financiáveis.

Não se pode culpar o investido por retirar seu dinheiro do país diante de erros na condução da política econômica. Para evitar as saídas abruptas de capital não se deve comprometer a política econômica com erros tão graves, mesmo quando o capital mais volátil é o capital nacional (mexicano).

As duas outras variáveis na determinação dos fluxos de capital é : a) diversificação, b) prêmio de risco Vs avaliação de risco. Ambas variáveis estão diretamente ligadas ao tipo de fundo de investimento presente no país. No México, a quantidade de investimentos de fundos expandiu-se de maneira absurda a partir da década de 90, quando os fundos começaram a buscar boas oportunidades de retorno. Os fluxos crescentes até 1993 representaram fonte importante de financiamento, pois cresciam a taxas superiores as

taxas de expansão do déficit. Em 1994 esta característica inverteu-se, não pela piora na avaliação do risco México, mas pelo fato dos fundos já terem atingido seu ponto ótimo na alocação local. Esta última variável é fundamental para permitir o fluxo de grandes fundos de investimento, e garantir aos pequenos maior segurança. Em 1994, Moody's e Standard & Poor's rebaixaram o risco da dívida soberana de curto prazo mexicana o que contribuiu para que os estrangeiros integrassem o grupo dos mexicanos e abandonassem o país e torna-se a desvalorização como opção única de escolha.

7.4 Conclusões

- a) Os investimentos mexicanos em carteira são mais voláteis e especulativos que os investimentos estrangeiros em carteira.
- b) As saídas de capital foram fundamentalmente resposta a erros na condução da política econômica, e não por movimentos especulativos de investidores estrangeiros ávidos por quebrar o Banco Central.
- c) O tipo de câmbio esperado é uma variável dentro do controle da Autoridade Financeira.
- d) As taxas de juros externas não desempenham fator tão primordial na decisão de investimento dos agentes, apesar da sua importância.
- e) A melhor maneira de controlar o fluxo de capital para o país é efetuando as políticas corretas.

Conclusão

A crise mexicana representou, inexoravelmente, o movimento mais violento dos capitais “globalizados” deste final de século. A importância dos estudos realizados sobre as causas e consequências da crise mexicana é crescente, justificada por um alargamento nas preocupações quanto a sustentabilidade das políticas macroeconômicas implantadas pelos diferentes governos de países em desenvolvimento. Os fluxos de capitais mundiais representam muito mais do que “forças desestabilizadoras”, tal como costumam ser denominados por aqueles que não compreendem sua função de financiadores do crescimento. A característica de alta volatilidade, peculiar a determinadas espécies de capital, é tão mais verdadeira quanto mais duvidosa for a coordenação das políticas macroeconômicas pelos governantes das nações emergentes. Os capitais errantes apenas desempenhariam um papel precipitador das crises, ou seja, as avolumadas saídas de capitais estariam antecipando uma situação precária, inevitável e insustentável a mais longo prazo. Neste entendimento, os fluxos contribuiriam para o crescimento nacional enquanto a condução da economia se fizesse de maneira coerente, e agiriam adversamente quando a economia anunciasse restrições ao modelo adotado. As sanções sofridas por aquelas economias de situação frágil, far-se-iam de forma mais acelerada e letal, comparativamente aos efeitos recessivos que

naturalmente surgiriam ao longo dos anos em resposta a adoção de uma postura econômica desaconselhada.

Analisando-se o caso mexicano mais especificamente, não existe total consenso, no que concerne às razões da detonação da crise. As verdades são da existência de um problema de proporções grandiosas na conta corrente; uma posição pequena das reservas internacionais diante das obrigações externas de curto prazo; um regime de controle das taxas de câmbio gerando conseqüentemente uma substancial apreciação; e fulminantemente uma alta taxa de mobilidade de capitais e globalização financeira implicando em desvios inesperados nas rotas dos fluxos estrangeiros.

As dúvidas, por outro lado, são em relação aos agentes que incitaram inicialmente o refluxo dos capitais para suas origens; e por que razão as expectativas quando ao andamento da economia modificaram-se tão vorazmente se as justificativas para a crise já eram conhecidas à priori pelos agentes financeiros de Wall Street. A argumentação de que os próprios mexicanos teriam liderado a fuga do México não é totalmente descartada, tal como apresentado no Capítulo VII deste trabalho. As hipóteses apresentadas não são totalmente conclusivas, porém colocam sub júdice as acusações ao “capital especulativo internacional” como sendo o grande culpado pelos resultados negativos da economia mexicana no período “pós-tequila”. Quanto ao conhecimento irrestrito dos agentes financeiros sobre a situação corrente do México em 1994, também não é consenso. Assim sendo, colocando estas duas possibilidades conjuntamente o que atingimos é uma situação onde o nervosismo dos agentes internos quanto ao fracasso de um outro plano econômico, vis-à-vis o conturbado cenário político interno somado à frágil condição da conta corrente, pudesse fazer renascer a inflação sendo necessária a flexibilização da taxa de câmbio impondo perdas ao capital financeiro investido, teria

impulsionado a saída de parte da poupança interna dos mexicanos. Esta indecisão quanto ao posicionamento dos investidores locais semeia a dúvida entre os investidores internacionais, que reduzem suas exposição ao risco mexicano, outrora muito baixo. A crise explode em uma situação que mistura “self-fulfilling panic” e desalinhamento dos fundamentos econômicos adicionados aos choques externos da economia mundial. A falta de credibilidade na capacidade do governo em conduzir as políticas necessárias para o ajuste nas variáveis mais sensibilizadas gerou as incertezas quanto a capacidade de refinanciamento do déficit, situação inexistente anteriormente. Estas incertezas dispararam a primeira fuga de capitais, que no momento foi completamente esterilizada pelo Banco Central, expondo a economia a maiores saídas, já que as primeiras contaram com “financiamento” estatal. A situação do México já era mais delicada. Poucas semanas antes da rodada final, O Fed - Federal Reserve Board, descumpre com o acordo informal firmado com o Banco Central de México, de fornecimento de liquidez caso as reservas internacionais atingissem patamar muito baixo, alegando que este pacote de auxílio a ilíquidez temporária não viria em socorro a políticas econômicas aplicadas erroneamente. Este anúncio do Presidente Alan Greenspan, serviu de gatilho para o maior refluxo de capitais já visto. Neste momento ficou evidente que a situação conjuntural mexicana não era sustentável na forma que vinham sendo conduzidas as políticas e que mudanças profundas precisavam ser executadas. Os investidores internacionais assustados com as “boas novas”, acompanham a retirada dos recursos pelos mexicanos. Resta ao governo flexibilizar a moeda e apertar as políticas fiscal e monetária, determinando um penoso ajuste durante o ano vindouro.

O caso mexicano apresenta muito bem a necessidade da coerência nas políticas adotadas no seu entendimento mais amplo de longo prazo. As políticas de curto prazo são fundamentais para o cumprimento de uma agenda de compromissos, porém pouco

tem de fundamental para garantirem a estabilidade. A fundo de exemplo, as elevações nas taxas de juros da dívida emitida internamente, garante que fluxos de capitais financiem os compromissos externos de investimento e pagamentos, em contrapartida exercem pressão sobre o tamanho do déficit interno sendo necessários os convenientes ajustes no lado da despesa. Uma vez que estes ajustes não são conduzidos de maneira clara e explícita as incertezas sobre a economia serão crescentes, abrindo margem para uma futura perda total de credibilidade. Esta situação pode ser transcrita para a atual conjuntura brasileira, que depende fundamentalmente a implementação de reformas nas áreas fiscal, tributária, previdenciária, etc.

Outro aspecto a ser analisado da economia mexicana é a evolução recente das variáveis macroeconômicas. Após a deflagração da crise, no fechamento do ano de 1994, algumas das variáveis críticas sofreram ajustes retirando grande parte do peso das incertezas quanto a sustentabilidade do modelo. Na atual situação o que pode perceber-se é um reagramento da situação em aspectos específicos da economia. Um primeiro aspecto seria a apreciação da taxa de câmbio real, colocando-a suficientemente próxima ao nível pré-crise para cogitar-se a hipótese de uma nova correção no seu patamar. Nas contas externas, principalmente a balança comercial, a aceleração na expansão do déficit é um segundo aspecto bastante similar ao padrão encontrado em 1994. Na economia interna, o nível de atividades da economia continua bastante acima daquele considerado de equilíbrio dadas as restrições impostas pelo setor externo e pela política monetária restritiva anti-inflacionária, mesma condição aparentemente espetacular da economia em 1994, quando o crescimento transparecia compatível. Quanto as expectativas, estas ainda encontram-se abaladas pelo contágio negativo da crise asiática, merecendo um certo desconto. Assim seria conveniente afirmar que as expectativas são pró-México, exatamente como eram no ano anterior a crise.

Estas constatações não pretendem pré anunciar uma nova crise de balanço de pagamentos no México, mas somente atentar para o fato de que as pressões sobre a economia estão novamente surgindo por todos os lados, e que os ajustes implantados forçosamente pela crise já estão retrocedendo. Algumas das condições no entanto, principalmente àquelas de caráter político, são diametralmente opostas àquelas apresentadas no ano do “Tequila”, o que diminui em importância muitas das interpretações cabalísticas de crise. Estas atuais condições das variáveis macroeconômicas são em grande parte reflexos do modelo de estabilização adotado por muitos dos países emergentes

A evolução das variáveis macroeconômicas estará diretamente condicionada a situação da economia internacional como financiadora do déficit externo e principalmente da

Bibliografía

- Amadeo, Edward J. (1996), "The knife-edge of exchange-rate-based stabilization: impact on growth, employment and wages", UNCTAD Review (United Nations Conference on Trade and Development).
- Banco Central de México (1994), "La evolución de la economía mexicana, Informe anual 1994", (México City).
- Banco Central de México (1995), "La evolución de la economía mexicana, Informe anual 1995", (México City).
- Banco Central de México (1996), "La evolución de la economía mexicana, Informe anual 1996", (México City).
- Banco Central de México (1997), "La evolución de la economía mexicana, Informe anual 1997", (México City).
- Calvo, G., e Enrique G. Mendoza (1996), "Mexico's balance of payments crisis: a chronicle of a death foretold", Journal of International Economics, nº41, 235-264.
- Calvo, R. e Eugenia Correa, (1996), "Inversion de cartera y setor externo en la economía mexicana", Comercio Exterior, abril (Banco Nacional de Comercio Exterior).

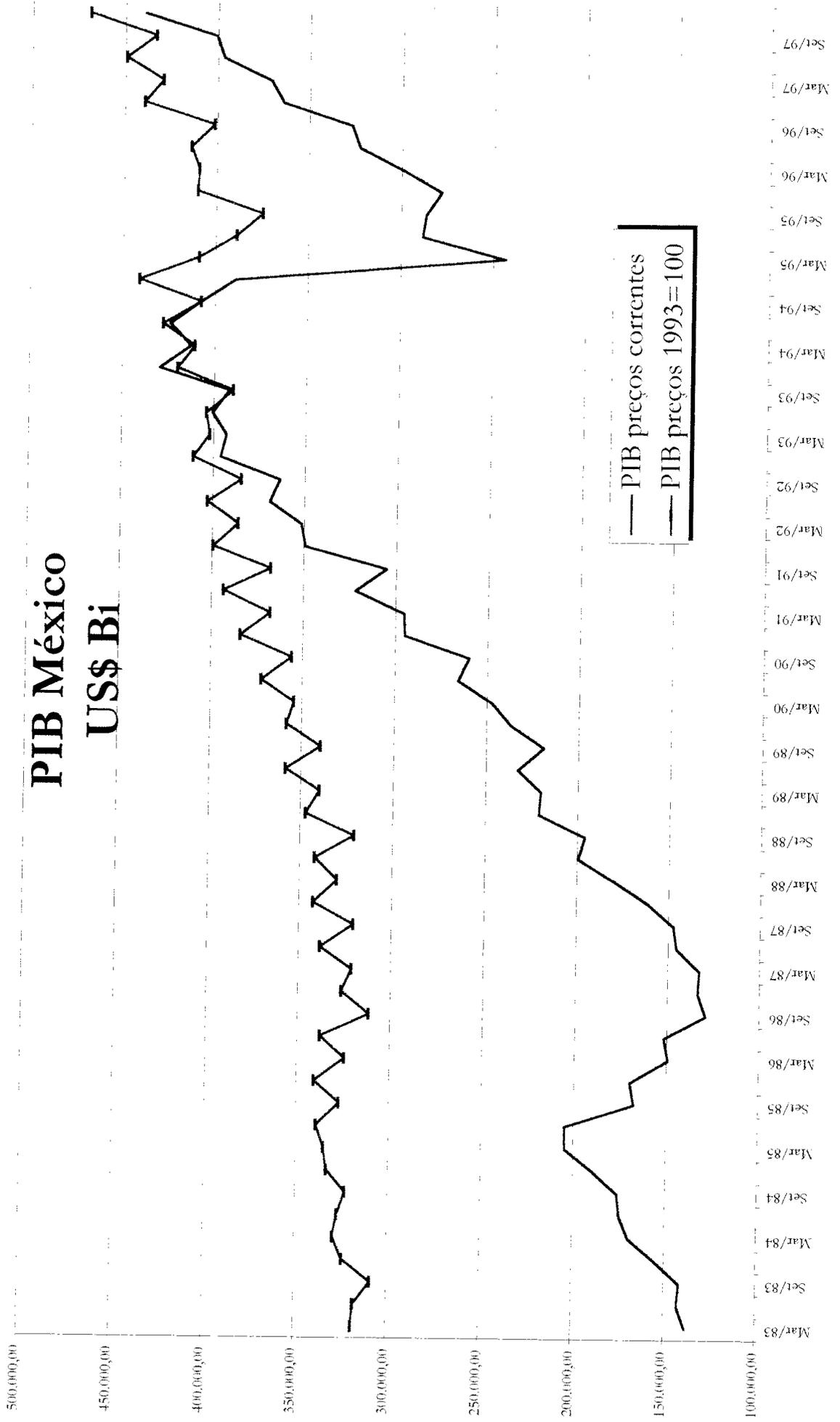
- Faria, Lauro Vieira (1997), “Quando a desvalorização Funciona”, Revista Conjuntura Econômica, maio (Fundação Getúlio Vargas).
- Heath C., Jonathan (1996), “La inversion extranjera de cartera en México”, Comercio Exterior, janeiro (Banco Nacional de Comercio Exterior).
- Hanke, Steve H.(1995), “A tale of two pesos: A comparison of currency policies in Mexico and Argentina”, heritage lecture nº 552 (The Heritage Foudation Lectures and Educational Programs), Baltimore: The Johns Hopkins University.
- Ibarra, David (1995), “Algunas experiencias devaluatorias”, Comercio Exterior, março (Banco Nacional de Comercio Exterior).
- Sachs, Jeffrey, e Aarón Tornell e Andrés Velasco (1996), “The mexican peso crisis: sudden death or death foretold ? ”, Journal of International

Índice Gráfico

	Página
1. Produto Interno Bruto (PIB) Unidade : Bilhões de dólares (EUA) Período : Mar/1983 a Dez/1997 Dados : Trimestral Fonte : Instituto Nacional de Geografia Estatística do México	64
2. Produção Industrial Total Unidade : Percentual Período : Jan/1986 a Mar/1998 Dados : Variação da média móvel semestral, com relação a mesmo período do ano anterior. Fonte : Instituto Nacional de Geografia Estatística do México	65
3. Taxa de Desemprego Aberto Unidade : Percentual Período : Jan/1986 a Mai/1998 Dados : Variação mensal Fonte : Instituto Nacional de Geografia Estatística do México	66
4. Inflação ao Consumidor Unidade : Percentual Período : Jan/1989 a Abr/1998 Dados : Variação mensal Fonte : Instituto Nacional de Geografia Estatística do México	67
5. Taxa de Câmbio Real Unidade : Pesos/ Dólar Período : Jan/1993 a Dez/1997 Dados : Taxa de câmbio de venda no mercado livre. Fonte : Bloomberg	68
6. Reservas Internacionais Unidade : Bilhões de dólares (EUA) Período : Jan/1986 a Abril/1998 Dados : Mensal Fonte : Banco Central de Mexico	69

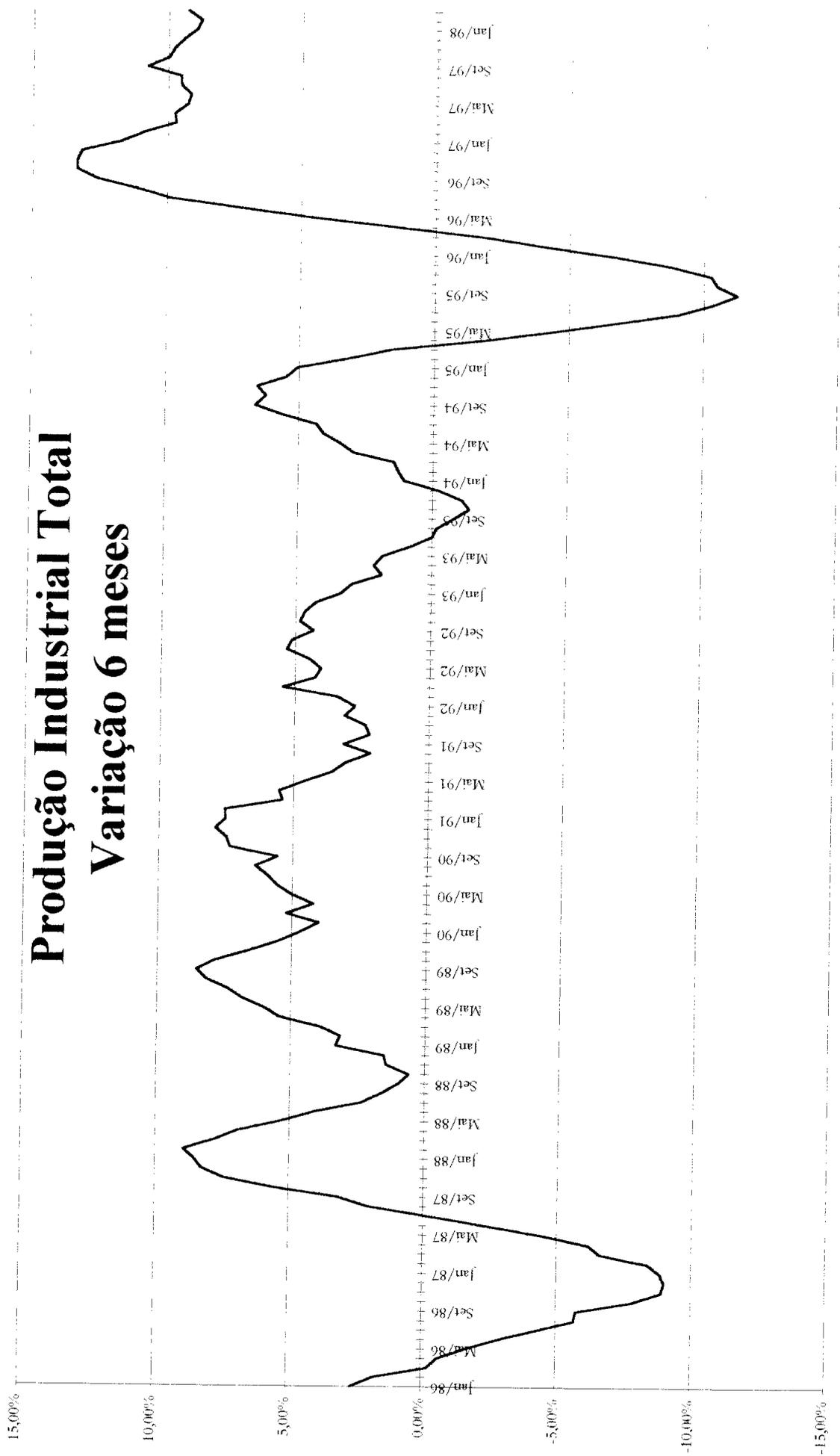
7. Balança Comercial 70
Unidade : Milhões de dólares (EUA)
Período : Jan/1983 a Maio/1998
Dados : Resultado Mensal
Fonte : Banco Central de México
8. Balança Comercial Aberta 71
Unidade : Milhões de dólares (EUA)
Período : Jan/1994 a Maio/1998
Dados : Resultado Mensal, aberto por exportação e importação
Fonte : Banco Central de México
9. Participação de Investidores Externos no Mercado Financeiro 72
Unidade : Percentual
Período : Jan/1994 a Mar/1998
Dados : Mensal
Fonte : Banco Central de México
10. Perfil da Dívida Externa 73
Unidade : Milhões de dólares (EUA)
Período : Jan/1990 a Dez/199
Dados : Mensal
Fonte : Banco Central de México
11. Perfil da Dívida em Proporção do PIB 74
Unidade : Percentual
Período : Jan/1990 a Dez/199
Dados : Mensal
Fonte : Banco Central de México

PIB México US\$ Bi

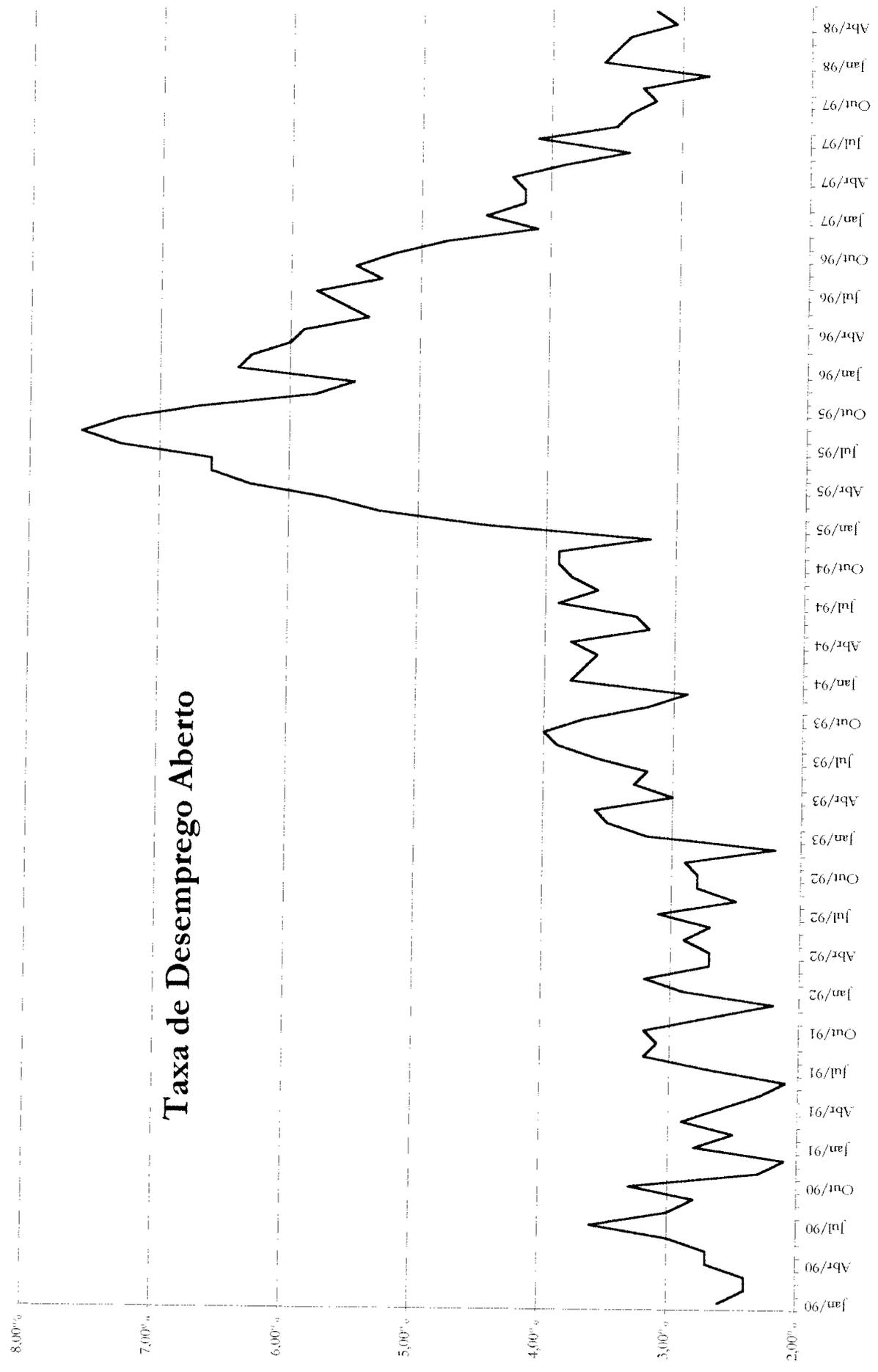


Produção Industrial Total

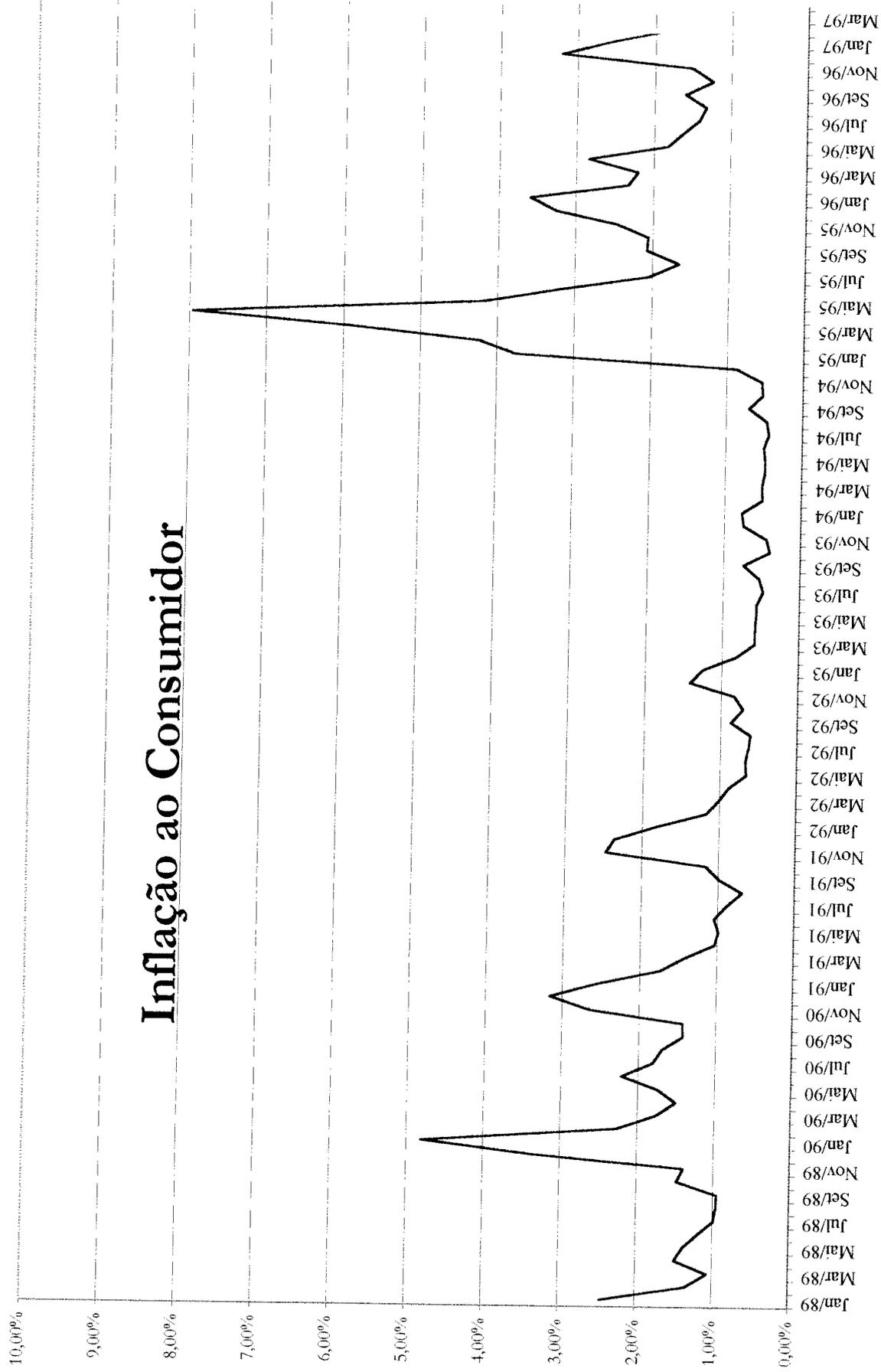
Varição 6 meses

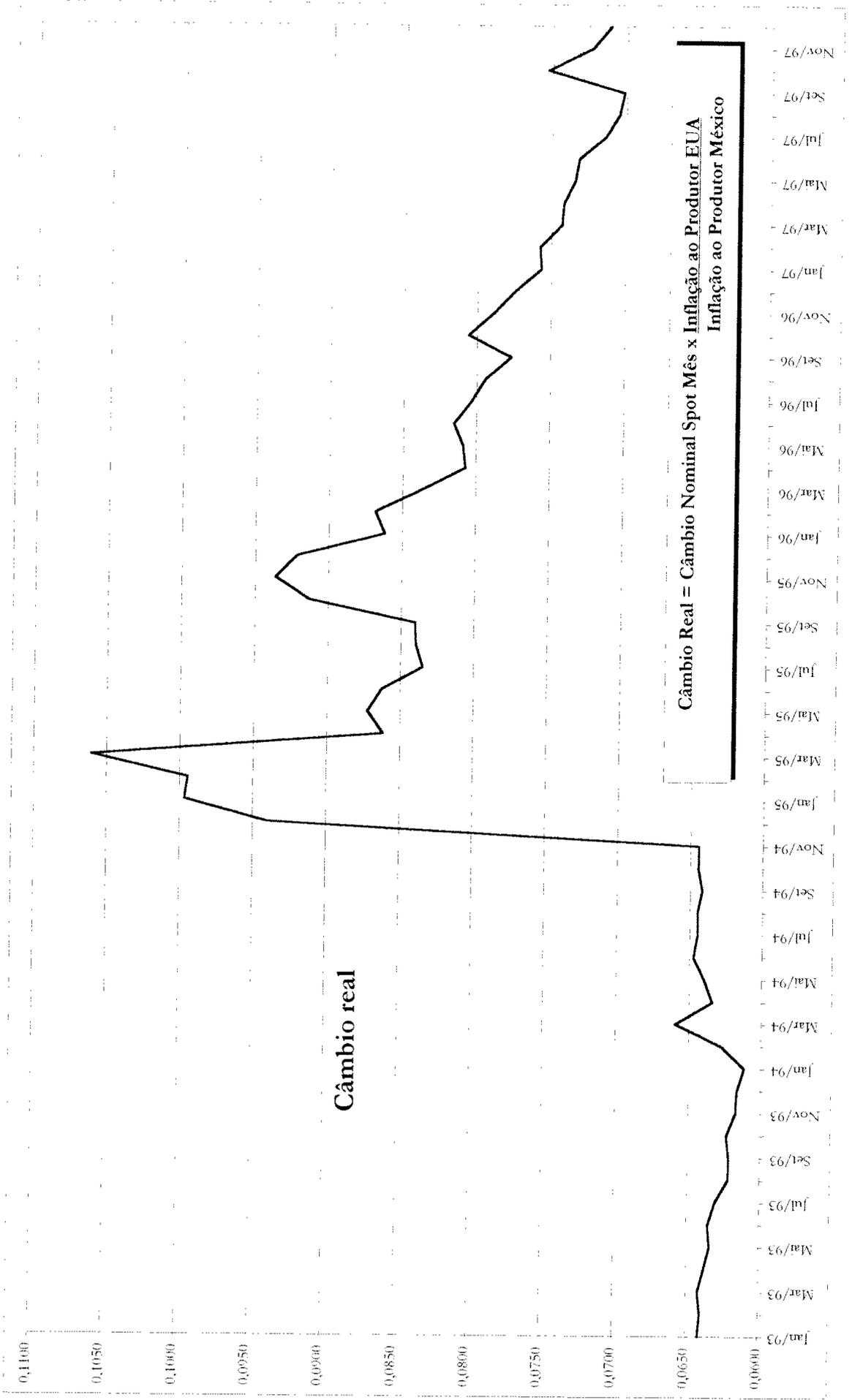


Taxa de Desemprego Aberto

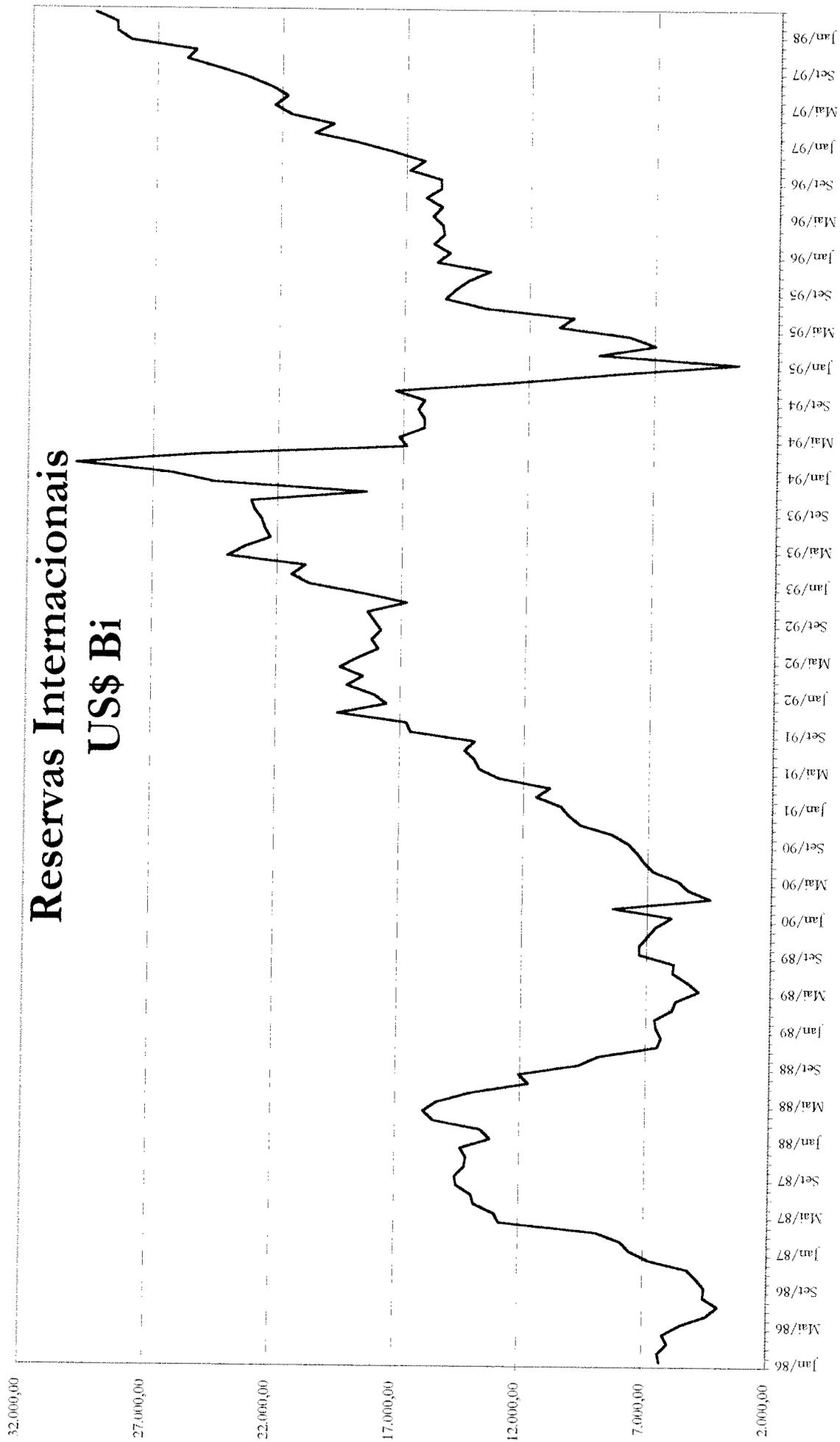


Inflação ao Consumidor

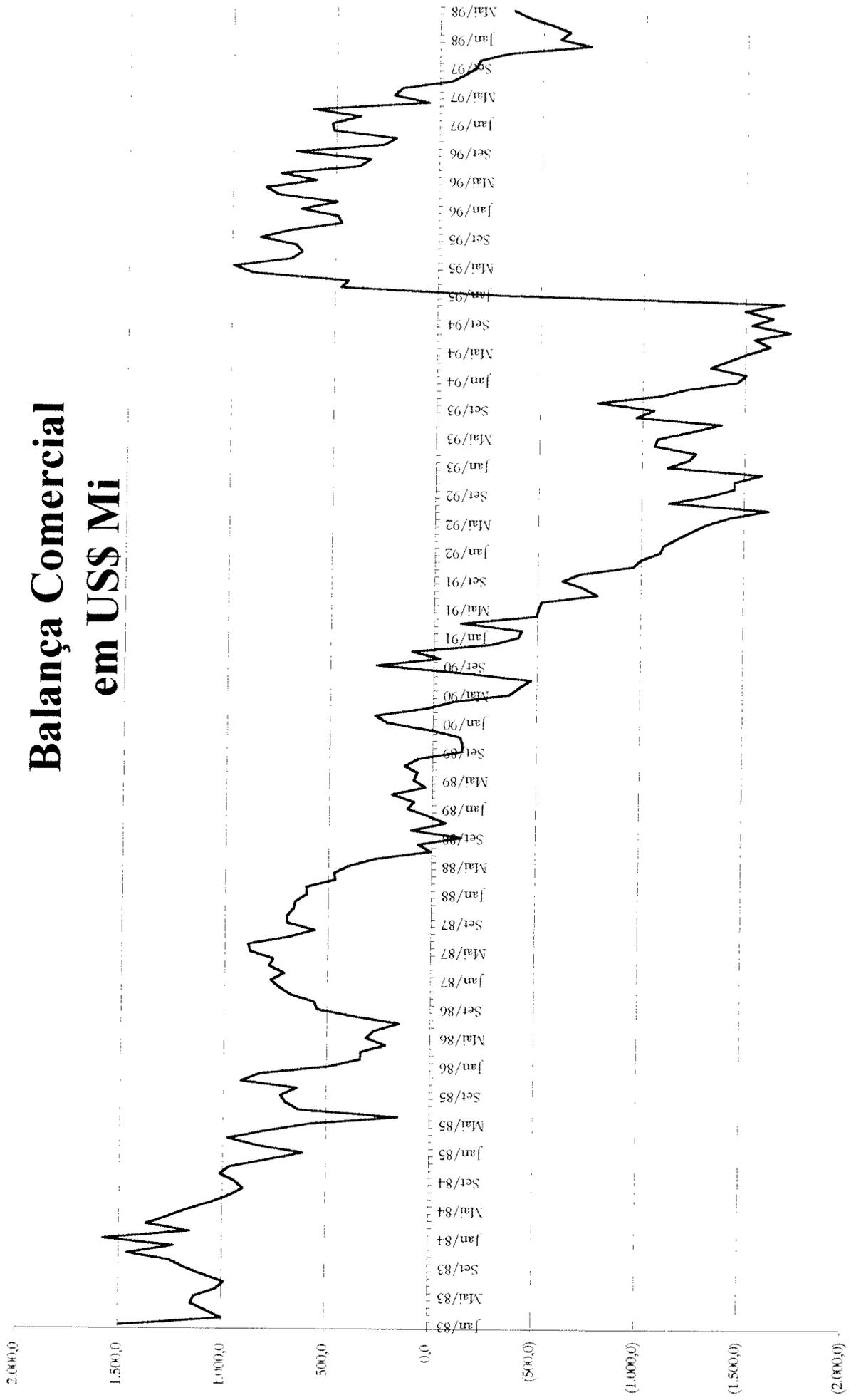




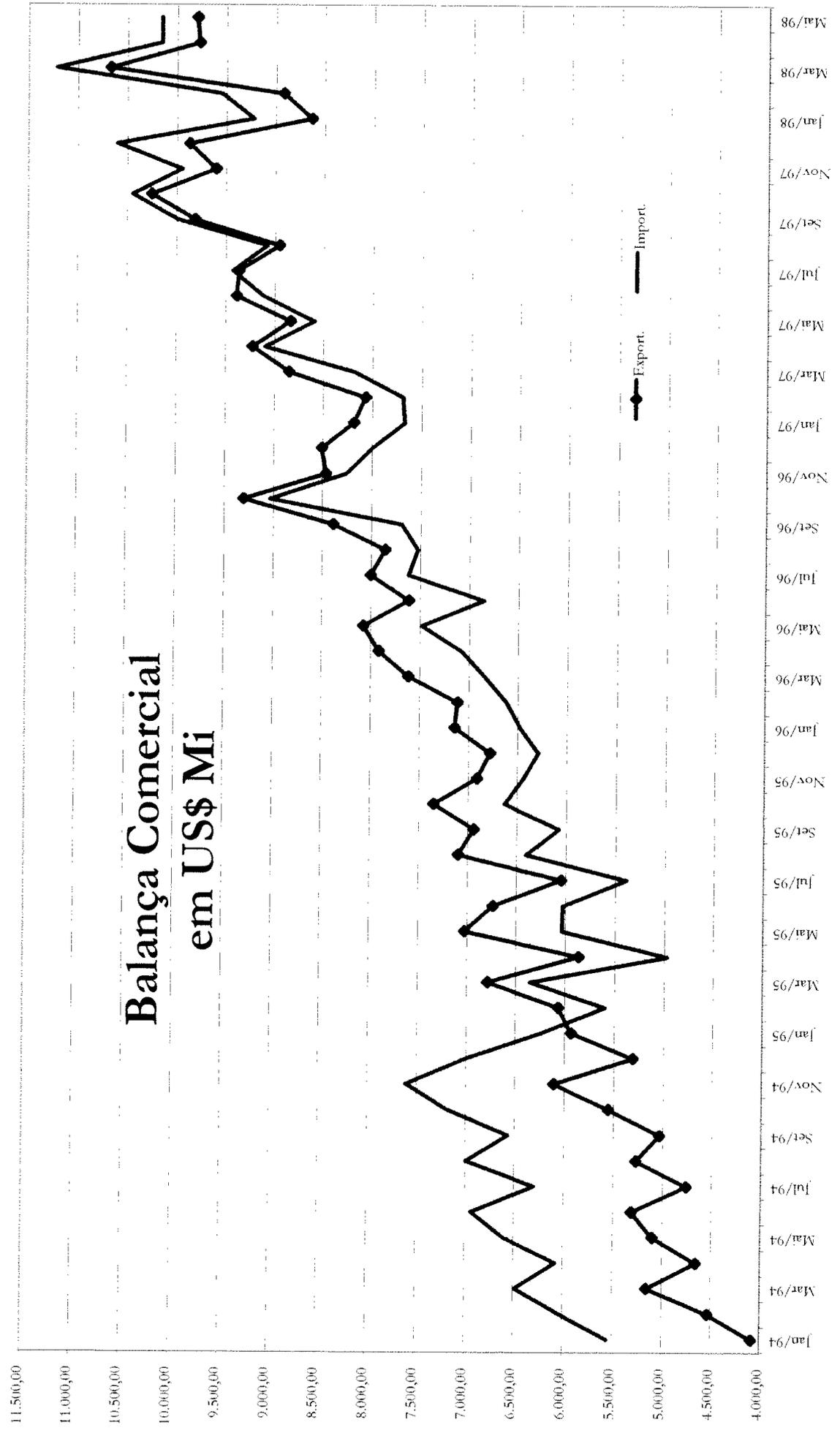
Reservas Internacionais US\$ Bi



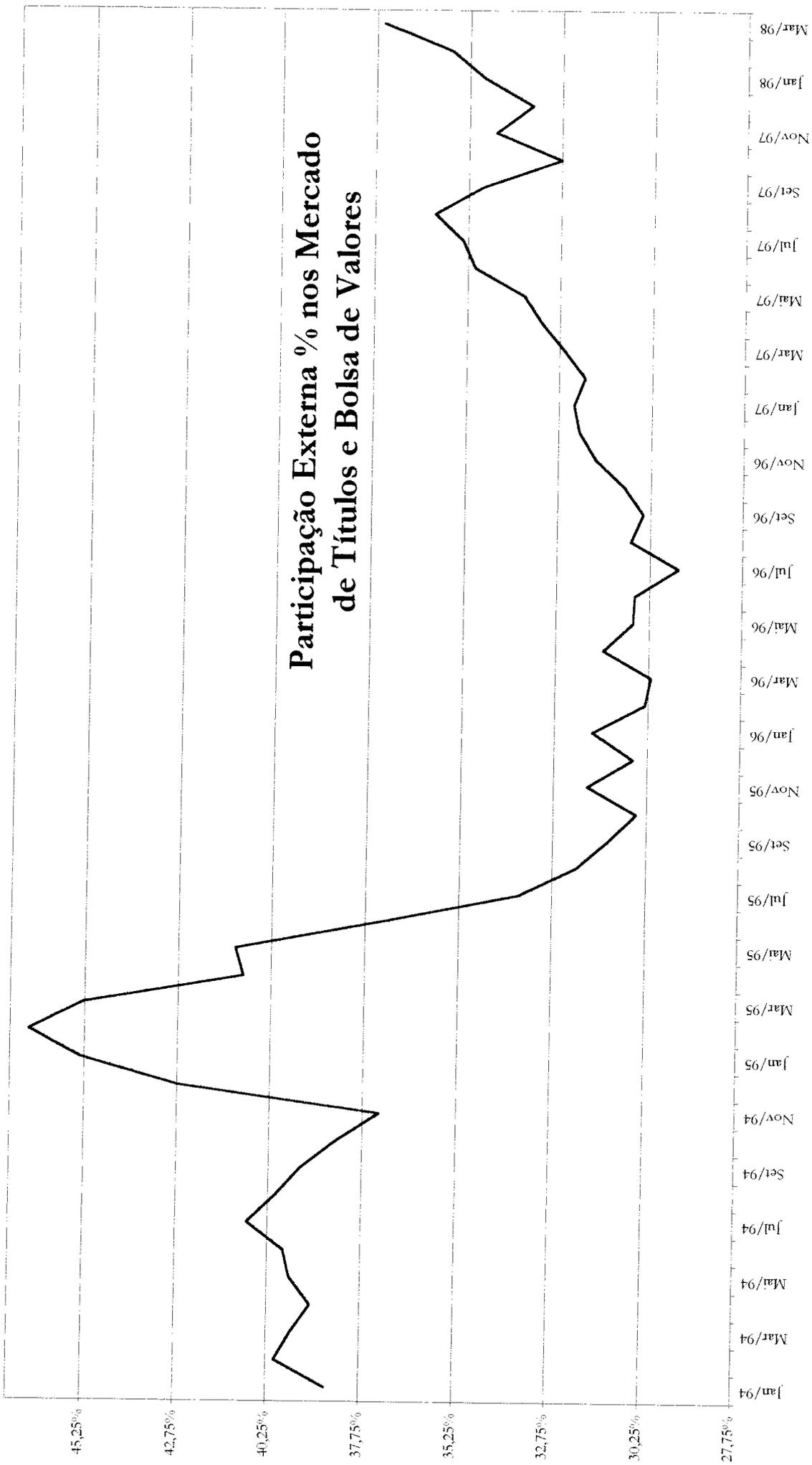
Balança Comercial em US\$ Mi

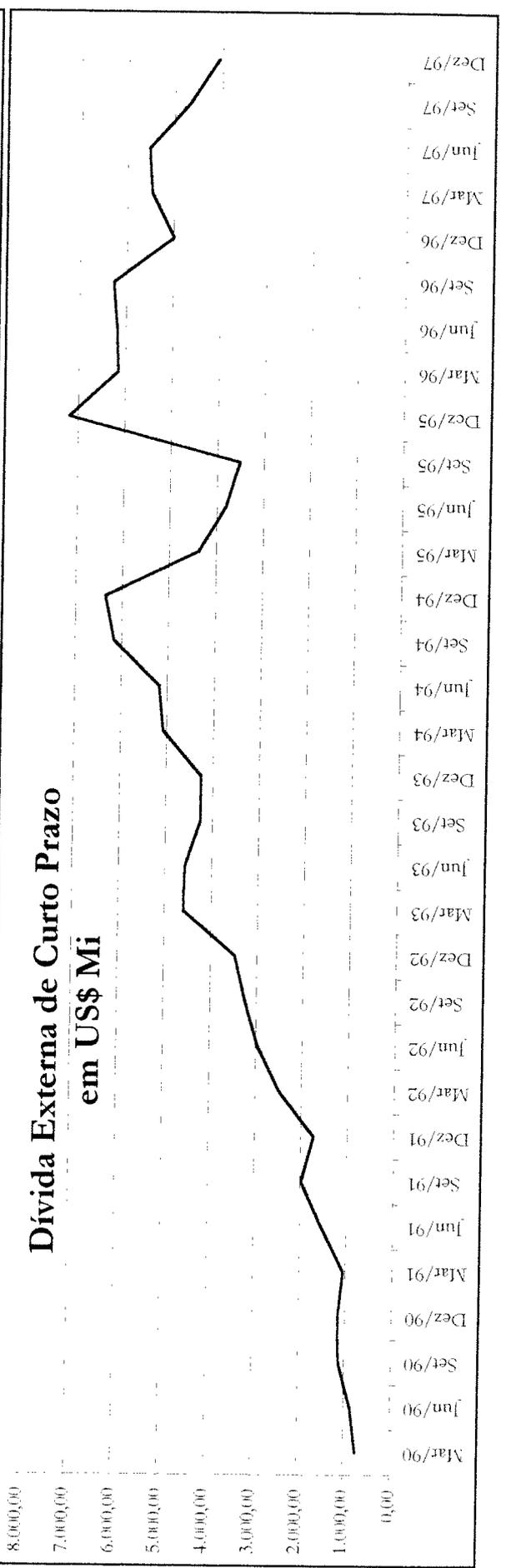
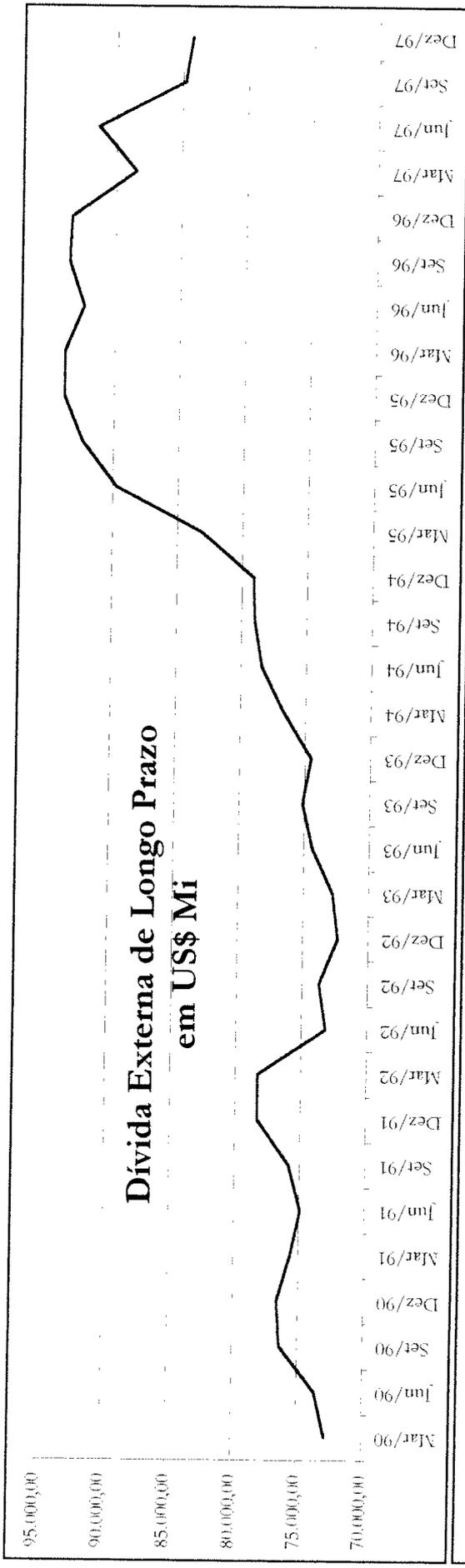


Balança Comercial em US\$ Mi

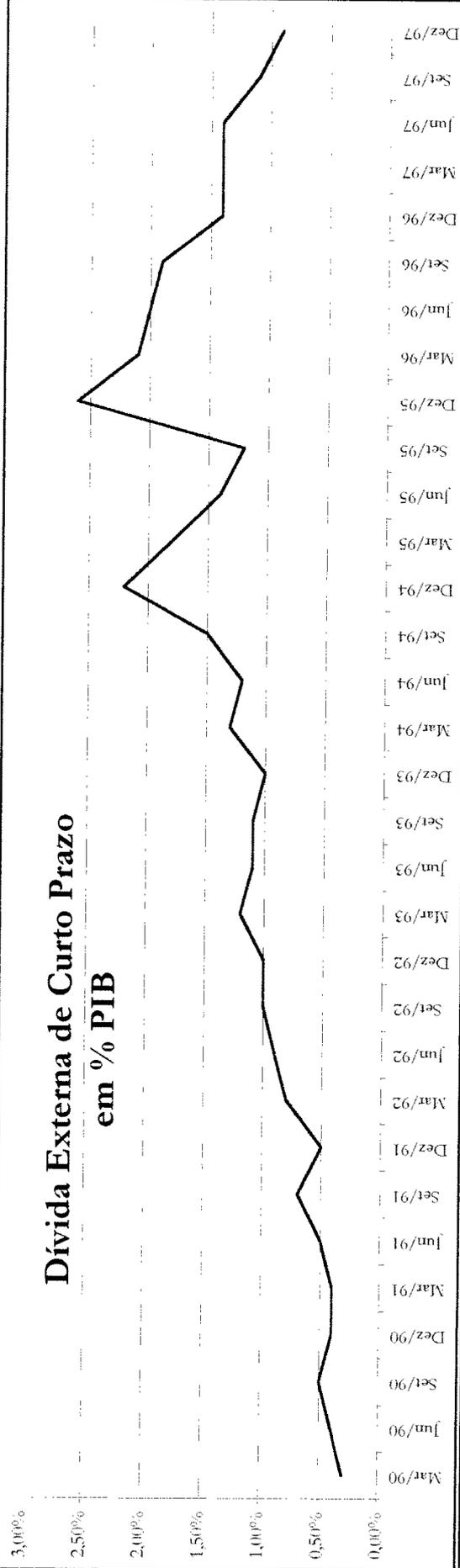


Participação Externa % nos Mercado de Títulos e Bolsa de Valores





Dívida Externa de Curto Prazo em % PIB



Dívida Externa de Longo Prazo em % PIB

