

# POUPANÇA EXTERNA, VULNERABILIDADE E CRISE CAMBIAL: OS CASOS DE MÉXICO, BRASIL E ARGENTINA

*FOREIGN SAVINGS, VULNERABILITY, AND EXCHANGE CRISIS: THE  
CASES OF MEXICO, BRAZIL, AND ARGENTINA*

**Douglas Alcantara Alencar**

Mestrando no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Estadual Paulista (Unesp).

*E-mail:* dougsky@gmail.com

**Paulo Rogério Scarano**

Doutorando em Ciências Sociais no Programa de Pós-Graduação da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Professor e pesquisador do Núcleo de Análise de Economia Contemporânea do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM).

*E-mail:* paulo.scarano@mackenzie.com.br

## Resumo

O objetivo do presente trabalho é identificar as possíveis relações entre a utilização de poupança externa e a deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa no período que antecedeu as crises cambiais do México, do Brasil e da Argentina, que ocorreram entre 1994 e 2001. Para tanto, faz-se necessária uma breve discussão teórica sobre a questão da vulnerabilidade externa e suas formas de mensuração, de modo a estabelecer as possíveis relações entre esta e a utilização de poupança externa. Entre os procedimentos metodológicos necessários à realização deste trabalho, lista-se, primeiro, o levantamento de dados dos países analisados que envolve: contas nacionais, dívida externa líquida, dívida externa de curto prazo, serviço da dívida externa, exportações de bens e serviços, reservas internacionais e PIB, que foram obtidos junto a organismos internacionais como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. A partir desses dados, são calculados diferentes indicadores de vulnerabilidade, como as relações dívida externa/exportações, reservas/dívida externa, serviço da dívida/exportações e serviço da dívida/PIB, para permitir a análise comparativa entre as economias envolvidas. Vale destacar que as economias analisadas apresentam em comum o fato de terem recorrido vultosamente à poupança externa nos períodos que antecederam suas respectivas crises. Contudo, o crescimento econômico apresentado pelos países naquele período foi pouco significativo se comparado ao crescimento médio das economias emergentes. O trabalho avalia que concorreu para isso o fato de que tais países não direcionaram a maior parte dos recursos captados no exterior para o setor produtivo, como evidencia a baixa proporção da formação bruta de capital fixo em relação ao PIB no período. Os dados analisados revelam, ainda, deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa de México, Brasil e Argentina. Conclui-se, portanto, que tal deterioração está associada à forma de utilização da poupança externa, que acabou por substituir a poupança interna, em vez de complementá-la.

**Palavras-chave:** Poupança externa; América Latina; Vulnerabilidade externa.

## Abstract

The aim of this work is to identify if there was some link between the use of foreign savings and the deterioration of indicators of external vulnerability in the period preceding the exchange crises in Mexico, Brazil, and Argentina, which occurred between 1994 and 2001. For that, one needs to provide a brief theoretical discussion on the issue of external vulnerability and the ways

to measure it, in order to establish the possible relations between this and the use of foreign savings. Among the methodological procedures needed to develop this work, let us first point out the gathering of data from the countries analyzed; these data are: national accounts, net foreign debt, short-term external debt, external debt service, exports of goods and services, international reserves, and GDP, which were obtained from international organizations such as the International Monetary Fund and the World Bank. These data allowed us to calculate different indicators of vulnerability, as the ratios external debt/exports, reserves/foreign debt, the debt service/exports, and the debt service/GDP, in order to make a comparative analysis of the economies involved. It is important to highlight that the economies analyzed had in common the indiscriminate use of foreign savings in the periods that preceded their respective crises. However, the economic growth of the countries in that period was negligible when compared to the average growth of the emerging economies. The study shows it is due to the fact that these countries did not direct the bulk of capital raised abroad to the productive sector, as evidenced by the low proportion of gross fixed capital formation in relation to GDP in that period. The data analyzed also reveal a deterioration of indicators of external vulnerability in Mexico, Brazil, and Argentina. The paper concludes that this deterioration is associated to the way of using foreign savings, since they replaced the domestic savings instead of complementing them.

**Keywords:** Foreign savings; Latin America; External vulnerability.

1

## INTRODUÇÃO

Quando a economia mundial se encontra em um momento de expansão, a liquidez internacional se expande e, com isso, os capitais tendem a fluir em maior abundância para os países periféricos. Quando esses países se envolvem com finanças especulativas, ficam vulneráveis, pois qualquer reversão nas expectativas pode gerar refluxo de capitais e provocar uma crise. Esse processo é coerente com uma abordagem da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1977), quando aplicada a um ambiente econômico aberto, como mostram Resende e Amado (2007).

Nos anos 1990, houve uma expansão da liquidez internacional e a reinserção da América Latina no Sistema Financeiro Internacional, sobretudo a partir do Plano Brady. Diversos países da América Latina recorreram à poupança externa, entre os quais Brasil, México e Argentina.

O objetivo deste trabalho será identificar as possíveis relações entre a forma de utilização de poupança externa e a deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa no período que antecedeu as crises cambiais de México, Brasil e Argentina, ocorridas entre 1994 e 2001. Tais países foram escolhidos por terem as maiores economias da América Latina e representarem 73% do PIB total da região (Comissão Econômica para a América e Caribe, 2008). Assim, a questão de pesquisa que norteia este trabalho pode ser expressa da seguinte maneira: “A utilização de poupança externa, no período 1988-2001, pode ser associada a uma deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa de México, Brasil e Argentina?”

Para atingir o objetivo proposto, a primeira seção deste trabalho, de cunho teórico, trata a hipótese da instabilidade financeira e as relações entre utilização de poupança externa, crescimento econômico e vulnerabilidade externa. A segunda seção, por sua vez, identifica os elementos comuns na condução da política econômica dos países pesquisados. A terceira seção dedica-se aos procedimentos metodológicos utilizados na análise comparativa proposta. Já a quarta dedica-se ao tratamento dos dados e à análise dos resultados, e envolve a variação da formação bruta de capital fixo (FBKF) dos países selecionados, seu crescimento econômico, bem como o cálculo e análise de seus indicadores de vulnerabilidade externa no período.

Na última seção, dedicada à conclusão do trabalho, mostra-se que os três países utilizaram poupança externa no período pesquisado sem obter resultados expressivos em termos de crescimento econômico. Esse baixo crescimento está associado ao fato de que esses países não direcionaram a maior parte do capital captado no exterior para o setor produtivo, como pode ser constatado pela baixa proporção de FBKF em relação ao PIB no período. O trabalho conclui que nos casos de México, Brasil e Argentina o recurso à poupança externa resultou em uma deterioração nos indicadores de vulnerabilidade externa.

## 2 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA EM UM AMBIENTE MACROECONÔMICO ABERTO E VULNERABILIDADE EXTERNA

Para Minsky (1977), o comportamento da economia depende do ritmo de investimento que está condicionado ao pagamento de contratos. Assim, a capacidade de financiar novas dívidas para realizar investimentos depende de quanto se espera que seja seu fluxo de caixa, para que o país possa honrar os compromissos firmados e refinanciá-los. Diante de um elevado nível de endividamento, fica-se dependente das condições de refinanciamento dos compromissos que podem minguar, como resultado de um refluxo da liquidez, em função de uma reversão de expectativas quanto ao andamento da economia (MINSKY, 1977).

O crescimento estável é inconsistente com a maneira pela qual o investimento é determinado em uma economia em que existe a propriedade de ativos de capital financiados com endividamento e na qual a continuidade dos financiamentos é determinada pelo mercado. A tendência a transformar uma boa *performance* econômica, na qual os investimentos estão sendo direcionados para a formação de capital produtivo, em um período de expansão do capital especulativo constitui a instabilidade básica de uma economia capitalista. Existe uma diferença entre financiamento sem risco e finanças especulativas. O primeiro ocorre quando se prevê que o fluxo de caixa das operações será suficiente para saldar os compromissos de pagamento de empréstimos, enquanto as finanças especulativas envolvem a necessidade de refinarciar

alguma combinação de principal e juros. Esses dois tipos de financiamento dependem do setor real da economia. Conforme os empréstimos especulativos se tornam maiores que os produtivos, os financiadores com maior aversão ao risco começam a não fazer o refinanciamento, o que impacta, assim, as expectativas do mercado e compromete a situação dos devedores especulativos e Ponzi<sup>1</sup>, e levando o sistema a uma crise (MINSKY, 1977).

Assim, em uma abordagem minskyana para economias abertas, como a de Resende e Amado (2007), quando um país se envolve em finanças especulativas, ele fica vulnerável, pois uma elevação da taxa de juros causa o aumento de seus compromissos de pagamento em relação às receitas, e como seus ativos são de prazo mais longo que seus passivos, um aumento em curto e longo prazos das taxas de juros resultará em uma queda maior no valor de mercado de seus ativos do que de seus passivos, e, o mais importante, já que as perspectivas quanto às estruturas aceitáveis de passivos são subjetivas, uma redução de receita em relação aos compromissos de pagamento, em qualquer parte da economia, pode resultar em uma rápida e ampla reavaliação das estruturas financeiras. Além disso, políticas que funcionam em um regime financeiro podem não ser eficientes em outro regime, como as frágeis finanças que têm dominado as economias em desenvolvimento (MINSKY, 1977).

Em economias abertas, o importante não é apenas a capacidade de repagamento de suas dívidas, mas também a capacidade de geração de divisas para o pagamento dessas dívidas. Economias que não estão no centro do sistema capitalista e não dispõem de recursos próprios para promover seu desenvolvimento acabam recorrendo a recursos do sistema financeiro internacional. Tendem, ainda, a aceitar o financiamento de projetos sujeitos a vulnerabilidade, o que pode gerar crises por faltas de divisas (RESENDE; AMADO, 2007).

Uma das características dos países em desenvolvimento é a baixa capacidade para financiar seu desenvolvimento econômico. Para que possam se desenvolver, essas economias recorrem ao capital externo, em função de insuficiência de poupança interna.

Segundo a teoria de desenvolvimento neoclássica, quando um país tem baixo nível de poupança interna, ele deve recorrer à poupança externa para

---

1 Os devedores especulativos são que aqueles pagam em dia os juros, mas refinanciam o principal; já os devedores Ponzi dependem, inclusive, do refinanciamento dos juros.

promover investimentos e, logo, o crescimento econômico. O argumento é que se deve adotar uma política de crescimento com poupança externa e com abertura da conta capital, pois os países com abundância relativa de capital transfeririam recursos para os países deficitários, financiando seu setor produtivo. Isso acontece porque, nos países em que ocorre essa abundância, a produtividade marginal do capital é mais baixa do que naqueles em que há escassez. A abertura da conta capital permitiria a equalização da produtividade marginal do capital em todo o mundo. Os países em desenvolvimento pagariam suas dívidas sem maiores problemas, com aumento do nível de bem-estar econômico. Desse modo, os países pobres poderiam conviver com um câmbio real apreciado e com déficits em conta-corrente. No entanto, há um problema em relação à estratégia de desenvolvimento com poupança externa. Quando esses recursos não são direcionados para a produção, a poupança externa substitui a poupança interna, por causa do aumento do consumo, sobretudo de bens importados. Isso, em boa medida, é incentivado pela moeda doméstica valorizada. Ademais, existem críticas em relação à abertura da conta capital, com destaque para dois problemas: 1. a alta volatilidade dos fluxos financeiros internacionais; e 2. os países não podem obter empréstimos em sua própria moeda, já que esses empréstimos são em moeda estrangeira.

Quando um país aceita essa estratégia, o que está fazendo é administrar para baixo (valorizando) a taxa de câmbio, já que o déficit em conta corrente que ela implica tem como consequência necessária uma taxa de câmbio mais apreciada do que seria se esse déficit não existisse e houvesse equilíbrio na conta corrente (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2007, p. 6).

Nesse modelo, a taxa de câmbio é o fator mais importante, pois indica se o país aceitou a utilização de poupança externa. A taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que, ao longo do tempo, garante a referência entre a zeragem da conta-corrente, e esta varia por conta dos fluxos de entrada e saída de capitais (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2007).

Para Gustavo Franco (1998), as mudanças na estrutura de mercado nas últimas décadas podem implicar melhorias na produção. A abertura comercial estimula a competição, que estimula a produtividade. A produtividade do trabalho também aumenta com o processo de abertura comercial.

Numa situação de equilíbrio em conta corrente, como a que experimentamos até 1994, influxos de capital apenas produzem acumulação de reservas cuja esterilização cancela qualquer efeito sobre a poupança agregada e sobre o crescimento. Não é por outro motivo que se propõe que o país se conforme em manter déficits em conta corrente e implemente controles e restrições sobre as entradas de capital estrangeiro, notadamente as de natureza financeira e de prazo curto. Todavia, a poupança externa não poderá contribuir com mais de 3% do PIB anualmente sob pena de fragilizar as contas externas, de modo que a responsabilidade pelo crescimento deverá recair, como já observado, sobre o setor privado (FRANCO, 1998, p. 141).

Segundo Franco (1998), a utilização de poupança externa teria um papel fundamental na modernização da indústria brasileira. Para o autor, houve um avanço na tecnologia no mundo após a Segunda Guerra Mundial, já que houve um aumento dos investimentos estrangeiros das empresas multinacionais (EMNs). Para alavancar a indústria, é preciso existir poupança externa para financiar a demanda interna (FRANCO; FRITSCH, 1989).

Para Aurélio (1997), o processo de captação de poupança externa como estratégia de desenvolvimento deve ser temporário, pois, quando essa estratégia é funcional, traz em si o estímulo para o crescimento do país receptor desses recursos, tornando-se, assim, cada vez menos dependente desse capital externo. Mas, para que isso ocorra, a poupança externa não pode diminuir a poupança interna. No entanto, não necessariamente a poupança externa está influenciando as decisões de investimento, pois esses recursos podem estar sendo utilizados para o consumo (AURÉLIO, 1997).

A vulnerabilidade externa expressa o grau de fragilidade das economias a pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos em função das opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis e dos custos de enfretamento ou de ajuste diante de eventos externos (GONÇALVES, 2005).

A dependência em relação aos capitais externos, em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional, e a baixa capacidade de resistência das economias periféricas diante de choques externos marcaram a fragilidade financeira externa, responsável pela restrição ao crescimento econômico que caracterizou a década de 1990 na América Latina (CARCANHOLO, 2002).

A armadilha financeira nas contas externas manifestou-se em endividamento externo crescente, tanto pelo aumento da dívida como do passivo externo.



Os crescentes déficits em transações correntes, agravados pelo efeito da sobrevalorização cambial sobre o saldo comercial e por outras contas como gastos em viagens internacionais, foram financiados pela maior entrada de capital externo, na forma de endividamento ou de investimento externo. Isso provocou o aumento do passivo externo (dívida e estoque de capital), o que, em um segundo momento, foi traduzido em elevação do déficit na conta de serviços (pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos) e, conseqüentemente, do déficit em transações correntes. A armadilha financeira nas contas externas manifestou-se assim em um endividamento externo crescente, tanto pelo crescimento da dívida, como pelo aumento do passivo externo, por conta do círculo vicioso de realimentação do financiamento externo – déficits crescentes (CARCANHOLO, 2002, p. 167).

A vulnerabilidade externa se manifestou ao longo da década de 1990 por meio de endividamentos externos e internos das economias (CARCANHOLO, 2002).

A supremacia dos mercados globalizados manifesta-se de forma distinta nas economias periféricas, no que tange ao seu poder de determinar a taxa de juros e taxa de câmbio. Quanto mais alto o grau de liberalização financeira, mais as economias periféricas estarão sujeitas a bruscas mudanças de expectativas dos investidores estrangeiros, o que leva à acentuada volatilidade de suas principais variáveis financeiras. Segundo o que é suposto pela abordagem convencional, em um contexto de elevada mobilidade de capitais, a adoção de um regime de câmbio flutuante amplia os graus de liberdade da política monetária. Farhi e Prates (2006) divergem dessa visão, pois argumentam que ela acentua a inter-relação entre a taxa de juros e a taxa de câmbio. Como essas economias são vulneráveis e os fluxos de capitais concentram-se no curto prazo, a taxa de juros resultante da política monetária passa a sofrer influência direta da taxa de câmbio (FARHI; PRATES, 2006).

Quanto mais abertos forem os mercados e o sistema financeiro do país, menor será a capacidade da autoridade monetária de influir na formação da taxa de juros e na determinação da taxa de câmbio, esse efeito é reforçado quando os mercados financeiros são amplos e profundos, já que estes permitem a realização de operações mais variadas (FARHI; PRATES, 2006).

Assim, está estabelecida a relação entre o crescente endividamento externo e a piora dos indicadores de vulnerabilidade externa e dessa relação com choques externos.

### 3

## LIQUIDEZ INTERNACIONAL E A REINserÇÃO DE MÉXICO, BRASIL E ARGENTINA NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

A abertura dos mercados nacionais a partir da década de 1990 remete a processos importantes, um relativo às barreiras internas, que antes eram estanques, e aqueles que separam os mercados externos dos nacionais. O processo de abertura financeira envolveu todo um conjunto de instrumentos em relação ao exterior, a abertura da Bolsa às empresas estrangeiras, a liberalização dos fluxos de câmbio e a abertura do mercado de crédito aos operadores estrangeiros. A desregulamentação financeira e a liberalização monetária fizeram com que as taxas de juros e de câmbio nos países periféricos fossem determinadas pelos grandes fundos de investimento e fundos de pensão. Houve uma desintermediação no sistema financeiro; essa inovação fez com que os bancos deixassem de fazer a intermediação entre os investidores e tomadores de empréstimos. Houve, assim, um processo de “titularização” e “securitização” do sistema financeiro dos países periféricos (CHESNAIS, 1996).

Na década de 1990, houve um relaxamento do racionamento de fluxos financeiros que os países periféricos enfrentavam nos mercados internacionais desde a crise da dívida. Produziu-se uma acentuada redução nas taxas de juros internacionais. Como quase a totalidade da dívida externa estava sobre o setor público, a redução dos juros traduziu-se diretamente em uma melhoria da situação fiscal (FANELLI; MACHINEA, 1997).

Outra parte da dívida foi convertida por meio do Plano Brady, que consistia em uma conversão negociada da dívida em bônus com o patrocínio de organismos oficiais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, e o Brasil, o México e a Argentina, além de outros países da América Latina, se beneficiaram desse acordo. Dessa forma, os países periféricos retornam ao sistema financeiro internacional (CULPEPER, 1997).

O Plano Brady apresenta as seguintes propostas: a apropriação do desconto a partir de negociações voluntárias, caso a caso, entre países devedores e o mercado financeiro privado. O FMI e o Banco Mundial ficaram como fornecedores de recursos aos devedores, tanto para a recompra direta como para

viabilizar as operações de securitização da dívida. Para colocar em prática o Plano Real, o governo brasileiro financiou unilateralmente os recursos necessários à compra das garantias dos bônus emitidos no âmbito do Plano Brady. Mas o Brasil não dispensou a cooperação prevista do FMI, Bird, BID e bancos credores (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, 1995).

Uma das formas de México, Brasil e Argentina estabilizarem suas economias poderia ser por meio de algum tipo de ancoragem cambial. No caso de México e Brasil, foram adotadas bandas de flutuação, nas quais os bancos centrais intervinham no mercado de câmbio caso a relação da moeda doméstica saísse de certo nível em relação à moeda estrangeira. No caso argentino, o processo foi ainda mais intenso, com a própria dolarização da economia estipulando na própria Constituição do país a paridade fixa em relação ao dólar. Para garantir essa ancoragem, os países se valeram de instrumentos monetários, como o lançamento de títulos da dívida dos governos, e permitiram que estrangeiros comprassem esses títulos, com a venda de empresas estatais, para compor suas reservas de moeda estrangeira, a fim de defender a paridade (FREITAS; PRATES, 2001).

A política de taxa de câmbio mexicana consistiu na flutuação do peso dentro de uma banda, com um ponto máximo de intervenção para a venda e um ponto mínimo para a compra, que se mantém fixo (GURRÍA, 1997).

Reduziu-se o montante total de crédito liberado pelo Banco Central, o que implicou aumento das taxas nominais de juros sobre a dívida pública interna. A conjugação de altas taxas de juros nominais com uma tendência de baixa da inflação resultou em elevados níveis das taxas reais de juros. A permanência de taxas elevadas de juros, num contexto de expectativas favoráveis sobre a evolução da economia mexicana, continuou atraindo o investimento estrangeiro, o que, por sua vez, requereu um esforço a mais de esterilização (GURRÍA, 1997). Dessa forma, o governo mexicano estabilizou a economia, utilizando ancoragem cambial para estabilizar os preços internos, e utilizou taxas de juros reais elevadas para atrair capital internacional e garantir a manutenção da ancoragem.

No caso do Brasil, foi lançado o Plano Real que propunha a estabilização da inflação, utilizando três mecanismos básicos: ajuste fiscal, reforma monetária e uso da uma taxa nominal de câmbio estável para controlar a inflação (CARDOSO, 2001).

No caso da reforma monetária, foi criado um índice diário que atrelou a ele os contratos, preços e salários. Esse índice foi atrelado ao dólar. Esse processo permitiu o ajuste dos preços relativos, tomando como referência que uma URV valia um dólar. O cruzeiro real continuou ainda por cerca de quatro meses, e, em 1º de julho de 1994, foi lançada a nova moeda, o real. Assim, todos os contratos e preços que estavam baseados em URVs foram convertidos à razão de 1 URV para 1 real. O cruzeiro real foi convertido de CR\$ 2.750 para R\$ 1 (CARDOSO, 2001).

Com o Plano Real, foi também instaurado um regime de bandas cambiais, a princípio de R\$ 0,86/US\$ 1 a R\$ 0,90/US\$ 1, mas, ainda em 1995, foi corrigido para R\$ 0,88/US\$ 1, e depois passou a ser um sistema de bandas móveis, que não se modificou de forma drástica até a crise de 1999, quando o câmbio passou a ser flutuante (SILVA, 2002). O caso brasileiro se assemelha muito ao caso mexicano, com uma ancoragem cambial para combater a alta dos preços internos, e altas taxas de juros para repor reservas e poder honrar os compromissos externos.

Em relação à situação interna da Argentina, os fatos de maior importância foram, por um lado, o crescente êxito do Plano de Conversibilidade, desde o início em 1991, e, por outro, o aprofundamento do processo de reforma estrutural orientado para a desregulamentação dos mercados e a redução do papel do Estado na economia (FANELLI; MACHINEA, 1997).

O Plano de Conversibilidade, lançado em 1991, fez com que os preços e contratos fossem fixados espontaneamente em dólares. O dólar desempenhava as três funções da moeda, sendo elas: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor, ou seja, a economia argentina se dolarizou. Assim, os preços foram alinhados no período antes da estabilização, e foi possível concluir a reforma monetária, de forma a trocar a moeda antiga pela nova moeda, o peso (SICSÚ, 1998).

Na Argentina, permitiram-se depósitos em moeda estrangeira, no caso, o dólar, de não residentes nos bancos locais; nesse caso, criou-se um vínculo direto entre o mercado de crédito doméstico e o sistema financeiro intencional, com uma progressiva dolarização das transações monetárias e financeiras internas, chegando a circular o dólar nas transações do cotidiano (FREITAS; PRATES, 2001).

O desenvolvimento de um segmento dolarizado argentino, tanto de depósitos como de créditos, foi estimulado pelo Banco Central argentino. A dolarização das relações financeiras por meio do aumento da proporção de “argendolares” nas carteiras de particulares foi significativamente impulsionada pela liberalização total do mercado de câmbio (FANELLI; MACHINEA, 1997).

A política monetária argentina se voltou para dar sinais ao mercado de que ela levaria até as últimas consequências a estabilidade e a convertibilidade da moeda. Além de estabelecer a independência do Banco Central, proibiu o financiamento do déficit do governo e estabeleceu limites para concessão de novos descontos aos bancos comerciais, limitando, assim, o papel de empresário de última instância (FANELLI; MACHINEA, 1997).

No plano macroeconômico argentino, a crescente disponibilidade da poupança externa serviu como suporte para uma maior estabilidade e um crescimento da absorção interna. No plano financeiro, ela coincidiu com um aumento no grau de monetarização e uma consolidação do processo de dolarização do sistema financeiro (FANELLI; MACHINEA, 1997).

Tanto o México quanto o Brasil e a Argentina utilizaram alguma forma de ancoragem cambial para conseguir a estabilidade monetária de suas economias. A questão que se coloca em relação à sobrevalorização da taxa de câmbio é que ela está associada a um consumo que envolve o crescimento das importações e a diminuição das exportações. Outra questão importante desse processo é que essa supervalorização estimula a redução da poupança privada na medida em que a população passa a antecipar o consumo futuro, aproveitando que os preços de produtos importados estão relativamente mais baixos graças à sobrevalorização (CARDOSO, 2001).

Para manter o câmbio sobrevalorizado, os países são obrigados a aumentar a taxa de juros básica da economia. Com isso, os recursos que poderiam ter como direção o setor produtivo da economia passam a ser direcionados para o setor financeiro. Assim, o ritmo da atividade produtiva decresce, reduzindo, conseqüentemente, a poupança interna e, como há um aumento das importações, aumenta a necessidade de poupança externa (CARDOSO, 2001; SILVA, 2002).

No México, a partir de 1990, a captação de fluxos de investimento externo direto respondeu às modificações na regulamentação em relação a esses fluxos e, a partir de 1992, aos planos e projetos de investimento estreitamente relacionados com a expectativa que gerou a entrada em vigor do Tratado de Livre

Comércio com os Estados Unidos e o Canadá. Ressalta-se que as regras iniciais em relação ao Tratado dão flexibilidade suficiente para que investidores do mundo todo possam exportar capitais para o México (GURRÍA, 1997).

O Brasil seguiu o movimento da América Latina e se abriu comercialmente, com redução de tarifas sobre produtos importados, eliminação de barreiras não tarifárias e extinção de subsídios importantes para os setores exportadores. As tarifas médias caíram de 30% em 1991 para cerca de 14% em 1994 (CARDOSO, 2001).

Durante o período de 1990 a 1993, como consequência da venda de empresas públicas argentinas, houve uma redução no estoque nominal da dívida de US\$ 13,3 bilhões. As afluências globais por privatização alcançaram US\$ 16,7 bilhões (FANELLI; MACHINEA, 1997).

As crises da década de 1990 se encaixam em um conhecido processo, já que muitos países adotaram a estratégia de estabilização da economia por meio de âncoras cambiais. Assim, houve sobrevalorização da moeda de países como México, Brasil e Argentina, levando a déficits em transações correntes<sup>2</sup> que culminaram em crises cambiais (CARDOSO, 2001).

Resumidamente, o país possui determinado estoque de reservas internacionais, normalmente em dólares. Assim, tal país pode promover a ancoragem cambial, incorrendo em déficits em transações correntes. Para financiar essa dívida, o governo emite moeda, aumenta a base monetária, ou, ainda, para atrair capital internacional, aumenta a taxa de juros interna. Os investidores começam a desconfiar da manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada. Quando essa expectativa se torna generalizada, os agentes procuram liquidar suas posições nesse país, fazendo com que se reduza a quantidade de reservas internacionais, e, assim, o país entra em crise (SILVA, 2002).

No caso mexicano, o país ficou exposto a variações súbitas do capital financeiro mundial em busca de lucros. Assim como a queda da taxa de juros nos Estados Unidos renunciou o ingresso de grandes volumes de capital no início dos anos 1990, sua elevação em 1994 provocou um refluxo em massa de capitais externos (PEÑA, 1997).

---

2 A apreciação da moeda doméstica tende a conduzir a déficits comerciais que, somados aos déficits na balança de serviços e rendas (pressionada por contas como turismo, juros e remessas de lucros), acabam por aprofundar o déficit em transações correntes, o que passa a gerar expectativas negativas dos agentes econômicos com o tempo (FARHI, 2001).

Como o México operava um modelo de bandas cambiais, a sobrevalorização do peso mexicano acabou por incentivar as importações, que ficaram relativamente mais baratas. Assim, o déficit em transações correntes aumentou de forma rápida. Para que esse desequilíbrio não se aprofundasse, o Banco Central mexicano passou a comprar dólares no mercado internacional, o que fez com que o país abrisse seu mercado de títulos a investidores internacionais. No entanto, para sustentar a confiança desses investidores, o peso teve que ser sobrevalorizado, aumentando, assim, o déficit comercial, o que fez com que o governo tivesse que captar cada vez mais recursos externos para manter a ancoragem cambial. Os temores de inflação nos Estados Unidos em 1994, dado o moderado crescimento, fizeram com que o Banco Central americano aumentasse a taxa de juros, passando de 3% para 5,5%. Com isso, o retorno dos títulos americanos sofreu uma alta, fazendo com que esses títulos fossem comparativamente mais atraentes que os de países em desenvolvimento. Somando-se a isso, a instabilidade política do México fez com que os investimentos caíssem abruptamente. Dessa forma, para defender a taxa de câmbio, as reservas caíram de US\$ 30 bilhões para US\$ 6 bilhões em 1994 (KESSLER, 2001).

A crise foi prenunciada ao longo do ano pelas saídas crescentes de capitais e pela conseqüente redução das reservas mexicanas. Em dezembro de 1994, o novo governo deixou de intervir no mercado de câmbio, o que fez com que o peso perdesse metade do seu valor, mergulhando o México em uma profunda crise (KESSLER, 2001). Abriu-se, assim, espaço para o ciclo de desvalorizações cambiais no primeiro semestre de 1995 (PEÑA, 1997).

No caso brasileiro, além de causas estruturais similares às do México, o real sofreu abalos das crises mexicana (1994-1995), asiática (1997) e russa (1998), que contribuíram para deteriorar as expectativas sobre o Brasil. Assim, as expectativas de que os países emergentes representavam riscos criaram agitação entre os investidores. Desse modo, os agentes procuraram liquidar suas posições nesses mercados, causando um grande refluxo de dólares, e, no Brasil, US\$ 18 bilhões deixaram o país entre o início de agosto e a segunda semana de setembro de 1998 (FARHI, 2001). Com essa perspectiva, ainda em 1998, o Brasil firmou um acordo de financiamento externo que totalizou US\$ 41,5 bilhões (CARDOSO, 2001).

Os ataques especulativos contra o real tiveram como característica fundamental a presença do Banco Central brasileiro provendo liquidez no mercado

monetário, o que interferiu nas expectativas dos agentes. Naquele regime cambial, os ataques tinham como alvo as reservas internacionais brasileiras. A autoridade monetária dispunha de política monetária para interferir nas expectativas dos agentes e tinha como estratégia de coordenação das expectativas o lançamento de títulos da dívida pública indexados ao câmbio e de operações de mercado futuro de câmbio para procurar acalmar os agentes fornecendo instrumentos de cobertura de risco (FARHI, 2001). No entanto, quanto mais se elevava a taxa básica de juros, mais os agentes ficavam receosos quanto à capacidade de pagamento dos títulos e mais se potencializavam os riscos de mudança cambial.

No final de 1998, surgiram boatos de que o presidente do Banco Central brasileiro, Gustavo Franco, seria demitido. Dessa forma, aumentaram as expectativas de que, com a saída do presidente do Banco Central, a mudança no regime cambial seria certa. Em 13 de janeiro de 1999, o Banco Central do Brasil comunicou a mudança do presidente do banco e uma alteração da banda de flutuação da taxa de câmbio, e houve uma desvalorização cambial de 8,24%. Porém, dois dias após essa decisão, foi registrado um refluxo de dólares de US\$ 3,92 bilhões. Diante dos fatos, o Banco Central deixou declaradamente de intervir no mercado cambial e houve uma alta de 11,05% na relação real/dólar. Assim se caracterizou a crise de 1999, com um forte ataque especulativo ao real e sua posterior desvalorização, tendo como efeito um forte refluxo de dólares e a consequente queda no nível de reservas internacionais do país (FARHI, 2001).

A economia argentina havia suportado relativamente bem as crises do México, da Ásia e Rússia. Essas crises foram transmitidas para a economia argentina pelo sistema financeiro, dada a alta taxa de depósitos de estrangeiros nos bancos comerciais argentinos. Contudo, com as expectativas de crise no Brasil, ela transbordou para economia Argentina (WISE, 2001).

Dessa forma, em 2001, a Argentina sofreu um forte ataque especulativo e entrou em crise, apesar do relaxamento das condições impostas pelo acordo com o FMI.

Sendo assim, temos que a vulnerabilidade externa tanto do México quanto do Brasil e da Argentina decorre de três fatores: 1. o elevado déficit no saldo de transações correntes; 2. a excessiva abertura da conta financeira, que tende a atrair capitais de curto prazo, muito voláteis diante de turbulências; e 3. a insuficiência de reservas internacionais desses países para manter a ancora-



gem cambial, restando-lhes aumentar a taxa de juros para, assim, conseguir aumentar o nível de suas reservas (BATISTA JR., 2002).

A próxima seção descreve como serão tratados os dados das três economias envolvidas para viabilizar a análise dos efeitos do recurso à poupança externa.

## 4

### METODOLOGIA

México, Brasil e Argentina foram escolhidos em função da importância relativa de suas economias para a região da América Latina e Caribe, pois a soma de seus PIBs representa, de acordo com dados da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe – Cepal – (2008), 73% do PIB regional. O período foi escolhido em função da efetivação do processo de estabilização e de um conjunto de reformas de caráter liberalizante, ocorrido nesses três países. Ademais, um elemento comum às três economias foi o recurso à poupança externa, associado ao processo de estabilização e ao modelo de crescimento econômico preconizado. Desafortunadamente, os três países sofreram crises financeiras, sendo o México em 1995, o Brasil em 1999 e a Argentina em 2001.

Os principais dados, de cada uma das economias envolvidas, necessários para a realização deste trabalho foram: saldo em transações correntes; PIB; exportações de bens e serviços; reservas internacionais; dívida externa total; dívida externa líquida; dívida externa de curto prazo; e serviço da dívida. Esses dados foram obtidos junto às seguintes bases: *World Economic Outlook e Balance of Payments*, do Fundo Monetário Internacional, e *World Development Indicators*, do Banco Mundial. De posse dos dados, primeiramente mostrou-se o comportamento do recurso à poupança externa pelos países em pauta, vis-à-vis a evolução da liquidez internacional. Apresentou-se, ainda, a composição das fontes de poupança de México, Brasil e Argentina. Além disso, evidenciou-se o baixo ritmo dos investimentos, a partir da evolução da relação FBKF/PIB, no período. A partir de então, foram calculados, para todos os anos do período e cada um dos países, os seguintes indicadores de vulnerabilidade: dívida externa total/exportações de bens e serviços; dívida externa total/PIB; serviço da dívida total/exportações de bens e serviços; PIB/serviço da dívida

total; reservas internacionais/dívida externa total; reservas internacionais/serviço da dívida total; dívida externa de curto prazo/dívida externa total; dívida externa de curto prazo/exportações de bens e serviços; dívida de curto prazo/reservas internacionais; reservas internacionais frente a frente com investimentos em carteira. Em seguida, foi realizada uma análise comparativa desses indicadores, entre as economias pesquisadas, em busca das regularidades e especificidades de cada país.

## 5

### A EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA

O Gráfico 1 revela que os países analisados incorreram em déficits consecutivos em transações correntes na década de 1990, puxados principalmente pelo déficit na balança comercial. Como lembra Aurélio (1997), quando o país incorre em déficits em transações correntes, a taxa de câmbio está por definição valorizada, o que pode estimular as importações. Além disso, recomenda-se que, em caso de recurso à poupança externa, o processo seja temporário e funcional para o desenvolvimento. Desse modo, o país receptor deve, ao longo do tempo, ficar independente desse capital. Nesse sentido, é fundamental que a poupança interna não seja substituída pela poupança externa.

Observando-se o Gráfico 2 e relacionando os números apresentados com os gráficos 3, 4 e 5, nota-se que a absorção de capital externo está fortemente relacionada com o aumento da liquidez internacional<sup>3</sup>. Quando a economia mundial se encontra em um momento de expansão, como é o caso da década de 1990, a liquidez internacional se expande e, com isso, expande-se o fluxo de capitais para os países periféricos. Quando esses países se envolvem com finanças especulativas, eles ficam vulneráveis, pois qualquer reversão nas expectativas pode gerar refluxo de capitais e provocar uma crise. Esse processo é coerente com uma abordagem da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1977), quando aplicada a um ambiente econômico aberto.

3 Resende e Amado (2007) sugerem como *proxy* para a liquidez internacional a soma de ativos e passivos, tomados em módulo, dos valores de investimentos de portfólio, derivativos financeiros e outros investimentos do balanço de pagamentos dos países do G7.

Gráfico 1

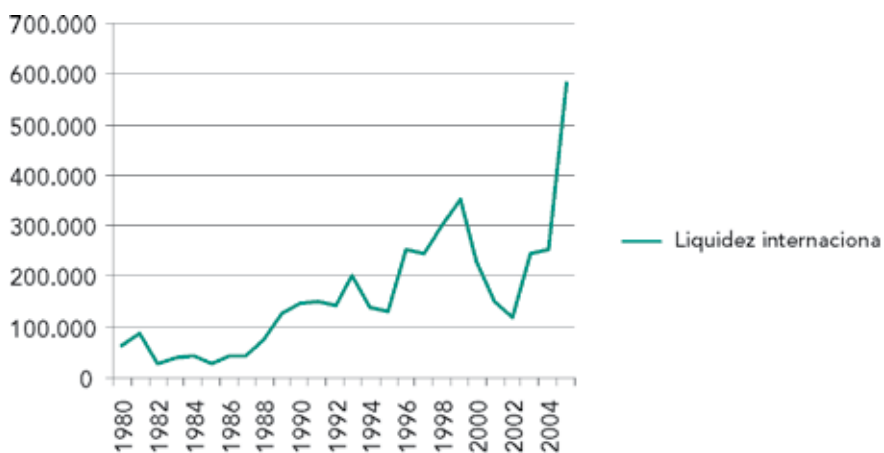
### Saldo em transações correntes dos países pesquisados



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2008).

Gráfico 2

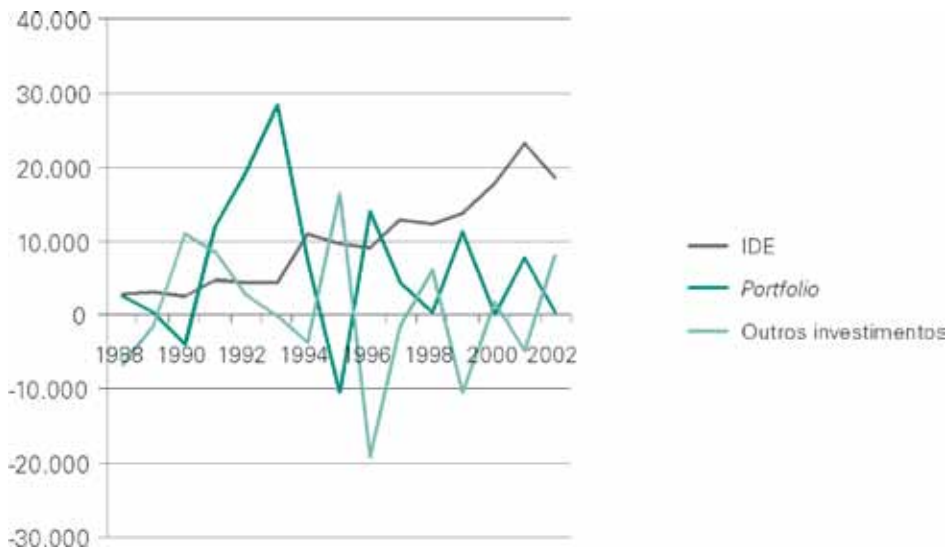
### Liquidez internacional



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2008).

**Gráfico 3**

**Financiamento externo do México**



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2008).

O financiamento externo do México, como mostra o Gráfico 3, até a crise de 1995 se dá principalmente por investimentos em carteira, e a soma desse tipo de fluxo, de 1988 a 1994, perfaz um total de US\$ 66 bilhões. No entanto, após a crise, a principal fonte de recursos externos mexicana passa a ser o investimento direto estrangeiro.

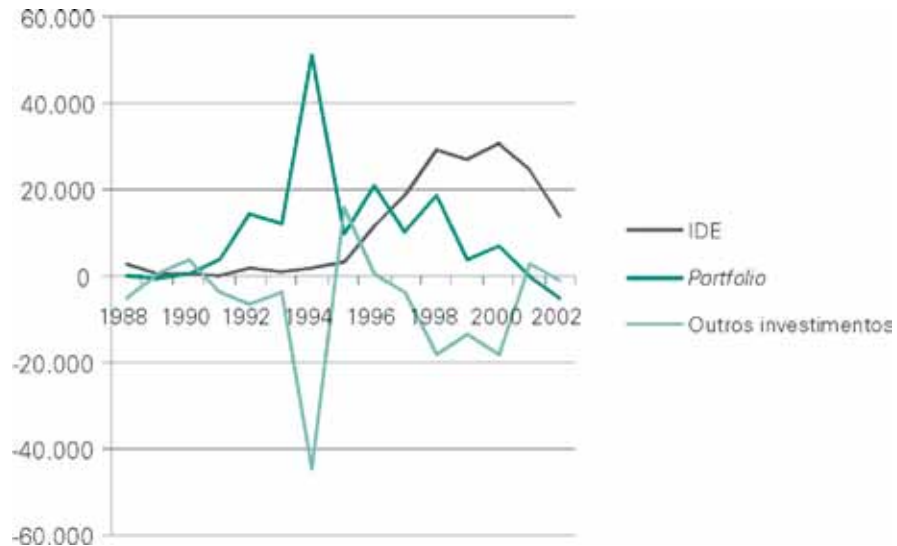
No caso brasileiro, na década de 1990, até meados de 1996, a maior parte dos fluxos financeiros externos foi de investimentos em carteira (em função do Plano Brady). No entanto, a partir de 1995, observa-se uma crescente participação das privatizações e tendência de decréscimo dos investimentos em carteira.

O caso argentino guarda semelhanças com os casos brasileiro e mexicano, já que, com a crise mexicana, o investimento em carteira decresceu brusca-mente. Após 1997, destaca-se o investimento direto estrangeiro como fonte de recursos externos para a Argentina.

Também não se observa, de maneira sustentada, para as economias anali-sadas, o argumento de que a poupança externa ampliaria os patamares de in-vestimento (e, conseqüentemente, de crescimento). No Brasil, com a abertura comercial e a desregulamentação financeira, a FBKF em proporção do PIB

**Gráfico 4**

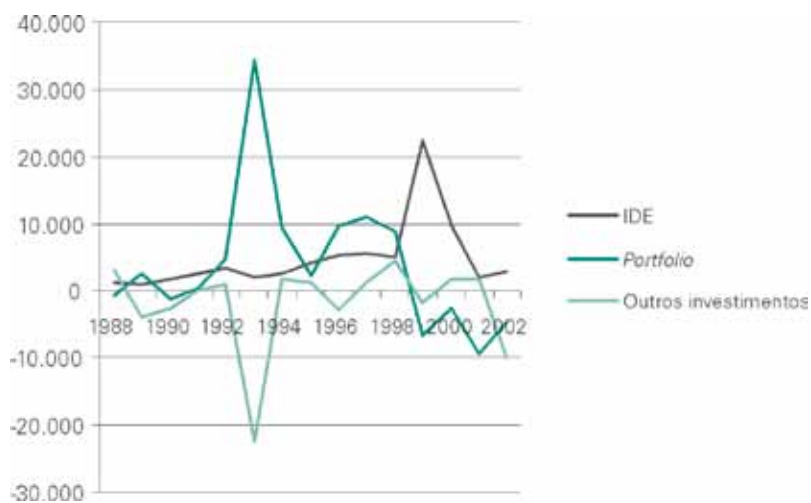
**Financiamento externo do Brasil**



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2008).

**Gráfico 5**

**Financiamento externo da Argentina**

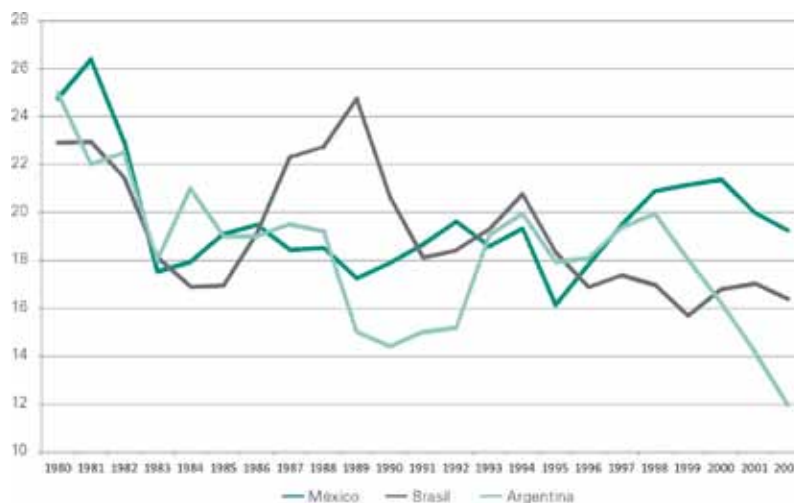


Fonte: Fundo Monetário Internacional (2008).

decreceu, ficando no patamar de 15% a 20% do PIB. Mesmo na Argentina, que praticou a mais radical abertura econômica, verifica-se que esse indicador permaneceu nos patamares do Brasil. Já o México, que desde antes dos anos 1990 vinha incorrendo em déficits nas transações correntes, também não consagrou grande ganho, o que implica que a poupança externa, como apontam Bresser-Pereira e Gala (2007), não foi direcionada para o setor produtivo.

### Gráfico 6

#### Formação bruta de capital fixo (em % do PIB)



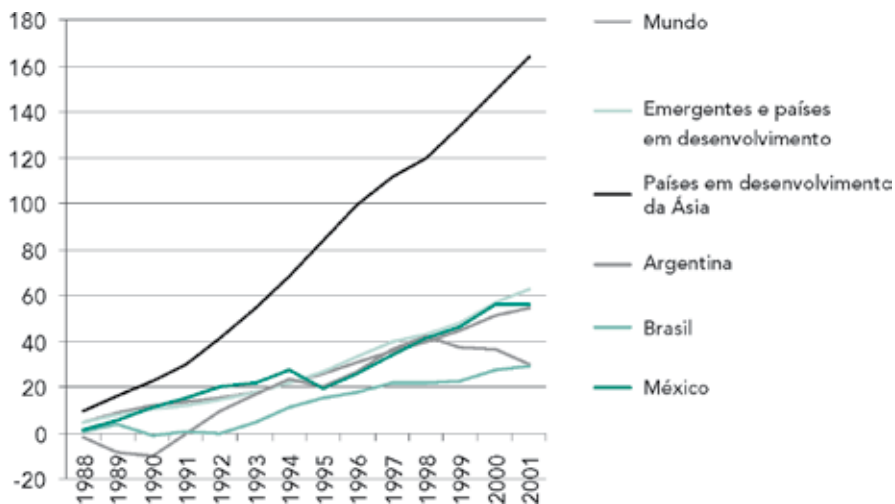
Fonte: Banco Mundial (2008).

O Gráfico 7 mostra o crescimento acumulado nos países pesquisados, além do crescimento do acumulado do mundo no período que se estende de 1988 a 2001. Observa-se que o mundo cresceu 54% no período. Os países emergentes e aqueles em desenvolvimento (em conjunto) cresceram 62%, e, especificamente, os países em desenvolvimento da Ásia cresceram 163%. Enquanto isso, no período, o México cresceu cerca de 55%, crescimento que, como mostra o Gráfico 7, muda sua trajetória em 1995, primeiro caindo o ritmo de crescimento e depois de 1997 passa a ter maiores taxas de crescimento, graças a outras variáveis, como a entrada do país no Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (Nafta). No mesmo período, Brasil e Argentina cresceram cer-

ca de 30%, número inferior se comparado com o crescimento do mundo e, mais ainda, se comparado com os países em desenvolvimento da Ásia. O gráfico 7 evidencia que a estratégia de crescimento com poupança externa não foi funcional para os países envolvidos na pesquisa.

### Gráfico 7

#### Crescimento acumulado de países selecionados, países em desenvolvimento e mundo



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2008).

Os indicadores de vulnerabilidade externa expressam o grau de resistência das economias a pressões e choques externos em função das opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis e de ajuste diante de eventos externos (GONÇALVES, 2005).

Observa-se, pelo Gráfico 8, que a relação entre dívida externa e exportações está acima de 2 até 1993 e fica entre 1,5 e 2 de 1994 a 1995. Esse índice decresceu abaixo de 1,5 apenas após a crise mexicana, o que indica que a dívida externa reduziu-se em relação às exportações. Vale lembrar que, em 1995, o governo deixou de administrar o câmbio, e este passou a flutuar, fazendo com que a moeda local se desvalorizasse em relação ao dólar, o que explica o crescimento das exportações em relação à dívida externa. Verifica-se também que esse indicador, no caso do Brasil, é deteriorado, já que passou toda a década acima de 3. O caso da Argentina é ainda mais preocupante, chegando a 4 no final dos anos 1990.

**Gráfico 8**

**Dívida externa total/exportações**



Fonte: Banco Mundial (2008).

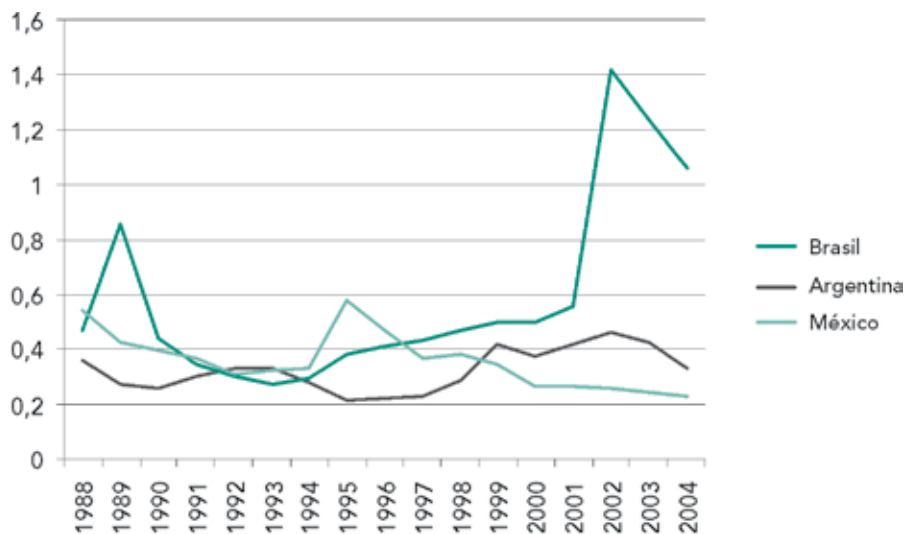
A relação dívida externa/PIB mostra quanto essa dívida representa para a economia de um país. Dessa forma, comparando os três países em questão, observa-se que, enquanto no México e no Brasil essa relação ficou entre 20% e 60%, na Argentina, como o ajuste demorou a acontecer, esse país intensificou o recurso ao endividamento, após a desvalorização do real, de modo que a dívida externa argentina era mais de 40% superior ao seu PIB em 2001.

O indicador de vulnerabilidade externa, que relaciona o serviço da dívida como porcentagem das exportações, é o mais importante, já que mostra quanto das exportações de um país é necessário para o pagamento do serviço da dívida. Os três países analisados nesta pesquisa têm seus indicadores deteriorados, já que, durante toda a década de 1990, sempre mais de 20% das exportações seriam necessárias para o pagamento dos juros da dívida externa. Próximo das crises asiática e russa, o serviço da dívida chegou a representar quase 120% das exportações brasileiras. O caso argentino se assemelha ao brasileiro, já que, em meados de 1997, o serviço da dívida chegou a representar mais de 75% das exportações.



**Gráfico 9**

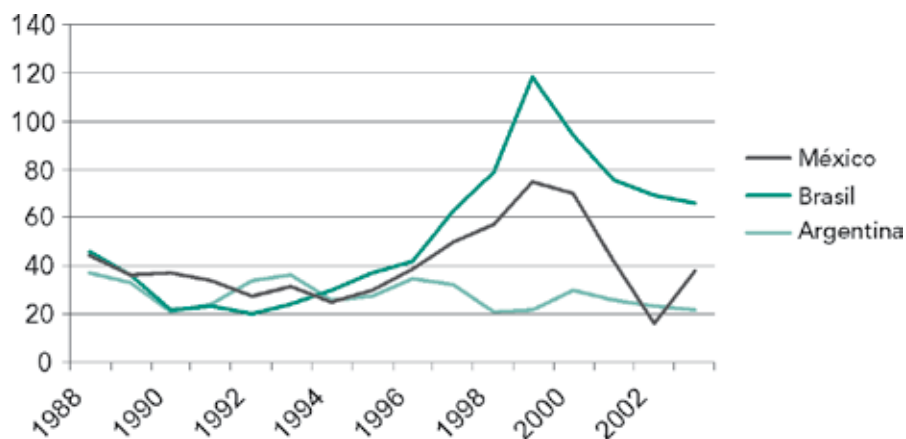
**Dívida externa total/PIB**



Fonte: Banco Mundial (2008).

**Gráfico 10**

**Serviço da dívida total (em % das exportações)**



Fonte: Banco Mundial (2008).

**Gráfico 11**

**Reservas totais (% dívida externa)**



Fonte: Banco Mundial (2008).

Já no serviço da dívida externa em relação ao PIB mexicano, existe uma tendência de elevação quando a crise se aproxima. É importante observar que, quando os países estão sofrendo refluxo de divisas, seja por conta de sua balança comercial seja por aversão ao risco dos investidores internacionais, o país aumenta a taxa de juros básica da economia, fazendo com que o serviço da dívida fique mais custoso.

O Gráfico 12 trata a relação entre reservas e serviço da dívida. Dessa forma, para o México, desde o plano de estabilização da economia, as reservas aumentam em relação ao serviço da dívida. No entanto, a partir de meados de 1991, essa relação se deteriora, chegando ao pior nível perto de 1995. Isso é explicado pelo ataque especulativo que a moeda mexicana sofreu nesse período. Além disso, o governo mexicano, para evitar a desvalorização da sua moeda, aumentou a taxa de juros, forçando ainda mais esse indicador. Já para o Brasil, esse indicador começa a se deteriorar a partir da crise mexicana. Essa tendência se acentua após a crise asiática, passando de pouco mais de 2 (ou seja, duas vezes a capacidade de pagamento), em meados de 1997, para 0,5 quando se efetiva a crise brasileira. Por sua vez, o caso argentino muito se as-

semelha ao caso brasileiro, pois é possível observar uma clara deterioração desse indicador, que passava de 2,5, em 1994, para níveis abaixo de 1, quando o plano de conversibilidade colapsou.

**Gráfico 12**

**Reservas/serviço da dívida**



Fonte: Banco Mundial (2008).

Em relação ao Gráfico 13, observa-se que, para o México, a dívida de curto prazo chegou a 28% da dívida total em 1995, enquanto, em 1988, era de 5% da dívida total. Isso mostra quanto custou para a economia mexicana o plano de estabilidade, fazendo com que a dívida externa do país aumentasse no período, sobretudo a parcela de curto prazo. No caso argentino, a partir da crise mexicana, o governo passou a captar empréstimos de curto prazo, tendência que se manteve durante as crises da Ásia e da Rússia, quando chegou a 25% do total da dívida. Tal tendência só foi revertida com o fim do Plano de Conversibilidade. Já para caso brasileiro, esse indicador, que estava acima de 20% em 1994, foi gradualmente reduzido em relação à dívida total. Dos três países, o Brasil foi o que manteve o menor grau de vulnerabilidade em relação a esse indicador.

Gráfico 13

Dívida externa de curto prazo (% da dívida externa total)



Fonte: Banco Mundial (2008).

Gráfico 14

Dívida externa de curto prazo (% das exportações)



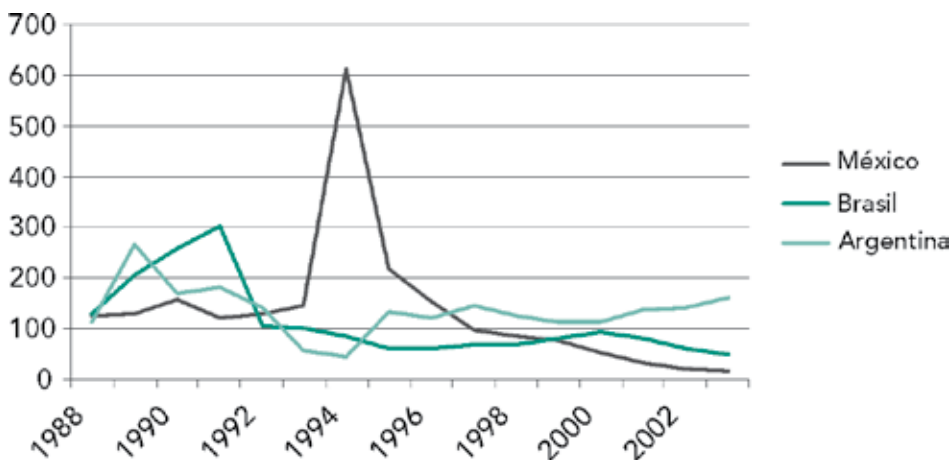
Fonte: Banco Mundial (2008).

Observa-se que, no México, a dívida de curto prazo ultrapassava 50% das exportações pouco antes da crise mexicana. No caso argentino, esse indicador melhora perto de 1995, mas volta a se deteriorar nesse mesmo ano, ficando entre 1998 e 2000 em patamares acima de 80% das exportações, o que demonstra a gravidade da situação argentina. No caso brasileiro, entre 1990 a 1998, a dívida de curto prazo esteve acima de 50% das exportações. A partir de então, houve melhora desse indicador.

O Gráfico 15 mostra a gravidade da crise mexicana no que diz respeito à dívida de curto prazo do país, que chegou a representar 600% de suas reservas internacionais, revelando a fragilidade financeira do México. Para Brasil e Argentina, esse indicador também é preocupante, como se pode observar no Gráfico 15, já que para o Brasil se manteve acima de 50%, e para a Argentina se manteve acima de 100% a partir de meados de 1995.

**Gráfico 15**

**Dívida externa de curto prazo (% das reservas)**

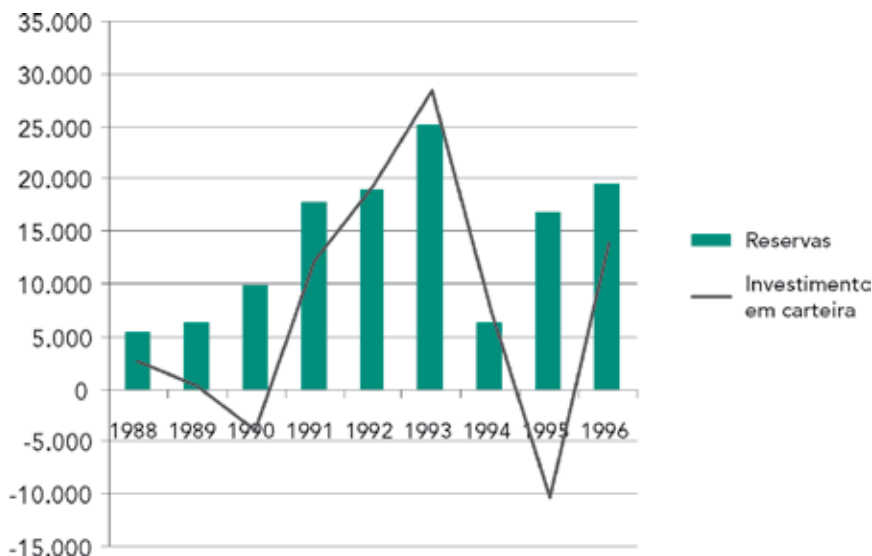


Fonte: Banco Mundial (2008).

No Gráfico 16, é possível observar que, antes da crise mexicana, o volume de reservas do país acompanha o movimento dos investimentos em carteira. Com a crise mexicana, os investidores deixaram de investir nesse país, o que fez com que os níveis de reservas caíssem bruscamente.

### Gráfico 16

#### Reservas internacionais e investimentos em carteira em valores correntes para o México



Fonte: Banco Mundial (2008) e Fundo Monetário Internacional (2008).

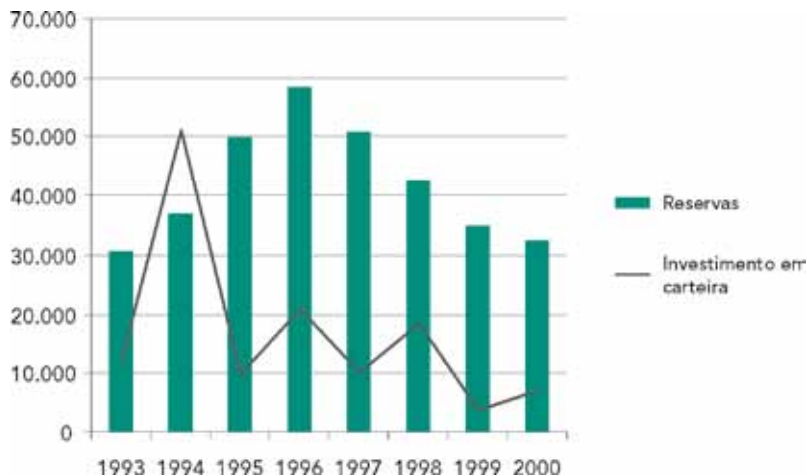
No caso brasileiro, o investimento em carteira também é importante, como pode se observar no Gráfico 17. Comparando-se com os movimentos do estoque de reservas, esse investimento é importante, já que, com a queda do nível desse investimento, os níveis de reservas também baixaram, principalmente no momento da crise, quando esse nível de investimento chegou ao ponto mais baixo.

Para a Argentina, temos que o investimento em carteira decresceu bruscamente em meados de 1998, no entanto, em 1999, as reservas atingem o maior nível dessa série histórica, já que o governo argentino privatizou empresas estatais importantes naquele período, como a YPF.

Sendo assim, verifica-se que, de fato, os países analisados utilizaram poupança externa, como indicam Bresser-Pereira e Gala (2007), e que eles sofreram uma deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa, como pode ser referenciado no trabalho de Carcanholo (2002).

**Gráfico 17**

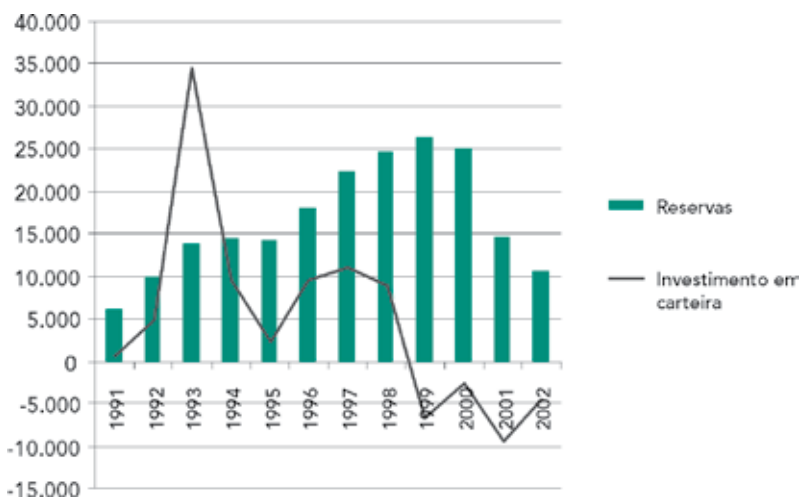
Reservas internacionais e investimentos em carteira em valores correntes para o Brasil



Fonte: Banco Mundial (2008) e Fundo Monetário Internacional (2008).

**Gráfico 18**

Reservas internacionais e investimentos em carteira em valores correntes para a Argentina



Fonte: Banco Mundial (2008).

## 6 CONCLUSÃO

Para os países analisados, a conclusão é de que a utilização de poupança externa contribuiu para a piora dos indicadores de vulnerabilidade externa. Pode-se verificar que os países pesquisados recorreram à poupança externa, dados os seus sucessivos déficits em transações correntes. O financiamento desses déficits foi, no caso mexicano, na maior parte por investimentos em carteira. Os investimentos em carteira também foram significativos para Brasil e Argentina, apesar da importância de privatizações e outros investimentos diretos, a partir da crise mexicana. Apesar de toda a absorção de poupança externa, não se verificou no período, para nenhum dos três países, um grande crescimento econômico.

Este trabalho procurou mostrar que o uso de poupança externa não necessariamente servirá ao crescimento econômico, já que, dependendo da forma como esse capital é utilizado, pode contribuir para a deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa, como foi o caso dos países analisados. Novas pesquisas podem aprofundar aspectos pouco detalhados aqui, como os fatores de ordem política e econômica que motivaram o Plano Brady e as razões que levaram os Estados Unidos a intervir de forma incisiva no mercado financeiro internacional. Além disso, outra questão importante diz respeito ao investimento direto estrangeiro. A despeito da importância do tema, não era objeto deste trabalho analisar para que setores da economia esses capitais foram direcionados. Vale ressaltar que investimentos diretos estrangeiros direcionados para setores de bens que não sejam exportáveis podem contribuir para o desequilíbrio em transações correntes, dado o descasamento entre receitas em moeda nacional e remessas de lucros em moeda estrangeira. Tal descasamento pode contribuir para o aumento da vulnerabilidade externa. Esse efeito também pode ser aprofundado em trabalhos futuros.

## Referências

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO – ANDIMA. Divida externa e Plano Brady. *Informativo Andima*, Rio de Janeiro, abr. 1995.



- AURÉLIO, M. M. *Poupança externa e o financiamento do desenvolvimento*. Brasília: Ipea, 1997. 45 p. Texto para discussão, n. 496.
- BANCO MUNDIAL. World development indicators. Disponível em: <<http://web.worldbank.org>>. Acesso em: 1º maio 2008.
- BATISTA JR., P. N. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 16, n. 45, p. 173-185, 2002.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove crescimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 3-19, jan./mar. 2007.
- CARCANHOLO, M. D. *Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90*. 2002. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.
- CARDOSO, E. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 146-167, jul./set. 2001.
- CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E CARIBE – CEPAL. Informações estatísticas. Disponível em: <<http://www.eclac.org/estadisticas/>>. Acesso em: 4 ago. 2008.
- CULPEPER, R. Retomada das afluências de capital privado para a América Latina: o papel dos investidores norte-americanos. In: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. *Os fluxos financeiros na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- FANELLI, J. M.; MACHINEA, J. L. O movimento de capitais na Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. *Os fluxos financeiros na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- FARHI, M. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. *Economia e Sociedade*, São Paulo, n. 17, p. 55-79, dez. 2001.
- FARHI, M.; PRATES, D. A nova dimensão da vulnerabilidade externa. *Política Econômica em Foco*, n. 6, p. 1-6, 17 mar. 2006. Disponível em: <[http://www.ieecon.net/arquivos/publicacoes\\_23\\_3514479872.pdf](http://www.ieecon.net/arquivos/publicacoes_23_3514479872.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2007.
- FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 18, n. 3, p. 121-147, jul./set. 1998.
- FRANCO, G.; FRITSCH, W. O investimento direto estrangeiro em uma nova estratégia industrial. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 5-25, abr./jun. 1989.
- FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, São Paulo, v. 17, p. 81-111, dez. 2001.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. World economic outlook and balance of payments. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 1º maio 2008.

GONÇALVES, R. *Economia política internacional*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

GURRÍA, J. A. Retomada de capital: o caso do México. In: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. *Os fluxos financeiros na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

KESSLER, T. Crescimento da quebra do peso mexicano: causas, conseqüências e recuperação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 121-145, jul./set. 2001.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to 'standard' theory. *Challenge, Nebraska Journal of Economics and Business*, v. 20, n. 1, p. 20, Mar./Apr. 1977.

PEÑA, S. L. México: a crise de 1995 em perspectiva histórica. *Economia e Sociedade*, São Paulo, n. 9, p. 147-158, dez. 1997.

RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 41-59, jan./mar. 2007.

SICSÚ, J. O dólar argentino e a URV no Brasil: objetivos, funcionalidade e resultados obtidos. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 18, n. 4, p. 141-144, out./dez. 1998.

SILVA, M. L. F. Plano Real e âncora cambial. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 3-24, jul./set. 2002.

WISE, C. *Currency board* da Argentina: os laços que unem? *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 83-102, jul./set. 2001.