

Da repressão financeira à crise: experiências do Cone Sul*

CARLOS F. DÍAZ-ALEJANDRO **

O artigo procura explicar as razões por que as reformas financeiras implementadas durante a década de 70 em vários países latino-americanos, feitas com o intuito de eliminar os controles governamentais sobre os mercados de capital domésticos, levaram, por volta de 1983, a setores financeiros ainda mais controlados pelo governo do que anteriormente. Nesse sentido, analisam-se as imperfeições intrínsecas a todo e qualquer mercado financeiro, examinam-se, a partir disso, os fatos estilizados que caracterizam o experimento de liberalização financeira do Cone Sul e, por fim, discutem-se algumas alternativas para a organização dos mercados de capital domésticos nas condições dos países latino-americanos.

I — Introdução

Este artigo procura explicar as razões para o insucesso das reformas financeiras implementadas em vários países da América Latina no

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

* Uma versão deste artigo foi inicialmente apresentada numa conferência realizada em Bogotá nos dias 22 e 23 de novembro de 1982, patrocinada pela Universidade de Los Andes e pelo Banco de La República. Visitas ao CINVES, em Montevideú, e à CIEPLAN, em Santiago do Chile, em março de 1983, ampliaram a versão inicial. Sou grato a todas estas instituições e a numerosas pessoas que comigo compartilharam suas visões dos acontecimentos narrados e dos tópicos discutidos no texto. Entre aqueles que provavelmente não se sentiriam embaraçados com o reconhecimento à sua ajuda, eu me permitiria mencionar José Pablo Arellano, Edmar L. Bacha, Guillermo Calvo, Jonathan Eaton, Ricardo French-Davis, Jeff Frieden, Eduardo García D'Acuña, José Antonio Ocampo, Hugh Patrick, Gustav Ranis, Patricio Meller e Laurence M. Weiss. Minha gratidão, contudo, não é menor em relação à cooperação, muitas vezes extraordinária e generosa, daqueles não mencionados explicitamente.

** Da Yale University.

final da década de 70. Essas reformas pretendiam originariamente eliminar o que, segundo McKinnon (1980), se define como “repressão financeira” e, nesse sentido, procuravam, em geral, liberalizar os mercados de capitais domésticos através da eliminação de leis de usura e outras distorções atribuídas ao governo. Como consequência dessas reformas, por volta de 1983 os setores financeiros desses países encontraram-se em uma situação caracterizada por falências generalizadas, grande número de intervenções governamentais ou nacionalizações de instituições privadas e com a poupança doméstica em um nível extremamente baixo. O Chile constitui o exemplo mais óbvio desse paradoxo, que, até o momento, só mostrou ao mundo outro caminho para uma socialização *de facto* do sistema bancário. Tendências similares aparecem nos casos da Argentina e do Uruguai e, de forma menos nítida, em outros países em desenvolvimento, como, por exemplo, a Turquia. De fato, mesmo nos Estados Unidos alguns observadores mais precavidos têm alertado contra os perigos de um processo confuso de desregulamentação dos bancos comerciais [ver Kareken (1981)].

O artigo revê, inicialmente, dilemas colocados por imperfeições intrínsecas a qualquer mercado financeiro e discute os pré-requisitos legais para um funcionamento razoavelmente eficiente desses mercados. A partir disso, são então examinados os fatos estilizados de algumas experiências de liberalização financeira latino-americanas, particularmente aquelas realizadas pelos países do Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai). Finalmente, são discutidas formas alternativas de organização dos mercados de capitais domésticos nas condições da América Latina, considerando-se também as políticas referentes aos elos entre os mercados financeiros domésticos e internacionais.

2 — Peculiaridades e dilemas encontrados em mercados financeiros domésticos

Serão os bancos empresas muito diferentes, na verdade, do açougueiro da esquina? Sabemos que nenhum tipo de firma é *exata-*

mente como nos livros-texto, uma firma atomística operando em mercados em concorrência perfeita, onde os preços resumem toda a informação relevante para os compradores e vendedores do produto. Os fregueses de um açougue não irão apenas olhar os preços, mas prestarão atenção também à qualidade, e em alguns países serão inclusive auxiliados por padrões de qualidade e certificados estabelecidos pelo governo. Perdas de confiança dos consumidores em seus açougueiros ou nos certificados do governo, causadas, digamos, por rumores relativos à contaminação da carne por substâncias tóxicas, poderiam produzir um tipo de “fuga” dos açougues e falências generalizadas entre os açougueiros.

Certamente, a comparação é forçada. Poucos açougueiros mandariam carne de qualidade-padrão para fora da cidade para terceiros, atendendo a instruções de um freguês. Poderíamos esperar poucas externalidades causadas pela “fuga” de um açougue sob suspeita. Além do mais, um açougueiro raramente recusaria um cliente que quisesse comprar com dinheiro vivo tudo que estivesse à vista, ao preço anunciado pelo açougueiro (ele apenas iria procurar certificar-se de que o dinheiro não era falsificado); um banqueiro certamente não irá emprestar tudo que um cliente queira tomar emprestado à taxa de juros vigente. A primeira é uma transação imediata; a última envolve uma promessa de pagamento futuro, a qual pode ou não ser sincera ou merecer muito crédito. Forçar o cumprimento do contrato de empréstimo ou liquidações de propriedades colaterais envolverá custos, e mesmo agindo com rapidez o banco pode não ser capaz de conseguir todo o seu dinheiro de volta. O banco incorrerá em custos para poder explorar toda a credibilidade dos tomadores; o açougueiro não irá prestar muita atenção na reputação de fregueses com dinheiro vivo. Não há possibilidade de se imaginar um sistema à prova de falhas que adivinhe as verdadeiras intenções dos tomadores; portanto os emprestadores tendem a acabar racionando o crédito, isto é, colocando um teto naquilo que tomadores duvidosos podem tomar, apesar da vontade dos últimos de pagar taxas de juros mais altas [ver Stiglitz e Weiss (1981)]. Os bancos dividem com outros intermediários financeiros o problema de procurar tomadores confiáveis, mas o fato de possuírem obrigações que têm de ser cobertas a qualquer momento impõe um prêmio aos empréstimos seguros e razoavelmente líquidos de um banco. Os

bancos oferecem um serviço que é um substituto muito próximo do papel-moeda emitido pelo governo, característica que impõe limites muito especiais às suas carteiras.

Os intermediários financeiros, inclusive os bancos, dependem dos recursos que conseguem tomar emprestado; os donos de tais instituições, tipicamente, investem seus próprios recursos somente em quantidades que são uma fração muito pequena dos empréstimos totais. Um depositante num banco terá preocupações similares àquelas dos emprestadores para com os tomadores de empréstimos: "Serei eu capaz de obter não só o rendimento prometido, mas também o meu dinheiro de volta ou remetido a um terceiro como especificado no contrato legal?" Num sistema totalmente não regulamentado, o depositante racional tentará processar uma quantidade muito grande de informações relativas a instituições financeiras, procurando avaliar os retornos esperados *versus* o risco de não ser capaz de dispor dos seus fundos como prometido.

Pode-se *imaginar* um mundo no qual toda intermediação financeira, inclusive o sistema de pagamentos, é de caráter privado e sem qualquer interferência governamental. As imperfeições informacionais seriam parcialmente anuladas por investimentos em informações reunidas por emprestadores e depositantes; com o passar do tempo, reputações seriam construídas. Os balanços dos intermediários financeiros teriam o acesso facilitado e seriam cuidadosamente analisados. É até mesmo concebível que as possíveis economias de escala envolvidas no processamento das informações não sejam tão grandes a ponto de impedir a existência de um grande número de agentes financeiros, garantindo alguma competição entre eles. Choques inesperados e falhas informacionais nesta economia poderiam, é claro, provocar a quebra de alguns intermediários financeiros; um público informado presumivelmente saberia a origem de tais fatos, não havendo assim nenhum efeito em cadeia contaminando instituições sólidas. Poder-se-ia esperar encontrar um grande número de combinações de risco-retorno disponível para os poupadores, o que também geraria um mercado de capitais não regulamentado para aqueles que preferissem levantar ou aplicar seus fundos em ações. A concentração do poder econômico, na forma de "grupos econômicos" e conglomerados, provavelmente só se daria se houvessem

economias de escala a produzir benefícios sociais, com a livre entrada controlando o comportamento monopolista. A taxa de juros de mercado se situaria próxima à taxa natural.

Note-se que mesmo um sistema financeiro do tipo *laissez-faire* precisa contar com alguns insumos indiretos por parte do governo, na forma de um judiciário eficiente e justo e um sistema policial para punir as fraudes e zelar pelo cumprimento dos contratos e pelas decisões sobre as disputas e os casos de falência. Como suporte, é preciso ainda ter uma constituição que gere o tal sistema judicial, o corpo policial e leis sobre contratos, falências e antitruste que sejam vistas como justas, eficientes e aplicáveis. Se os agentes financeiros sentirem-se tentados a burlar seus contratos ou a dar informações falsas, eles precisam saber que tal comportamento acarretará grandes custos; precisam também saber que, mesmo que eles saiam dos seus países, o longo braço da lei será capaz de alcançá-los, mesmo no estrangeiro. Dos governos deve-se esperar que não mudem nem corrompam tais regras; os cidadãos particulares do país de origem precisam não só acreditar na estabilidade deste sistema, mas também acreditar que outros cidadãos também partilham tal sentimento. Os agentes financeiros estrangeiros, quando lidando em nosso país, não devem esperar que as regras sejam mudadas quando as coisas vão mal para eles; quando atuando em nossa economia, eles estariam presumivelmente sujeitos às mesmas regras do jogo que os nossos agentes financeiros.

Mesmo entre aqueles que consideram o *laissez-faire* um sistema não apenas imaginável, mas também uma meta desejável de política, existem divergências sobre como organizar o sistema monetário subjacente. Alguns partem do princípio de que o governo terá o monopólio da oferta de moeda. Conscientes da instabilidade macroeconômica que poderia ser gerada por mudanças repentinas nas preferências do público entre dinheiro vivo e depósitos à vista, oferecidos pelos bancos sujeitos a reservas fracionais, como durante a década de 30 nos Estados Unidos, esses observadores imporiam 100% de reservas aos bancos que oferecessem tais depósitos, enquanto deixariam o resto do sistema financeiro não regulamentado [ver Friedman (1959)]. Deste ponto de vista, existe uma diferença significativa entre moeda (papel-moeda mais depósitos à vista) e outros ativos financeiros. Outros observadores poriam em prática uma polí-

tica de *laissez-faire* mesmo sobre a moeda, eliminando o monopólio estatal e deixando os agentes individuais livres para escolher entre todos os fornecedores potenciais de moeda, inclusive governos estrangeiros. Nesta abordagem não haveria necessidade de se impor encaixes compulsórios aos bancos, que seriam totalmente livres de regulamentações oficiais. A oferta de moeda supostamente se ajustaria às necessidades reais, enquanto a flexibilidade de preços e salários manteria o equilíbrio macroeconômico [ver Hall (1982)].

A visão do *laissez-faire* tem também (pelo menos) duas variantes relativas ao fato de como as economias domésticas não regulamentadas deveriam administrar sua taxa de câmbio. Se o país for grande o bastante, aqueles que dariam ao governo o monopólio sobre a oferta de moeda advogam uma taxa de câmbio livremente flutuante, sem nenhuma restrição sobre o comércio internacional e os fluxos de capitais. Se o país é pequeno (com a linha demarcatória entre grande e pequeno sendo pouco nítida), mesmo os que advogam o monopólio da emissão de moeda favoreceriam alguma forma de sistema de taxa de câmbio fixa. Para nações politicamente instáveis, uma variante do *laissez-faire* em países pequenos acabaria com o banco central, isto é, nenhum cidadão ou entidade do país de origem poderia ser responsável pelo monopólio da moeda, o que provocaria a cessão de tais direitos a governos estrangeiros mais responsáveis, como no caso do Panamá e de Porto Rico.

Nenhum país industrial aproximou-se da visão idealizada pelo *laissez-faire*, ao menos desde a década de 30. O monopólio do governo em relação à moeda foi sempre mantido, enquanto os bancos têm sua atuação regulamentada, sendo submetidos à obrigatoriedade quanto a reservas. Nos Estados Unidos, um seguro federal para os depósitos foi introduzido durante os anos 30 e mantido desde então eliminando as antigas “corridas” aos bancos. Como qualquer outro esquema de seguros, os de depósitos sofrem as conseqüências da displicência no comportamento (*moral hazard*), isto é, eles induzem os depositantes a pensarem que “um banco é tão bom quanto qualquer outro”, e levam os bancos a uma menor preocupação com riscos na concessão de empréstimos. Para evitar esse aumento de riscos induzido pelo seguro, os seguros de depósitos foram acompanhados por uma supervisão sobre as carteiras dos bancos. Realmente, o Federal Reserve detém um poder discricionário impressionante sobre

a política de empréstimos dos bancos comerciais, bem como sobre as liquidações ou fusões, quando os bancos se encontram em situações problemáticas. Tais poderes discricionários, no entanto, são submetidos à revisão pelo Tesouro, pelo Congresso e pelas Cortes Judiciais. Existe ainda vigilância pelo Federal Reserve no sentido de manter as companhias não-bancárias afastadas do controle ou propriedade dos bancos.

Embora tenha ocorrido uma tendência no sentido de liberalizar a regulamentação bancária nos Estados Unidos, durante a década de 70 e início da de 80, removendo alguns controles populistas arcaicos, a visão de que os “bancos são especiais” tem sido reafirmada. Essa visão está baseada nas externalidades geradas pela liquidez, mobilidade e aceitação das contas correntes bancárias, características que assumem significado especial nos períodos de tensão financeira [ver Federal Reserve Bank of Minneapolis (1982)]. Somente os bancos criam e expõem-se a obrigações que têm de ser cumpridas no momento determinado pelo demandante e que são imediatamente transferíveis a terceiros. O seguro sistema de pagamentos de alguém é também o seguro sistema de pagamentos de outrem; é parcialmente um bem público, servindo não apenas a indivíduos, mas formando uma base de liquidez sobre a qual se apóia todo o sistema financeiro. O Federal Reserve Bank of Minneapolis (1982, p. 13) conclui:

... o caso de segregar funções bancárias *essenciais* numa classe identificável de instituições é tão forte hoje quanto o foi nos anos 30. Qualquer coisa, relativa à concentração financeira, conflito de interesses e responsabilidades fiduciárias com o dinheiro de depositantes e prestadores, deve ser mais relevante hoje do que o foi há cinquenta anos atrás.

Outros países industriais, tais como o Japão e os da Europa Ocidental, estão ainda mais afastados da visão do *laissez-faire* para com o sistema financeiro do que os Estados Unidos. Em vários destes países as taxas de juros também são controladas ou supervisionadas pela autoridade monetária, e os fluxos internacionais de capitais são regulamentados. Nenhum deles se baseia apenas na flexibilidade de salários e preços para alcançar o equilíbrio macroeconômico (note-se que aqueles que advogam uma regra de taxa de crescimento constante para o estoque de moeda são tipicamente tão céticos da velo-

cidade do ajuste via flexibilidade de preços e salários para manter o equilíbrio macroeconômico, quanto os economistas keynesianos).

Finalmente, é difícil achar países pequenos e abertos que tenham abandonado a soberania monetária após prová-la. Países politicamente soberanos que fazem uso de moeda de outro país, ou se mantêm “permanentemente” atados a um *big brother* monetário por meio de uma taxa de câmbio fixa e à mobilidade irrestrita de capital, normalmente chegaram a tais acordos como parte da transição do *status* colonial, e pode-se mesmo questionar se esses acordos são vistos como realmente permanentes ou apenas como um estágio da aprendizagem da prática monetária, cuja aceitação serviria para aplacar interesses especiais internos e externos, ao invés de derivar de longas considerações sobre o bem-estar nacional. Durante o mês de outubro de 1983 circularam notícias de que Israel estava a ponto de abandonar sua soberania monetária; o ministro responsável pela proposta demitiu-se logo após.

3 — Notas sobre a história financeira da América Latina e as experiências do Cone Sul

Muito embora a história financeira da América Latina continue por ser escrita, parece certo que já por volta dos anos 20 a maior parte dos países tinha conseguido estabelecer bancos comerciais do (então) tipo tradicional; vários deles haviam feito reformas bancárias nesses anos, seguindo o conselho do Professor E. W. Kemmerer, da Universidade de Princeton, e dos visitantes do Banco da Inglaterra. O sistema bancário dos países da América do Sul já incluíam então instituições de propriedade do governo central e das províncias. A Argentina, por exemplo, teve um importante banco hipotecário de propriedade estatal, além de vários outros bancos públicos. O fim da década de 20 foi caracterizado na maior parte dos países latino-americanos por taxas de câmbio fixas, conversibilidade e estabilidade dos preços; as taxas de juros domésticas estavam bastante ligadas àsquelas de Nova York e Londres. Apesar de não existir “repressão financeira”, os críticos apontavam para uma falta de créditos de

médio e longo prazos, particularmente para o financiamento à indústria e à agricultura voltada para o mercado doméstico. Na agricultura, aqueles sem propriedades também reclamavam da falta de créditos. Os mercados domésticos de ações e títulos eram pequenos; só a Argentina parece ter tido um mercado financeiro doméstico formal promissor, dominado pelas hipotecas.

Os anos 30 trouxeram controles cambiais e a expansão das instituições financeiras do governo, as quais no ponto mais alto da crise provaram sua utilidade em diminuir a incidência de pânico e corridas. Assim, a grande quebra de bancos que ocorreu nos Estados Unidos no início da década de 30 não foi verificada nos maiores países da América Latina, aparentemente graças à presença dos bancos estatais, juntamente com uma política ativa de recuperação da maioria dos bancos privados com problemas. Por volta de 1940, muitos países tinham bancos de desenvolvimento garantindo créditos de médio e longo prazos à agricultura não-tradicional, indústria e construção. Esses créditos, pelo menos durante os anos 30 e começo dos 40, parecem ter sido concedidos a taxas de juros superiores às taxas de inflação domésticas, ou ao menos não muito menores, e na maioria dos casos contribuíram para a retomada da formação de capital. Os bancos de desenvolvimento oficiais permaneceram, em muitos casos ao longo da década de 50, relativamente pequenos mas eficientes, como no caso do BNDE brasileiro. O fim das fontes externas de financiamento durante os anos 30 e 40 encorajou esses esforços para mobilização das poupanças locais.

Na década de 50, entretanto, era claro que nos países sul-americanos onde havia inflação os bancos de desenvolvimento criados para resolver uma distorção específica no funcionamento do mercado (falta de crédito de longo prazo para atividades não-tradicionais socialmente lucrativas) tinham, na verdade, criado outra, isto é, um mercado financeiro doméstico segmentado no qual alguns obtinham créditos (racionados) a uma taxa de juros real muito negativa, enquanto outros não favorecidos tinham de obter fundos instáveis e caros em mercados informais de crédito. O controle público sobre o sistema bancário naturalmente gerou taxas de juros reais negativas para os depositantes. A "repressão financeira" veio a ser um obstáculo à poupança doméstica e à sua alocação eficiente, e a intermediação financeira esmoreceu.

Em países com maior propensão inflacionária, foram introduzidas reformas financeiras durante os anos 60, tendo como instrumento a indexação de alguns empréstimos e depósitos (sobretudo aqueles envolvendo o mercado de habitações foram um campo particularmente fértil para essas novas políticas). O Brasil pós-1964 é o melhor exemplo de um esforço sustentado de reativar o sistema financeiro e as poupanças domésticas, usando uma série de instrumentos de indexação, mas mantendo uma rígida supervisão governamental das instituições financeiras e das taxas de juros cobradas no mercado formal. Os resultados das reformas brasileiras não são muito homogêneos: a poupança financeira doméstica tem sido encorajada comparativamente à situação pré-1964, mesmo considerando-se a inflação renitente e as impressionantes taxas de formação de capital estimuladas pela política econômica. Falharam, contudo, as tentativas de encorajar um significativo mercado de capitais, e este continua basicamente dominado pelos títulos públicos. Os agentes privados têm demonstrado alguma relutância em oferecer títulos indexados. O crédito para alguns setores, como a agricultura, tem sido pesadamente subsidiado por longos períodos de tempo. O governo brasileiro reteve também o controle sobre os elos entre os mercados financeiros doméstico e internacional, adotando um processo de minidesvalorizações na política cambial, com saltos esporádicos e outras inovações.

Nos países da América Central, com uma tradição de estabilidade de preços e uma administração macroeconômica conservadora (antes dos anos 70), a concentração bancária e uma associação de alguns poucos bancos privados com grupos econômicos privados foram, historicamente, motivos de preocupações pelo poder de monopólio. Conforme observa Galbis (1979, p. 349):

A experiência de El Salvador sugere que a liberdade da taxa de juros não pode ser tida como a panacéia que gera automaticamente um equilíbrio nas taxas de juros em países que possuem um sistema financeiro relativamente concentrado e pouco sofisticado, que é o caso típico de países pequenos e menos desenvolvidos. Ato positivo de política para evitar distorções de mercado são imprescindíveis.

Tal tipo de preocupação levou à nacionalização do sistema bancário na Costa Rica no final da década de 40 e em El Salvador em

1979. Regulamentações governamentais, incluindo alocações seletivas de crédito, sobre uma tal estrutura oligopolista podem piorar a situação, consolidando o acesso de poucos clientes favorecidos ao crédito subsidiado; a Grécia pós-II Guerra Mundial é tida como um exemplo de ineficiência e regulamentação não equitativa de um setor bancário concentrado.

Os países do Cone Sul, saindo de uma variada gama de experiências populistas em meados da década de 70, adotaram reformas financeiras que foram além daquelas realizadas pelo Brasil na direção do *laissez-faire*. O Chile pós-1973 nos dá o mais claro exemplo desse tipo de liberalização financeira [para uma narrativa cuidadosa, ver Arellano (1983b)]. Essa experiência começou com um sistema bancário totalmente nacionalizado; a primeira providência foi devolver a maioria dos bancos para a iniciativa privada. Isso foi feito leiloando-se os mesmos, com a concessão de generosos créditos, ou devolvendo-os aos proprietários originais; aparentemente, pouco esforço foi despendido na investigação das credenciais dos estreates. Logo de início as taxas de juros foram liberadas e às financeiras foi permitido operar sem praticamente nenhuma restrição ou supervisão; recentes falências em dezembro de 1976 e janeiro de 1977 das financeiras mais aventureiras e desregradas levou ao estabelecimento de requisitos mínimos de capital para a entrada. As autoridades repetidamente avisaram ao público que os depósitos *não* eram garantidos, acima de valores muito pequenos para os depósitos bancários, e que os intermediários financeiros, assim como qualquer outra firma privada, poderiam quebrar; era dito explicitamente que não haveria “acobertamento” de bancos e outros intermediários financeiros. Desde 1974 foi permitido aos bancos exercerem diversas atividades, com base no fato de ser o mercado chileno muito pequeno para suportar instituições financeiras especializadas de tamanho eficiente. As reservas compulsórias foram continuamente reduzidas, alcançando menos de 10% dos depósitos em 1980.

Durante 1977 ficou claro que um banco importante (o Banco Osorno) estava com sérios problemas. As autoridades, temendo que a sua falência provocasse um abalo na confiança interna e externa nas instituições financeiras chilenas, intervieram e socorreram todos os depositantes e a instituição. Aparentemente, o medo de que os

empréstimos externos diminuíssem caso o Osorno quebrasse foi o argumento crucial para a intervenção. Naturalmente, novos avisos foram feitos de que, daí para frente, os intermediários financeiros não seriam socorridos. Neste estágio praticamente não existia inspeção ou supervisão das carteiras dos bancos; somente em 1981 um poder regulamentador relevante foi concedido à Superintendência dos Bancos. Pode-se questionar se depois desses acontecimentos a maioria dos depositantes não sentiria que, *de facto*, estavam garantidos e os emprestadores estrangeiros sentiram que seus empréstimos ao setor privado chileno, na verdade, também estavam garantidos pelo Estado. Após 1977, os bancos, ao invés das financeiras, tornaram-se predominantes no sistema financeiro.

Durante o ano de 1979 as autoridades econômicas chilenas deram início a um processo que deveria culminar com uma pseudo-integração cambial com os Estados Unidos [ver Corden (1972)]. A taxa de juros nominal foi fixada em julho de 1979, e foram relaxadas as restrições sobre a conversibilidade e os movimentos de capitais; em 1981, tais restrições tinham sido ainda mais abrandadas, e o Chile presenciava um grande influxo de capitais. Presumivelmente, a esperança era tornar o ato de emprestar ao Chile sujeito a um risco cambial que não fosse maior que o de emprestar a Porto Rico ou ao Panamá; a taxa de juros nominal era para ser mantida “por muitos anos”. Algumas das autoridades econômicas sonhavam em acabar definitivamente com a moeda nacional, mas temiam que os militares não quisessem ir tão longe.

O embasamento teórico de tais medidas incluía uma versão radical da teoria monetária do balanço de pagamentos, mais a hipótese de que os mercados financeiros, doméstico e internacional, não eram diferentes dos mercados de maçã ou de carne. Transações financeiras voluntárias entre agentes privados eram apenas da sua própria conta e, presumivelmente, Pareto-ótimo. Realmente, a nacionalidade de tais agentes privados era vista como quase irrelevante. O então diretor da Divisão para o Hemisfério Ocidental do Fundo Monetário Internacional fez a seguinte afirmativa no encontro realizado em Santiago do Chile em janeiro de 1980 [ver Robichek (1981, p. 171)]:

No caso do setor privado, eu argumentaria que a diferença entre dívida doméstica e estrangeira não é relevante — excetuando-se as interferências governamentais na transferência de paga-

mentos de serviços ou outras políticas públicas nitidamente inapropriadas —, se é que ela existe. O risco cambial associado ao endividamento externo é provavelmente levado em consideração, assim como outros riscos, sejam de fonte doméstica ou estrangeira. Mais genericamente, firmas privadas costumam ser cuidadosas ao avaliar o retorno líquido derivado dos fundos tomados quando comparados com os custos líquidos, já que a sua sobrevivência enquanto empresas está em jogo.

O mesmo autor veio a argumentar que o sobreendividamento pelo setor privado, mesmo com garantias oficiais, era pouco provável, uma vez que as garantias oficiais eram dadas de forma seletiva; somente empréstimos públicos nos mercados financeiros internacionais eram vistos como geradores de riscos mais sérios para o serviço da dívida [ver Robichek (1981, p. 172)].

A convergência da inflação doméstica e da taxa de juros na direção das taxas internacionais provou ser um processo lento, durante o qual a taxa de câmbio nominal fixa “permanente” produziu grandes incentivos ao aporte de capitais privados para o Chile: durante 1981, o *deficit* em conta corrente alcançou o espantoso nível de 14% do Produto Nacional Bruto chileno, com as reservas internacionais estabilizadas, enquanto a poupança doméstica aparentemente desaparecia. O processo de liberalização financeira levou também a uma aberta concentração do poder econômico, como observado (por economistas de oposição), nas mãos de uns poucos conglomerados ou grupos econômicos, que combinavam corporações financeiras e não-financeiras. Antes de 1981, a visão oficial parece ter sido a de que tais grupos econômicos deviam refletir algumas economias de escala, e podiam ser entendidos como um açougue de tipo especial, disciplinado pela livre entrada e pressões competitivas. Esperava-se que as suas alocações de recursos creditícios, comumente viesadas em direção às companhias associadas com o grupo, fossem mais eficientes do que aquelas possíveis de serem alcançadas pelos burocratas do governo.

Por volta de março de 1981, as publicações financeiras internacionais escreviam que “o ambiente de livre empresa no meio bancário chileno” estava provando ser um poderoso atrativo para os bancos estrangeiros, e que se formava uma fila de candidatos para o próspero setor (ver *Business Latin America*, 11 de março de 1981, p. 79).

Em junho de 1981, as mesmas publicações destacavam, com preocupação, a suspensão dos pagamentos de créditos locais pela CRAV, uma companhia chilena de açúcar, assim como outras máculas no milagre econômico, mas argumentavam que “as áreas-problema não ameaçam de imediato o crescimento” (ver *Business Latin America*, 3 de junho de 1981, p. 173). Acompanhando as novidades da CRAV, o Banco Central ajudou instituições financeiras a segurar uma “corrida” incipiente. Em novembro de 1981, a posição de dois importantes bancos privados chilenos e de diversas financeiras tornou-se crítica: eles sofreram intervenções do Banco Central. Intervenções posteriores nos intermediários financeiros ocorreram durante a primeira metade de 1982; ao invés de endurecer os processos de falência, essas ações aparentemente envolveram uma generosa expansão do crédito ao setor privado. Entre o fim de dezembro de 1981 e o fim de junho de 1982, o crédito doméstico em pesos chilenos expandira-se 41%; do crescimento líquido do crédito doméstico, 92% foram para o setor privado [ver *International Monetary Fund* (1983, pp. 118-9, linhas 32 e 32d)]. O uso intensivo do crédito do Banco Central para garantir os agentes privados levanta dúvidas sobre a validade da análise pré-1982 da posição fiscal e da dívida do setor público chileno. O *deficit* orçamentário registrado era inexistente ou mínimo ao longo de vários anos até 1981 e moderado durante 1982 [para evidências sobre o aparente desempenho fiscal chileno, ver McKinnon (1982)]. A declinante importância da dívida pública ostensiva nas contas nacionais foi comemorada por alguns observadores; foi realçado que os ativos do setor público, tais como os das estatais restantes, excediam o seu passivo. *Ex post*, soube-se que o setor público, inclusive o Banco Central, vinha acumulando um montante explosivo de obrigações contingentes, tanto com os agentes financeiros estrangeiros quanto com os domésticos, que tinham depósitos ou tinham emprestado para o raquítico setor financeiro doméstico. Essa dívida pública oculta podia virar dinheiro num momento em que o sistema financeiro ameaçasse submergir. Eminentemente estudiosos dos sistemas fiscais e financeiros, que estavam envolvidos nas reformas chilenas, aparentemente desprezavam essa dívida-bomba potencial. (Presentes durante a criação e o desenvolvimento inicial do novo sistema financeiro chileno, encontravam-se consultores do Programa para o Desenvolvimento de Mercados de Capitais da OEA, que,

juntamente com o Banco Central chileno, patrocinou essa série de seminários sobre o mercado de capitais em Santiago em 1974, 1976 e 1977.)

Pelo final de 1981 e princípio de 1982, o Chile sentia também a força máxima da crise econômica internacional e descobria que não era um “país pequeno” no mercado financeiro internacional, no sentido de ser capaz de tomar emprestado, tanto através do governo como através de agentes privados, tudo que pretendia a uma dada taxa de juros, mesmo incluindo um *spread* generoso. As pressões acumularam-se sobre a já supervalorizada taxa de câmbio nominal, fixada desde julho de 1979; em junho de 1982, a inimaginável desvalorização foi realizada às pressas, iniciando-se um período de experiências, incluindo flutuações livres e controladas, desvalorizações constantes, taxas múltiplas e apertos nos controles cambiais.

A taxa de câmbio oficial passou rapidamente de 30 pesos por dólar americano para uma faixa de 74-80 pesos em janeiro de 1983; a taxa do mercado livre foi cotada substancialmente acima da oficial. Aqueles que tinham dívidas em dólar foram colocados contra a parede; as dificuldades financeiras contribuíram para a queda (e foram por ela agravadas) no Produto Nacional Bruto real de aproximadamente 14% durante 1982. O Banco Central realizou operações de socorro a bancos e outros intermediários financeiros durante a segunda metade de 1982, para evitar um rompimento do sistema financeiro. Em janeiro de 1983, uma controvertida grande intervenção em cinco bancos, a liquidação de outros três e a supervisão direta de outros dois deixaram o governo com o controle de uma boa parcela do setor empresarial chileno, assim como das suas dívidas domésticas e externas. Estima-se que os créditos vencidos (e não recebidos) dos bancos cresceram de 11% do seu capital e reservas ao final de 1980 para 22% ao final de 1981, para 47% ao final de 1982 e para 113% em maio de 1983 [ver Arellano (1983a, p. 192)].

Muitas das pessoas ligadas aos bancos sob intervenção e companhias associadas, inclusive ex-ministros do regime Pinochet, apontam as medidas de janeiro de 1983, tomadas pelo Banco Central e a sua agora ativa Superintendência de Bancos, como desnecessárias, arbitrárias e politicamente motivadas, sugerindo que grupos econômicos rivais tentaram lucrar com as medidas. O General Pinochet em pessoa liderou a ofensiva ao atacar com uma série de pecados, in-

cluindo o abuso da boa fé do General, os grupos econômicos em má situação. Durante 1983 e 1984, alguns conhecidos financistas e ex-ministros estavam presos, acusados de fraude. Especificamente, tem-se apontado que o Banco Central do Chile e três outros bancos privados de Santiago abriram um novo banco no Panamá, que era usado para burlar os limites de empréstimos de um banco para os membros do seu próprio grupo, quando aquelas medidas foram tardiamente impostas para controlar as "táticas desmedidas dos conglomerados para autofinanciar-se" (ver *The Wall Street Journal*, 6 de março de 1984, p. 38).

Sejam quais forem os méritos dessas acusações, é claro que a crise financeira doméstica do Chile havia posto em xeque não só o futuro de muitos bancos e empresas existentes, mas também as regras do jogo na forma em que elas tinham sido entendidas durante os anos do "milagre chileno". A falta de transparência dos procedimentos de intervenção, e dos processos anunciados para resolver a enrascada das dívidas interfirmas e bancos, levantou inclusive dúvidas sobre o respeito do regime ao direito de propriedade ou pelo menos sua boa vontade para providenciar mecanismos efetivos para o exercício eficiente desses direitos. Por outro lado, só os depositantes dos três bancos liquidados incorreram em perdas diretas (perto de 30% dos seus depósitos); todos os outros depositantes foram assegurados de que poderiam pegar seu dinheiro de volta.

O rompimento das regras de 1982/83 e a confiança na discricção dos oficiais chilenos estenderam-se para o manejo das dívidas externas. Em contraste com outros tomadores, como o Brasil, uma grande parcela do aporte de capitais pré-1982 ao Chile foi diretamente para os bancos e empresas privadas, sem envolver garantias do governo. Realmente, tanto os tomadores quanto os emprestadores privados haviam sido avisados pelos oficiais do governo de que eles agiam por sua própria conta e risco, e que tal dívida não podia de forma alguma ser vista como uma dívida *nacional* chilena. Apesar destes avisos *ex ante*, no princípio de 1983 os débitos externos dos bancos privados foram assumidos pelo governo, que comunicou a sua intenção de continuar a honrá-los. Essas dívidas privadas tinham sido incluídas no reescalonamento da dívida, que estava sendo negociado entre o governo chileno e os comitês de assessores dos bancos estrangeiros para o Chile. Aparentemente, o governo chileno cedeu às

pressões de tais comitês, os quais argumentavam que seria extremamente difícil para a comunidade financeira internacional dar ouvidos às angustiantes necessidades chilenas enquanto um número cada vez maior de empresas associadas a bancos chilenos estivessem experimentando ou se aproximando de uma suspensão dos seus pagamentos e da subsequente falência. Para serem absolutamente explícitos, os bancos estrangeiros aparentemente endureceram suas concessões de créditos comerciais de curtíssimo prazo ao Chile durante o primeiro trimestre de 1983, uma técnica que sabemos ter sido, com sucesso, usada 10 anos antes, em relação ao mesmo país. O Fundo Monetário Internacional, também presente no esforço de reescalonamento, não objetou publicamente a essa ameaça à doutrina Robichek.

No final das contas, as ações *ad hoc* realizadas durante 1982/83 no Chile para administrar as crises financeiras, doméstica e externa, carregam consigo um enorme potencial de distribuição arbitrária da riqueza. As lições que os agentes privados podem tirar dos acontecimentos são pouco prováveis de serem compatíveis com uma reconstrução do setor financeiro doméstico baseado em ameaças reais de falência com vistas a forçar um bom comportamento ao emprestar ou tomar emprestado. Apesar das garantias *ex post* do governo aos depósitos em peso, os indivíduos diminuíram muito suas demandas por ativos denominados em pesos, enquanto a inflação subia, e aumentavam as expectativas de que a solução da confusão existente no crédito doméstico envolvesse ainda mais inflação, depreciação cambial e controles arbitrários. A fé nos procedimentos judiciais ordinários de solucionar as dívidas e os ativos protestados pareceu ser bem baixa; existem muitas histórias sobre devedores abandonando o país e de pequenos e grandes estelionatários saindo impunes.

As experiências financeiras domésticas uruguaia e argentina oferecem várias similaridades e alguns contrastes com o caso chileno narrado. Nestes países, a intermediação financeira doméstica também floresceu e depois entrou em crise. Os principais pontos para comparação são:

a) Caso os depósitos sejam ou não explicitamente segurados, o público espera que o governo intervenha para salvar a maioria dos depositantes de perdas quando os intermediários financeiros têm

problemas. Avisos de que as intervenções não ocorreriam parecem ser simplesmente inacreditáveis. Fernández (1983) tem culpado os seguros explícitos dos depósitos (mantidos pelo Banco Central) pelo colapso financeiro argentino de 1980/82. Mas, como vimos, seguros explícitos foram muito menos usados no Chile, onde apesar de tudo muitos agentes sentiam que seus depósitos estavam implicitamente garantidos pelo Banco Central [ver Arellano (1983a)].

b) Os Bancos Centrais, tanto pela errônea crença de que os bancos são empresas comuns como açougues quanto por falta de pessoal treinado, negligenciaram na elaboração de regulamentações prudentes para os intermediários financeiros. Como esperado, os ativos das financeiras e dos bancos argentinos e chilenos por volta de 1980/81 tinham um perfil substancialmente mais arriscado do que os das instituições similares nos Estados Unidos ou na Europa Ocidental, sobretudo quando comparados a alguns intermediários financeiros bem regulamentados destes países. Tem-se argumentado que no Uruguai a presença de bancos de propriedade americana, indiretamente regulamentados pelo Federal Reserve, reduziu a magnitude do risco incorrido pelos bancos.

c) As novas instituições financeiras no Cone Sul atraíram novos empresários e estimularam a criação de conglomerados e grupos econômicos. Enquanto o sangue novo empresarial tem uma aura simpática, a experiência indica que *animal spirits* tão ousados são mais eficientemente canalizados em direção a empreendimentos não-financeiros, onde a ameaça disciplinante da falência pode ter mais crédito.

d) Em economias caracterizadas por mercados indóceis e imperfeições informacionais, os conglomerados e grupos econômicos, mesmo quando podem corrigir as imperfeições criadas pela repressão financeira induzida pelo governo, podem simultaneamente exacerbar outras imperfeições, particularmente pela criação de poder oligopolista. A associação muito estreita entre intermediários financeiros e corporações não-financeiras, que nos Estados Unidos é desencorajada por regulamentações, pode realmente levar a distorções na alocação de crédito, como demonstrado pelas experiências chilena e argentina. Ligações entre bancos e firmas em ambos os países, que não foram poucas, foram responsáveis pelo grande uso do endividamento pelas

firmas. No Chile, ao final de 1982, as firmas privadas estavam mais endividadas do que as estatais; no setor privado, o alto endividamento era encontrado entre aqueles que controlavam bancos (e que tinham adquirido da CORFO as firmas nacionalizadas pelo Presidente Allende). Entre 1975 e 1982, o Chile passou de uma economia financeiramente pouco sofisticada, onde a inflação tinha amortizado o valor real da dívida, para uma economia essencialmente financeira, onde os credores tinham uma parcela muito grande da riqueza real, um caso óbvio de “muita dívida e pouca participação acionária”. A interpenetração do poder econômico e financeiro parece ter alcançado níveis extraordinários. Os dois maiores grupos no Chile ao final de 1982 controlavam as principais companhias de seguro, de fundos mútuos e corretoras, a maior companhia privada de fundos de pensão e os dois maiores bancos comerciais; aproximadamente metade da dívida externa privada foi canalizada através do sistema bancário doméstico, de tal forma que o controle dos bancos permitia acesso imediato tanto ao crédito doméstico quanto ao externo. Ao final de 1982 muitos bancos tinham emprestado mais de um quarto dos seus recursos para empresas associadas.

e) A liberação das taxas de juros e o relaxamento dos controles sobre a intermediação financeira não irão necessariamente encorajar a intermediação além dos empréstimos de curto prazo. O florescimento da intermediação financeira privada no Cone Sul, mesmo em seu auge, foi limitada aos depósitos e empréstimos de menos de seis meses de duração. A intermediação de mais longo prazo, através de bancos ou títulos, para não mencionar o mercado de capitais, continuou muito fraca. Ao mesmo tempo em que as novas políticas destruíam a intermediação de longo prazo preexistente, mantida pelo governo, como no caso do sistema habitacional chileno (SINAP), a liberação financeira reduzia os instrumentos financeiros de longo prazo disponíveis. O mercado de ações pode explodir momentaneamente, mas mobiliza poucos fundos; acusações de fraude e manipulação, juntamente com a falta de proteção para os acionistas minoritários, reduziram o interesse do público por ações em mercados mal ou de todo não regulamentados. Tem-se sugerido no caso chileno que falsas transações com ações foram um componente importante do crescimento dos intermediários financeiros durante o período de

1977 a 1981. A manipulação no sentido de valorizar as ações possuídas pelos grandes grupos é apontada como uma manobra para aumentar o valor do lastro utilizado para assegurar empréstimos e induzir novos aportes para seus fundos mútuos.

f) O fim da repressão financeira indubitavelmente encorajou muitos tipos de poupança financeira; Arellano (1983a e 1983b) documenta o *boom* na poupança e intermediação financeira chilena, especialmente durante 1977/82. Paradoxalmente, no entanto, o total da poupança doméstica *não* aumentou nas experiências sul-americanas de liberalização financeira, apesar dos retornos atrativos para as poupanças. A poupança nacional bruta chilena *caiu* de uma média de 16,3% do Produto Nacional Bruto na década de 60 para 12,4% durante 1975/81 [ver Arellano (1983b, p. 12)]. Arellano argumenta de forma convincente que a expansão da poupança financeira chilena veio principalmente do aporte de capital estrangeiro, do registro nos dois lados do balanço dos juros acumulados e ganhos de capital e de uma reorientação dos fluxos de poupança do setor público para o privado [para uma discussão sobre o pobre desempenho da poupança chilena, ver também Harberger (1982)]. Em 1980/81, algumas reformas no setor de previdência social deram um impulso adicional aos fundos que chegavam às instituições financeiras privadas, modificando o sistema de contribuições administrado pelo governo, que passou a um esquema de capitalização, no qual os fundos de pensão seriam geridos por instituições financeiras privadas.

g) O desempenho do investimento agregado não demonstra de forma clara qualquer sinal de melhora, ou de se tornar mais eficiente, nos países sulamericanos em processo de liberalização. No Chile, o investimento fixo bruto durante os anos 60 foi em média de 20,2% do Produto Nacional Bruto; durante 1974/82, ele alcançou somente 15,5% do PNB [ver Arellano (1983a, p. 226)]. A Argentina e o Uruguai tiveram melhores resultados pelo lado do investimento, em parte porque a formação de capital pelo setor público não se atrofiou como no caso chileno.

h) Os emprestadores estrangeiros tomam os avisos do governo de que os devedores privados, especialmente os bancos, não serão eximidos das obrigações externas (ou domésticas) não garantidas, ainda menos a sério do que os depositantes tomam a ameaça de

perder o seu dinheiro. A suposta atitude japonesa de não diferenciar entre dívida externa pública ou privada de um país em desenvolvimento parece ter sido adotada *ex post* como um princípio mais seguro para a ação do que a doutrina Robichek. Os bancos estrangeiros, emprestando tanto para o setor público como para o setor privado de um país, têm grande poder de convencimento junto aos governos para os induzirem a assumir *ex post* os empréstimos privados ruins, especialmente aqueles dos intermediários financeiros. Parece não haver juiz internacional capaz de evitar que exerçam tal pressão. As diferenças substanciais entre a nacionalização dos bancos privados mexicanos em 1982 e a intervenção nos bancos privados chilenos em 1983 podem ser menores do que se poderia pensar lendo os editoriais da imprensa financeira internacional. Os bancos internacionais, sabendo-se regulamentados em casa, onde também mantêm elos políticos fortes com seus governos, esperam o mesmo em países tomadores de empréstimos.

Enquanto a dívida dos bancos privados chilenos para com os bancos estrangeiros foi totalmente assumida pelo governo, outras operações realizadas pelos bancos do Cone Sul no exterior não parecem ter usufruído do manto protetor de seus governos nacionais. Por exemplo, as autoridades argentinas recusaram-se a aceitar a responsabilidade por protestos junto à filial de Nova York do falido Banco de Intercâmbio Regional, que foi encampado pelo New York State Banking Department [ver Johnson e Abrams (1983, p. 23)]. Dada esta experiência, é pouco provável que os bancos do Cone Sul surjam como competidores importantes no cenário bancário internacional no futuro próximo.

i) A combinação de uma taxa de câmbio fixa ou pré-anunciada, movimentos de capital relativamente livres e sistemas financeiros domésticos e externos caracterizados pelos riscos morais e outras imperfeições discutidas acima preparam a cena não somente para más alocações microeconômicas de crédito, mas também para a instabilidade macroeconômica, inclusive o crescimento explosivo da dívida externa, maior parte da qual de responsabilidade dos bancos privados chilenos, seguida de um brusco rompimento no influxo de capitais. Essa instabilidade macroeconômica ocorreria mesmo se tivéssemos circunstâncias tranqüilas, mas é certamente exacerbada

pelos choques externos que afetam as economias tornadas particularmente frágeis e vulneráveis por essa combinação de políticas e instituições. Contrariamente a algumas velhas e novas noções, as experiências da Argentina, do Chile e do Uruguai mostram que o que ocorre com a taxa de câmbio nominal afeta a taxa de câmbio *real*, pelo menos no curto e médio prazos, e que variações na taxa de câmbio podem ser um importante e eficiente mecanismo de ajuste para o balanço de pagamentos. Políticas erradas para a taxa de câmbio parecem muito mais importantes para explicar a turbulência financeira e a severidade da depressão chilena de 1982/83 do que a redução das barreiras a importações. A credibilidade das últimas foi reduzida pela sobrevalorização do peso, induzindo a uma orgia de importações e reduzindo as poupanças locais.

j) A taxa de juros de curto prazo, bem definida, manteve-se geralmente muito alta na Argentina, no Chile e no Uruguai, mesmo durante os períodos de influxo maciço de capital. Algumas hipóteses foram sugeridas para explicar esse fenômeno: política macroeconômica; expectativa de desvalorização e inflação, que no curto prazo não se materializaram; mudança na produtividade real do capital; e mesmo *spreads* excessivos, causados pelas exigências do Banco Central. Como no caso das explicações para as altas, mas menos espetaculares, taxas de juros real registradas nos Estados Unidos durante o começo da década de 80, nenhuma das hipóteses é totalmente satisfatória. Do ponto de vista deste artigo, a hipótese mais intrigante para explicar a extravagante taxa de juros do Cone Sul, que, conforme Arellano (1983b, p. 31), no Chile alcançou 32% anuais na média de 1976/1982 — essa era a taxa cobrada em empréstimos de curto prazo —, destaca a natureza da não-regulamentação financeira e imperfeições nestes mercados. Observou-se anteriormente que as altas taxas de juros chilenas refletiam-se principalmente nos balanços de partida dobrada. Pode argumentar-se que os agentes que tomavam emprestado a taxas exorbitantes ou aguardavam que elas se mantivessem por muito pouco tempo ou então esperavam que o governo os garantisse, sabendo como eles sabiam que muitos outros tomadores estavam em situação similar. Tais expectativas, claro, favoreceram a tomada de empréstimos ameaçadores: ou as taxas de juros caíam ou o governo teria de “garantir” a todos. Seja qual for

a validade deste argumento, fica claro das experiências do Cone Sul que o tipo de não-regulamentação experimentado nestes países não garante taxas de juros reais estáveis flutuando em torno de estimativas razoáveis da taxa de juros real socialmente ótima. Alguns observadores têm argumentado que a principal função das altas taxas de juros era transferir a propriedade da riqueza empresarial dos devedores para os credores, um mecanismo que só deixaria de operar quando não houvesse mais qualquer riqueza nas mãos dos acionistas.

l) Como em outros países da América Latina, a queda do Produto Interno Bruto da Argentina (11% entre 1980 e 1982), do Chile (15% entre 1981 e 1983) e do Uruguai (14% entre 1980 e 1983) pode ser vista como resultante de circunstâncias externas desfavoráveis no começo dos anos 80, combinadas com políticas domésticas menos que ótimas. Como foi notado anteriormente, a rigidez induzida pela política na taxa de juros nominal atrasou o ajustamento às mudanças nas relações de troca com o exterior e às mudanças no influxo de capitais. O frágil setor financeiro doméstico do Cone Sul deve também ser culpado por exagerar, primeiramente, o *boom*, depois por agravar a recessão e, finalmente, por atrasar a recuperação. As conseqüências do colapso financeiro chileno têm sido as mais espetaculares, conduzindo a um rearranjo generalizado do orçamento nacional. Tal rearranjo, no entanto, tem sido um processo vagaroso e obscuro, deixando muitos agentes financeiros sem saber o que é de quem, ou quem deve a quem, circunstâncias pouco favoráveis para a recuperação do investimento privado.

m) Assim como com a dívida internacional, a escolha e a alocação das perdas e a culpa pelos "enganos" (óbvios apenas *ex post*) cometidos pelos tomadores e emprestadores no mercado financeiro doméstico apresentam problemas conceituais e legais monumentais, especialmente quando tais "enganos" estão muito espalhados. Desde 1982 a Argentina parece ter tomado a honrada rota de limpar os enganos financeiros via inflação (que não é repassada para as taxas de juros); essa abordagem favorece os tomadores, às custas dos devedores. Como notado anteriormente, no caso chileno o caminho para sair da confusão continua obstruído; a inflação acelerou, mas "apenas" para algo como 25-30% em 1983. Existem poucos precedentes e menos ainda doutrinas aceitas relativas a processos financeiros tão

bizarros como os experimentados no Chile durante 1975/83. Falências, dificuldades e confusões financeiras atrasam a recuperação além do que seria necessário para alcançar um ajustamento real às novas relações de troca internacionais, à realidade do mercado de capitais e às expectativas sobre o crescimento na economia internacional.

4 — Opções para os sistemas financeiros domésticos latino-americanos

Os sistemas financeiros do Cone Sul no final dos anos 70 e início da década 80 acabaram num péssimo “meio caminho”: garantias públicas *de facto* aos depositantes, emprestadores e tomadores e nenhuma supervisão ou controle eficiente (antes que fosse tarde demais) sobre as práticas dos intermediários financeiros. A reforma poderia levar a duas direções opostas: mais *laissez-faire* com medidas (constitucionais?) preventivas contra ações “salvacionistas” no futuro, ou na direção de mais controles públicos, possivelmente culminando na nacionalização do sistema bancário, como na Costa Rica, El Salvador, Índia e França. Outros países latino-americanos fora do Cone Sul, como o Brasil e a Colômbia, têm sistemas financeiros domésticos que, ao mesmo tempo que dão sinais de esgotamento nos últimos anos, não incorreram em crises como a do Cone Sul; suas experiências podem ser de utilidade ao se esboçar as características desejáveis dos acordos financeiros domésticos.

Como observado anteriormente, a credibilidade da submissão de um governo a um verdadeiro sistema financeiro doméstico de *laissez-faire* é muito pequena. Primeiramente, como ilustrado na recente experiência chilena, os agentes financeiros internacionais não aceitarão a separação da dívida em pública e privada quando a crise sobrevier; *laissez-faire* financeiro num país periférico não parece viável. Em segundo lugar, a “opinião pública”, inclusive os generais e suas tias, simplesmente não acreditam que o Estado deva (e não que possa) permitir que a maior parte dos depositantes seja atingida pela falência de bancos e intermediários financeiros. Pode ser que os agentes financeiros privados, domésticos e estrangeiros, empres-

tadores, tomadores e intermediários, relacionados ou não a gerais, saibam que os sistemas político e judiciário domésticos não são compatíveis com os compromissos do *laissez-faire*, manifestados num momento de exaltação dogmática por algum desinformado Ministro de Finanças ou presidente de Banco Central. Quando uma crise explodir, os agentes irão pensar, as varas de falência não irão suportar; quando quase todo mundo (que conta) fica falido, ninguém está! Então, mesmo se alguém acreditava, *à la* Hayek, que as externalidades e características de bem público do sistema monetário e financeiro doméstico são negligíveis, pode-se concluir que a infraestrutura política, judicial e social encontrada em muitos países em desenvolvimento (e desenvolvidos?) conspira contra a viabilidade de um sistema financeiro de puro *laissez-faire*. O fanático pode concluir que a nação não está à altura do purismo do modelo.

Então deve-se voltar aos bons tempos do estilo de repressão financeira dos anos 50, controles extensivos e até a total nacionalização do sistema financeiro doméstico? Pode-se argumentar que uma alternativa *imaginável* pode ser desenhada, evitando muitas das ineficiências da repressão financeira, ao mesmo tempo em que se evitam as da experiência do Cone Sul, e demarcando agentes financeiros públicos e privados. O que se segue esboça alguns quadros desse eclético sistema.

Taxas de juros reais negativas tornaram-se comuns na América Latina durante as décadas de 40 e 50, quando a inflação ganhou força e muitas autoridades econômicas mantinham um teto para as taxas de juros nominais oferecidas e cobradas pelo sistema bancário e financeiro. Por essa época a maioria dos países sul-americanos (fora o México e os da América Central e Caribe) também mantinha amplos controles sobre o câmbio. A limitada mobilidade internacional de capitais reforçava a taxação sobre as reservas monetárias e a repressão financeira; a então predominante ortodoxia keynesiana também encorajava esses desenvolvimentos. Enquanto taxas de juros reais negativas no mercado financeiro formal somente ocorreram quando o governo impôs taxas máximas e controles cambiais, não é óbvio que a regulamentação pública e sua participação no mercado financeiro doméstico tivesse necessariamente de levar a taxas de juros reais negativas. O sistema financeiro mexicano das décadas

de 50 e 60, louvado pelos acadêmicos do desenvolvimento, continha tanto instituições públicas quanto substanciais regulamentações governamentais. Como já foi observado, a indexação brasileira pós-1964 e outras reformas financeiras dificilmente poderiam ser descritas como devidas a uma abordagem de *laissez-faire*. As celebradas reformas financeiras sul-coreanas da década de 60 foram feitas com grande participação pública e controle do setor financeiro formal [ver Gurley, Patrick e Shaw (1965, p. 45)].

Partindo-se do fato de que um país pretenda manter a sua soberania monetária mas que persistam expectativas inflacionárias significativas, embora não explosivas, existe uma forte razão para que se garanta aos agentes privados o acesso aos ativos domésticos financeiros líquidos, gerando uma taxa de juros real que não seja muito menor, nem maior, que zero. A taxa inflacionária imposta aos saldos em moeda pode resultar da falta de habilidade do sistema fiscal em encontrar fontes de renda não inflacionárias, ou pode simplesmente ser um subproduto da espiral inflacionária, cujo momento de inércia só pode ser contido por uma severa contração real. Presumivelmente, as conveniências para transacionar geradas pela moeda doméstica serão suficientes para produzir alguma demanda pela mesma, ainda que sob uma inflação moderada, suposição que é evidenciada pela experiência sul-americana. Mas sem uma reserva de valor, líquida e segura, denominada em moeda nacional, que pelo menos mantenha seu poder de compra, um sistema monetário e financeiro nacional terá pouca credibilidade no longo prazo, na ausência de controles draconianos. Poder-se-ia argumentar também que sem um tal ativo o sistema não alcançaria os mais elementares níveis de equidade social.

Existem muitas formas possíveis de se prover um tal ativo. O sistema bancário, por exemplo, poderia oferecer contas de poupança indexadas, que, dependendo de considerações práticas, poderiam em parte ser usadas como contas correntes. Pelo menos esse segmento do sistema bancário teria completo e explícito seguro para depósitos, talvez para contas abaixo de um certo (generoso) limite; seguros para contas maiores poderiam ser parciais. Naturalmente, o uso pelos bancos dos fundos provenientes dessas contas seria bastante regulamentado por uma vigilante superintendência de bancos.

Realmente, considerações práticas poderiam levar à exigência de 100% de reservas para esse tipo de depósito a ser aplicado em ativos muito seguros.

Enorme poder potencial é dado por este esquema às agências reguladoras: poder-se-ia acabar no controle total do crédito pelo Banco Central. As experiências na América Latina e outros lugares com o monopólio público do crédito não foram muito encorajadoras, de forma a se poder ficar indiferente a esta possibilidade. Garantias contra esse cenário de monopólio incluiriam permissão para oferecer ativos financeiros alternativos, tanto por agentes privados como por agentes públicos descentralizados, mais uma ativa supervisão das agências reguladoras e dos bancos públicos pelo Congresso. O último ponto sugere que a democracia, sejam quais forem suas virtudes fundamentais, é um importante insumo técnico para a saúde do sistema financeiro.

Emissores de ativos financeiros mais arriscados não poderiam dispor do seguro público para depósitos, mas estariam sujeitos a menos regulamentações. No entanto, continuar-se-ia exigindo um capital mínimo, regras estritamente "transparentes" sobre o fornecimento de informações (tanto em relação aos ativos quanto às ligações com outras firmas), avisos claros de que o "risco-pode-ser-ruim-para-sua-saúde" ao público em geral. Após as experiências recentes, é provavelmente melhor agir com cuidado nesse segmento do mercado financeiro doméstico, mas não tão cuidadosamente a ponto de acabar com ele. As taxas de juros oferecidas e cobradas por esses intermediários deveriam ser taxas reais significativas; pelo menos numa base experimental, elas não seriam estabelecidas pela autoridade monetária, mas os *spreads* entre as taxas ativas e passivas estariam sujeitos à vigilância antitruste (assim como a entrada no setor não seria completamente livre). Esses *spreads* dependeriam, entre outras coisas, de possíveis encaixes compulsórios oficiais; poder-se-ia esperar que estes fossem baixos para tal segmento do mercado. Esperar-se-ia que tanto as instituições privadas quanto as estrangeiras participassem, mas a regulamentação à entrada e a vigilância antitruste estariam em guarda contra conluíus entre firmas financeiras e não-financeiras e se voltariam contra a criação de grupos econômicos dominantes e conglomerados. Proibições contra a fusão de firmas

financeiras e não-financeiras, como no Glass-Steagall Act americano, parecem ser particularmente desejáveis, especialmente quando os mercados são pequenos.

A experiência latino-americana, e mesmo a do Continente europeu no último século, cria um certo ceticismo sobre a possibilidade de os mercados privados sozinhos virem a gerar um fluxo de intermediação financeira grande o bastante para sustentar uma taxa de formação de capital fixo de longo prazo que aproveite totalmente as altas taxas de retorno disponíveis para investimentos de longo prazo. Incertezas privadas e ceticismos variados, os quais não irão desaparecer com a liberação das taxas de juros, reduzem o campo para o financiamento privado de longo prazo e para o mercado de ações; o último continua a arrastar-se mesmo quando amparado por vários subsídios, como no Brasil. Será lembrado que essa foi a motivação original para a criação de bancos públicos de desenvolvimento na América Latina durante as décadas de 30 e 40. Permanece a necessidade de ocupar espaços deixados pelos mercados de capitais de longo prazo por causa das agudas incertezas encontradas nas sociedades latino-americanas, e os bancos públicos de desenvolvimento continuam sendo uma solução plausível, apesar dos abusos e erros na sua administração, registrados nos últimos 50 anos. Nem todas as experiências têm sido negativas; como observado anteriormente, os bancos hipotecários públicos que obtiveram fundos emitindo obrigações indexadas, oferecendo taxas de juros reais baixas e fazendo o mesmo com suas hipotecas, registraram resultados importantes em vários países. A lição crucial continua sendo a de evitar taxas de juros reais muito afastadas de estimativas plausíveis para o custo de oportunidade do capital, mais um mecanismo político para verificar os abusos potenciais destas agências públicas.

Intermediários financeiros públicos descentralizados e eficientes, operando juntamente com intermediários privados, poderiam ter várias atribuições importantes, ao invés de ficar tapando buracos no mercado de longo prazo. Como as recentes experiências latino-americanas mostraram, confirmando a evidência do começo da década de 30, durante as crises financeiras o público parece voltar-se para os bancos públicos em busca de maior segurança. Os bancos públicos poderiam ajudar a manter as taxas de juros perto do custo de oport-

tunidade social do capital, diminuindo a instabilidade das taxas de juros reais. Essas instituições poderiam canalizar fundos externos, ajudando a manter as margens do endividamento externo e melhorar os termos deste mesmo endividamento. Os seus custos operacionais seriam o parâmetro, fornecendo uma arma para manter dentro de limites razoáveis a diferença entre as taxas de juros ativa e passiva. Ao suprir crédito de longo prazo para as novas atividades não-tradicionais, os bancos de desenvolvimento eliminariam uma das desculpas normalmente dadas para protecionismos exorbitantes contra as importações. Realmente, os casos justificados de proteção a indústrias nascentes são mais prováveis de surtir efeito se controlados, dadas as condições da América Latina, através dos instrumentos de crédito público, criteriosamente tabelados, ao invés das barreiras contra as importações. Não é necessário dizer que os bancos públicos não alcançarão tais resultados sem um grande esforço e pressão dos responsáveis por sua administração e supervisão. Muitos testes empíricos serão necessários, particularmente em relação ao estabelecimento de uma estrutura de taxas de juros compatível tanto com uma taxa vigorosa de formação de capital quanto com um fluxo de poupança doméstica voluntária.

A taxa de câmbio real, não menos que a taxa de juros real, continua sendo um preço crucial para as economias latino-americanas. A ênfase do Cone Sul na administração da taxa de câmbio como um instrumento para alcançar objetivos nominais, deixando as forças de mercado estabelecerem a taxa de câmbio real, surge da experiência recente como menos bem-sucedida do que a política brasileiro-colombiana de desvalorizações sucessivas, que têm em mira a taxa de câmbio real como objetivo explícito da política. Assim como com a taxa de juros real, a taxa de câmbio real correta não é fácil de definir e calcular de forma precisa, mas, grosseiramente, taxas de câmbio real sobre ou subvalorizadas, como as girafas, não são muito difíceis de se reconhecer a olho nu. "A taxa de câmbio real correta" seria aquela compatível com o *deficit* em conta corrente, nível de produto e influxo de capitais de longo prazo esperados, dada a política comercial e outras políticas. Essas são considerações reais; então, qual seria o papel da taxa de câmbio (e das mudanças esperadas no seu nível nominal) como um elo crucial entre os mercados

financeiros doméstico e internacional, e o seu impacto sobre a conta de capital do balanço de pagamentos?

Políticas domésticas que visem a determinar taxas de juros e de câmbio reais não são compatíveis com movimentos livres de capital (isto é, isentos de taxaço) nem com a conversibilidade irrestrita, a não ser por mero acaso (ou por serem exagerados os níveis médios de reserva). Essa não é uma conclusão agradável para aqueles que conhecem as experiências passadas do controle cambial sobre os fluxos internacionais na América Latina ou em qualquer outro lugar. Limitações sobre a conversibilidade incondicional da conta capital, no entanto, podem gerar ineficiências e inequidades maiores ou menores, dependendo do contexto em que elas forem tomadas. Uma taxa de câmbio real flutuando em torno do seu nível de equilíbrio de longo prazo seria um importante passo no sentido de reduzir as limitações sobre a conversibilidade; seria absolutamente essencial evitar a tentação de manipular as restrições de conversibilidade que visassem, como no passado, a sustentar a taxa de câmbio sobrevalorizada. Note-se, incidentalmente, que, mesmo sem restrições sobre a conversibilidade, taxas de câmbio sobrevalorizadas podem ser mantidas através da manipulação da conta de capital do balanço de pagamentos, isto é, altas taxas de juros coincidiram no Cone Sul com o “atraso cambial”.

Uma prudente máquina reguladora poderia ser utilizada para desencorajar fluxos financeiros internacionais voláteis, baseados principalmente em taxas ou exigências do tipo imposto, isto é, através de reservas obrigatórias especiais para alguns tipos indesejáveis de transações financeiras internacionais, como é a prática de vários países da Europa Ocidental. As taxas também deveriam incidir sobre lucros de arbitragem devidos ao endividamento externo e ao repasse interno, sob circunstâncias “normais”. Subsídios persistentes para encorajar o endividamento externo seriam um sinal de que ou a taxa de câmbio real ou taxa de juros real doméstica está fora do seu nível de equilíbrio.

A conversibilidade restrita na conta de capital é de fato um luxo, desejável em si, desfrutado por apenas um punhado de países que possuem um sistema financeiro ou muito desenvolvido ou muito atrasado. Não é também a prática usual dos países da OECD [ver

Bertrand (1981)], nem foi essa a idéia de pelo menos alguns dos arquitetos do sistema de Bretton Woods [ver Crotty (1983)]. Enquanto a moeda doméstica for sobrecarregada com impostos inflacionários maiores que os imputados às moedas estrangeiras, algumas limitações sobre a conversibilidade serão amplamente percebidas como parte necessária do conjunto de políticas de transição [ver, por exemplo, McKinnon e Mathieson (1981)].

A razão para algumas restrições sobre a livre movimentação da conta de capital está parcialmente baseada em considerações macroeconômicas, e em parte na necessidade de corrigir imperfeições microeconômicas nos mercados financeiros doméstico e internacional. Fatos ocorridos durante 1982 devem ter posto um fim à noção de que existem países pequenos no mercado financeiro internacional, no sentido de que tais países poderiam tomar emprestado o quanto quisessem a uma dada taxa de juros. Riscos sobre a moeda e a soberania inevitavelmente inclinarão a curva de oferta de fundos externos para qualquer país numa direção ascendente, e podem até mesmo fazer aparecer um ângulo na curva, fazendo com que passe a existir um hiato entre custos sociais e privados de endividamento [para uma clara, mas aparentemente desprezada, exposição, ver Harberger (1981)]. Considerações sobre riscos morais de ambos os lados do mercado, ou expectativas de salvamento, reforçam os motivos do país de origem para supervisionar os fluxos financeiros internacionais; se cada país não tomar a si essa supervisão, outros o farão por ele.

Tais considerações também levantam dúvidas sobre a desejabilidade de se permitir ao sistema financeiro doméstico o oferecimento de depósitos denominados em moeda estrangeira, tanto para cidadãos locais quanto para estrangeiros. Tais depósitos reduzem violentamente a liberdade de manobra das autoridades monetárias em relação à manutenção da credibilidade e reputação dos bancos que os oferecem. (O ponto é em parte aplicável a qualquer país cujos bancos têm uma abrangência internacional, mesmo se os depósitos são denominados em moeda local.) Os casos uruguaio e mexicano sugerem que os depósitos denominados em moeda estrangeira aumentam a vulnerabilidade às crises, introduzindo uma tendência a fortes descontinuidades nas regras do jogo. Este tipo de depósito a qualquer taxa não seria geralmente compatível com as restrições sobre a conversibilidade da conta de capital, restrições que também

descartariam a possibilidade de uma flutuação totalmente livre para a taxa de câmbio, considerando-se tanto a cotação presente como a futura.

5 — Advertência final

A recente experiência chilena mostra que um orçamento equilibrado por si só não irá evitar nem uma séria crise financeira nem uma aguda turbulência macroeconômica. Crises anteriores à chilena, e àquelas de outros países latino-americanos, também mostram que a extravagância fiscal é um caminho seguro para fazer vir à tona não somente deslocamentos econômicos, mas também um enfraquecimento ou mesmo o colapso de frágeis instituições democráticas. Esse trabalho não discute nem a política fiscal nem as estratégias para eliminar a inflação. Implicitamente, assumiu que as inflações latino-americanas podem ser causadas por muitas fontes, não apenas pela frouxidão orçamentária, e que na maioria dos países no futuro previsível “conviver com a inflação” será um objetivo de política com mais credibilidade do que eliminá-la, e que isso deve ser levado em consideração quando se estiver elaborando políticas financeiras domésticas desejáveis, assim como outras medidas.

Entretanto, existem níveis de inflação (e de *deficits* orçamentário) com os quais nenhum sistema financeiro doméstico com o mínimo de coerência poderia conviver. Os exemplos incluem inflações que se aceleraram por mais de, digamos, três anos seguidos, alcançando níveis acima de 100% ao ano, ou taxas inflacionárias que flutuam imprevisivelmente de ano para ano. Sob tais circunstâncias, os preços relativos tornar-se-ão muito voláteis, e cálculos reais e financeiros muito difíceis de serem realizados. Em contraposição, o caso colombiano dos últimos 10 anos, mais ou menos, fornece um exemplo de inflação bastante previsível e fácil de se conviver. Finalmente, seria quase impossível implantar sistemas financeiros razoáveis, num contexto de economia mista, que pudessem ser compatíveis com *deficits* públicos sustentados da magnitude dos registrados no Chile durante 1971/72, na Argentina em 1974/75, ou no México durante 1981/82.

Bibliografia

- ARELLANO, José P. El financiamiento del desarrollo. In: CIEPLAN. *Reconstrucción económica para la democracia*. Santiago do Chile, Editorial Aconcagua, 1983a.
- _____. De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile: 1974-83. *Estudios CIEPLAN*, 11:5-49, dez. 1983b.
- BERTRAND, Raymond. The liberalization of capital movements — an insight. *The Three Banks Review*, 132, dez. 1981.
- Business Latin America*, 11 de março e 3 de junho de 1981.
- CORDEN, W. Max. *Monetary integration*. Princeton Essays in International Finance, 93. Princeton, New Jersey, Princeton University, International Finance Section, 1972.
- CROTTY, James R. On Keynes and capital flight. *The Journal of Economic Literature*, XXI (1) :59-65, mar. 1983.
- FEDERAL RESERVE BANK OF MINNEAPOLIS. *Are banks special?* Annual Report, 1982.
- FERNÁNDEZ, Roque B. La crisis financiera argentina: 1980-1982. *Desarrollo Económico*, 23 (89) :79-98, abr./jun. 1983.
- FRIEDMAN, Milton. *A program for monetary stability*. New York, Fordham University Press, 1959.
- GALBIS, Vicente. Inflation and interest rate policies in Latin America, 1967-76. *International Monetary Fund Staff Papers*, 26 (2) :334-66, jun. 1979.
- GURLEY, John G., PATRICK, Hugh T., e SHAW, E. S. *The financial structure of Korea*. Reprinted by Research Department, The Bank of Korea, 1965.

- HALL, Robert E. Monetary trends in the United States and the United Kingdom: a review from the perspective of new developments in monetary economics. *Journal of Economic Literature*, 20 (4):1.552-6, dez. 1982.
- HARBERGER, Arnold C. Comentarios. In: BANCO CENTRAL DE CHILE. *Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior: estudios monetarios VII*. Santiago do Chile, dez. 1981.
- _____. The Chilean economy in the 1970s: crisis, stabilization, liberalization, reform. In: BRUNNER, Karl, e MELTZER, Allan H., eds. *Economics policy in a world of change*. Vol. 17. Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1982.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *International financial statistics*. Washington, D. C., mar. 1983.
- JOHNSON, G. G., e ABRAMS, Richard L. *Aspects of the international banking safety net*. Occasional Paper, 17. International Monetary Fund, mar. 1983.
- KAREKEN, John H. Deregulating commercial banks: the watchword should be caution. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981.
- McKINNON, Ronald I. Financial policies. In: CODY, John, et al., eds. *Policies for industrial progress in developing countries*. New York, Oxford University Press, 1980.
- _____. The order of economic liberalization: lessons from Chile and Argentina. In: BRUNNER, Karl, e MELTZER, Allan H., eds. *Economic policy in a world of change*. Vol. 17. Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1982.
- McKINNON, Ronald I., e MATHIESON, Donald J. *How to manage a repressed economy*. Princeton Essays in International Finance, 145. Princeton, New Jersey, Princeton University, International Finance Section, 1981.

ROBICHEK, E. Walter. Some reflections about external public debt management. In: BANCO CENTRAL DE CHILE. *Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior: estudios monetarios VII*. Santiago do Chile, dez. 1981.

STIGLITZ, J., e WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71 (3) :393-410, jun. 1981.

The Wall Street Journal, 1984.

(Originais recebidos em junho de 1983. Revisitos em abril de 1984.)

