

Cadernos do IPRI

O Financiamento Externo da Economia Brasileira Diante das Mudanças no Contexto Internacional: Uma Avaliação do Período Recente

Monica Baer

EDIÇÃO ESPECIAL

Fundação Alexandre de Gusmão / IPRI
Financiadora de Estudos e Projetos

São Paulo, junho de 1993.

* Este trabalho contou com a colaboração de Marcos Antônio Macedo Cintra.

** Professora do Instituto de Economia da UNICAMP e pesquisadora do CEBRAP.

**O Financiamento Externo da
Economia Brasileira Diante das
Mudanças no Contexto
Internacional: Uma Avaliação do
Período Recente**

Monica Baer

EDIÇÃO ESPECIAL

Fundação Alexandre de Gusmão / IPRI
Financiadora de Estudos e Projetos

São Paulo, junho de 1993.

ÍNDICE

1. O Financiamento Externo da Economia Brasileira diante das Mudanças no Contexto Internacional: Uma Avaliação do Período Recente	
1.1. O Contexto Financeiro Internacional – mudanças na dinâmica e nos fluxos de recursos nos mercados privados	
1.2. A Reversão do movimento de capitais externos no Brasil desde 1991	
1.3. Plano Brady: conteúdo da proposta e interesse para o Brasil	
1.4. Os recursos externos dos organismos financeiros oficiais, bilaterais e multilaterais .	
2. Conclusões	
Bibliografia	
Anexos	

O FINANCIAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA DIANTE DAS MUDANÇAS NO CONTEXTO INTERNACIONAL: UMA AVALIAÇÃO DO PERÍODO RECENTE

Monica Baer

Depois da crise da dívida externa em 1982, o Brasil sofreu sérias restrições na sua capacidade de captar recursos financeiros internacionais, seja no mercado privado, seja nos organismos financeiros internacionais, seja ainda nas fontes oficiais. Surpreendentemente, nos dois últimos anos (1991 e 1992), o país voltou a obter um afluxo de recursos externos, sem que o problema da dívida externa estivesse resolvido e o quadro macroeconômico interno se apresentasse mais favorável.

Este estudo tem como objetivo avaliar este comportamento recente dos movimentos de capitais no Brasil, à luz das transformações financeiras no contexto internacional, e discutir a importância da retomada de um fluxo estável de financiamento externo para o país numa perspectiva de crescimento sustentado.

O trabalho está dividido em cinco partes. Na primeira se examinam as transformações financeiras internacionais, que ocorreram após a crise da dívida, e algumas de suas implicações mais relevantes do ponto de vista de países em desenvolvimento. Na segunda se analisa o recente retorno de capitais internacionais ao Brasil, com a preocupação de apreciar se é sustentável e se cobre o conjunto das necessidades de financiamento externo do país. Na terceira e quarta parte se trata da questão do financiamento externo do setor público brasileiro junto aos credores privados e às fontes oficiais, bilaterais e multilaterais. Na última parte conclui-se que o cerne da questão do financiamento externo do setor público consiste no acesso às fontes oficiais, tornando oportuna a elaboração de uma estratégia que permita superar os obstáculos, externos e internos, para maximizar o seu aproveitamento.

1.1 O Contexto Financeiro Internacional – mudanças na dinâmica e nos fluxos de recursos nos mercados privados

Antes de analisar as alterações que se observaram no contexto financeiro internacional a partir do final da década de 70, cabe um breve comentário sobre os anos de oferta “aparentemente” ilimitada de recursos externos para alguns países em desenvolvimento. Retrospectivamente, parece bastante claro que essa fase de fácil acesso ao mercado financeiro privado internacional esteve estreitamente associada à crise e às tentativas de reestruturação produtiva nos países industrializados após 1973. As políticas macroeconômicas implementadas nesse período, que ficaram conhecidas como *stop and go*, e os investimentos concentrados na racionalização da produção¹ implicaram uma queda na demanda por crédito nos países desenvolvidos, fazendo com que os recursos dos mercados financeiros fossem canalizados para novas regiões e investidores, principalmente no mundo subdesenvolvido.

¹ FROEBEL (1983).

Ainda que fossem considerados “tomadores de segunda linha” (*second best borrowers*), alguns destes países estavam desenvolvendo grandes projetos de investimento e expandindo suas exportações de produtos manufaturados, mais especificamente os *Newly Industrializing Countries (NICs)*, o que os tornava atrativos às instituições financeiras internacionais, pois eram países com projetos rentáveis e preocupados em aumentar sua capacidade de geração de divisas.

Este movimento também foi reforçado pela política dos próprios governos dos países centrais, para amenizar seu processo de ajuste interno. Além de promoverem a externalização de alguns processos produtivos (os intensivos em mão-de-obra e/ou energia; os poluidores, etc.), estes governos estenderam créditos oficiais aos *NICs* para a importação de bens de capital, com o que compensaram parcialmente o impacto negativo da retração do crescimento da economia mundial e contribuíram para o ajuste de suas balanças de transações correntes.

Nesse período, outros países subdesenvolvidos, que não apresentavam condições vantajosas de investimentos produtivos, tampouco deixaram de receber créditos privados internacionais em volumes significativos, sendo os credores internacionais atraídos por elevada rentabilidade e garantias de curtíssimo prazo.

Em suma, independentemente dos motivos internos que levaram cada um dos países em desenvolvimento a captar recursos externos nos anos 70, o acesso relativamente fácil ao mercado financeiro internacional privado foi um condicionante externo básico e comum a todos eles e não pode ser dissociado da crise e reestruturação produtiva nos países centrais.

Este condicionante externo básico alterou-se completamente no final dos anos 70, num primeiro momento, pelo aprofundamento da crise com a implementação de uma política recessiva (1981-1982) e, num segundo momento, pela significativa retomada dos investimentos nos países centrais a partir de 1984. Como se pode observar na Tabela 1, a participação dos países em desenvolvimento na entrada bruta de capitais nas economias diminuiu de 35% na segunda metade dos anos 70 para 19% no mesmo período dos anos 80, não sendo poucos os países que passaram de importadores a exportadores líquidos de capital neste último período. Na primeira metade dos anos 80 a participação dos países em desenvolvimento só se manteve no patamar dos anos 70 devido aos pacotes de reestruturação das dívidas externas, armados com a ajuda dos governos dos países centrais e dos organismos oficiais para evitar uma crise mais ampla no sistema financeiro internacional, em função do impacto potencial da inadimplência das economias endividadas.

As duas faces sincronizadas no âmbito dos países centrais – 1981-1982 e 1984-1990 – foram lideradas e condicionadas essencialmente pela política macroeconômica norte-americana. A primeira fase, que se caracterizou pela política monetária restritiva implementada no último período Carter e, posteriormente, reforçada no início da gestão do presidente Reagan, teve basicamente duas repercussões. Primeiro, ao levar a economia mundial a uma recessão profunda, no período 1981-1982, afetou importantes setores e agentes produtivos que se haviam endividado junto aos bancos privados ao longo da década de 70, tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento. O impacto negativo sobre estes setores/agentes rebateu no sistema financeiro, fragilizando sobretudo os grandes bancos comerciais norte-americanos, que haviam sido os mais ativos na intermediação financeira nos anos 70.

Em função do maior risco de crédito, que se manifestou no início de 1980 com a primeira escalada das taxas de juros e se tornou evidente com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento em 1982, procurou-se fortalecer a posição dos bancos, como precaução contra uma possível crise sistêmica. Assim, os agentes financeiros foram elevando os *spreads* para fazer frente ao crescente risco. Por sua vez, os bancos centrais dos países industrializados, notadamente depois de 1982, tornaram-se mais exigentes em termos de capitalização e reservas de contingências dos bancos. Se, por um lado, esta política era necessária para enfrentar a extrema fragilidade dos grandes bancos internacionais, por outro, elevou o custo dos recursos obtidos junto ao sistema bancário, incentivando o processo de desintermediação financeira.²

A segunda repercussão, que a rígida política monetária implementada pelos EUA teve, foi intensificar as flutuações das taxas de câmbio e de juros, causando um grau de instabilidade sem precedentes nos mercados financeiros (Gráficos 1 e 2). Este contexto de instabilidade criou uma significativa demanda por instrumentos de transferência de risco de preço. Entre as inovações financeiras na década de 80, estes instrumentos foram os que mais se expandiram e que maiores problemas trouxeram para a regulação das autoridades econômicas.³

A segunda fase, também liderada pela política macroeconômica norte-americana, que se caracterizou pela recuperação do crescimento das economias centrais, foi condicionada pelos dois grandes desajustes causados por esta política no âmbito dos próprios países industrializados: o déficit da balança de transações correntes dos EUA e sua consequente passagem de economia credora internacional para devedora, bem como o crescimento da dívida pública norte-americana e seu crescente financiamento por capitais externos.⁴

Como se pode observar na Tabela 2, o fluxo de investimento estrangeiro direto (IED) cresceu a taxas aceleradas no âmbito dos países centrais nesta segunda fase, quadruplicando seu valor anual entre 1985 e 1989. No entanto, aquele destinado aos países em desenvolvimento se manteve praticamente estancado até 1988, o que fez com que a participação destes últimos no volume total de IED caísse de 24% no período 1975-1979 para 14% em 1989.⁵

Por sua vez, houve uma expansão significativa dos fluxos de financiamento nos mercados internacionais, cuja média anual mais que duplicou na segunda metade dos anos 80 em relação à primeira (Tabela 3). Neste caso também é patente a maior concentração nos próprios países centrais. O fluxo líquido de créditos dos bancos internacionais para os países em desenvolvimento se tornou continuamente negativo a partir de 1987, exceto para os países

² Denomina-se desintermediação financeira, em contraposição à intermediação financeira, a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários através de um contato direto entre eles. Neste caso, qualquer intervenção de um agente financeiro se restringe à simples estruturação e gestão da operação, não envolvendo a estrutura ativo-passiva da instituição financeira.

³ Entre os principais instrumentos de transferência de risco de preço encontram-se os *swaps*, opções e futuros, que foram objeto de estudo aprofundado pelo Bank of International Settlements (BIS), para que os bancos centrais dos países industrializados pudessem readequar o seu marco regulatório. Para maior referência, ver BIS (1986).

⁴ Para uma análise detalhada dos problemas e riscos que estes desajustes envolvem, algumas referências importantes são: MARRIS (1985) e a versão atualizada de agosto de 1987; FRIEDMAN (1987); e MISHKIN (1987).

⁵ Entretanto, cabe ressaltar, que o comportamento é muito diferenciado entre os países em desenvolvimento. Neste mesmo período, enquanto os *NICs* asiáticos e os países da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ANSEA - Indonésia, Malásia, Singapura e Tailândia) mantiveram sua participação no fluxo global entre 5 e 6 por cento, o grupo dos países altamente endividados viu sua participação baixar de 13% para 4,5%.

do Leste Europeu (Tabela 4), e a participação de agentes de países em desenvolvimento na captação de recursos via colocação internacional de títulos, que se desenvolveu intensamente na década de 80, também foi insignificante⁶ (Tabela 5).

Esta expansão dinâmica dos investimentos de risco e de carteira, concentrada no âmbito dos países centrais, se apresenta, entretanto, fortemente assimétrica devido à crescente absorção de recursos pelos Estados Unidos. Ao longo de toda a década de 80 se observa uma situação crescentemente polarizada entre a posição importadora líquida de capitais dos EUA e a posição exportadora do Japão (Gráfico 3), que se monta a partir da política do dólar forte e, posteriormente, pela retomada do crescimento econômico sob a liderança dos EUA. Neste período, a economia norte-americana absorveu praticamente 50% de todo o investimento estrangeiro direto dos países industrializados e captou uma parte não desprezível dos investimentos de carteira.⁷

Em suma, a dinâmica financeira que se gestou ao longo da década de 80 está intimamente associada à política macroeconômica implementada pelos Estados Unidos, tanto na fase recessiva, que desencadeou a crise geral de endividamento e teve sérias consequências para os mercados financeiros, como no subsequente ciclo expansivo, financiado de forma substancial por capitais externos, tornando a economia norte-americana o principal polo absorvedor de capitais.

A contraface desta política norte-americana foi uma situação absolutamente paradoxal para as economias em desenvolvimento da América Latina que haviam adotado uma estratégia de captação de recursos externos nos mercados privados internacionais na década anterior. Por um lado, dada a elevação das taxas de juros e a queda nos termos de troca, deu-se um crescimento intenso da dívida externa por razões estritamente financeiras e condições deterioradas de geração de divisas necessárias ao cumprimento do serviço desta mesma dívida. Por outro lado, houve um corte absoluto na oferta de financiamento dos credores privados internacionais, restringindo-se os recursos novos a impedir a “inadimplência” dos países endividados.

Ainda que os parâmetros financeiros e comerciais tenham melhorado com a recuperação do crescimento sincronizado dos países industrializados a partir de 1983-1984, a **restrição de financiamento externo** se manteve pelo restante da década.

Neste quadro macroeconômico internacional, a dinâmica financeira privada passou por transformações profundas. As mudanças que ocorreram nos mercados financeiros privados ao longo dos anos 80 foram condicionadas por uma preocupação básica dos agentes econômicos: enfrentar um contexto macroeconômico de mudanças estruturais e maior instabilidade monetário-financeira. Assim, a dinâmica nestes mercados se orientou no sentido de uma crescente flexibilização dos instrumentos financeiros existentes e da criação de novos mecanismos, que permitissem reduzir o risco de crédito e transferir o risco de preço.

Esta dinâmica se desenvolveu através de três processos básicos: a *securitization*;⁸ a proliferação das **operações fora de balanço** das instituições financeiras, que abarcam

⁶ Exceto para os países asiáticos, para os quais este tipo de financiamento passou a ter uma importância maior.

⁷ Baseado em TURNER (1991), item III (Tabela 13) e item IV.

⁸ Na linguagem do mercado este termo é traduzido por securitização e significa a transformação dos ativos financeiros em instrumentos negociáveis no mercado.

essencialmente as negociações dos mecanismos de transferência de risco de preço – *swaps*, opções e futuros –; e a **globalização financeira**.

Em relação ao primeiro processo, houve um antecedente importante, que foi o crescimento significativo dos mercados monetários em alguns países industrializados, em função dos déficits dos governos e de seu financiamento através de títulos públicos. No entanto, a emissão de títulos como forma de captação de recursos por parte dos agentes privados começou a assumir uma importância maior com a retomada dos investimentos produtivos nos países centrais em meados dos anos 80 (Tabela 3) e a crise dos créditos sindicalizados outorgados aos países em desenvolvimento nos anos 70.

A retomada dos investimentos por grandes empresas, num contexto de extrema fragilidade dos principais bancos internacionais, fez com que se estimulasse a desintermediação financeira. Quanto maior o porte da empresa e mais elevado o custo de intermediação bancária, maior o incentivo, para os tomadores de recursos, a apropriar-se desta margem financeira. Neste processo não se pode menosprezar o papel das grandes empresas norte-americanas. Dado que o sistema financeiro dos EUA foi o mais fragilizado pela crise, o incentivo para a captação direta de recursos pelas grandes empresas deste país foi maior. Além disso, como o mercado de capitais norte-americano tende a ser o mais dinâmico do ponto de vista das inovações, a captação de recursos no exterior por estas empresas também contribuiu significativamente para acelerar o processo de inovação nos outros mercados.

O processo de securitização significa, por um lado, a captação direta de recursos por parte dos investidores produtivos, através da colocação de papéis próprios, podendo a atuação de instituições financeiras restringir-se única e exclusivamente à sua operacionalização. Por outro lado, nos anos 80, tal processo também correspondeu a uma imensa flexibilização dos ativos das próprias instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito que ativos de mais longo prazo apresentam neste contexto.

A *securitization*, para que cumpra seu objetivo de dar maior flexibilidade aos ativos financeiros, tem que vir acompanhada do segundo processo que caracterizou as mudanças financeiras nos anos 80: um intenso desenvolvimento dos mecanismos de transferência de risco. Existem hoje mercados organizados de *swaps*, opções e futuros⁹ que permitem ao investidor precaver-se contra o risco de preço causado pela significativa instabilidade das taxas de juros e de câmbio. Portanto, é a imbricação da securitização com a ampla disponibilidade de mecanismos de transferência de risco que imprime atualmente a dinâmica aos mercados financeiros, caracterizada por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas.

A securitização e o desenvolvimento dos mecanismos de transferência de risco foram mudanças condizentes não somente com as necessidades dos captadores de recursos e dos próprios agentes financeiros, mas também com a alteração no comportamento dos poupadores. Diante da fragilização dos agentes bancários com a crise e do contexto de maior

⁹ “Um *swap* é um contrato no qual as partes se comprometem a trocar um referencial financeiro como juros (*swap* de juros), câmbio (*swap* de divisas) ou de ambos os parâmetros (*swap* cruzado). Uma opção é um contrato, de tempo determinado, que implica um direito, mas não uma obrigação, de comprar ou vender certos bens ou títulos a um preço especificado. Futuro é um contrato que obriga as partes envolvidas a comprar ou vender certos bens ou títulos a um preço especificado numa data (ou datas) estipulada(s) de antemão. Este se diferencia do contrato a prazo (*forward*) por ser negociado em mercados organizados sob termos altamente normatizados.” BERGES, ONTIVEROS, VALERO (1988).

instabilidade, os poupadores passaram a concentrar suas aplicações em fundos de investimento, que lhes davam acesso a operações de maior escala, lhes garantiam, em princípio, maior segurança (pela dispersão do risco através de um grande número de ativos) e lhes permitiam maior flexibilidade em termos de prazo. Desta maneira, o processo de desintermediação financeira assumiu uma dinâmica própria extremamente intensa, paralela à estrutura tradicional dos bancos, desencadeado pelas necessidades dos captadores de recursos financeiros (sobretudo grandes empresas) e facilitado pela mudança de comportamento de uma parte significativa dos aplicadores em ativos financeiros, que partiram para formas mais institucionalizadas de investimento.

O terceiro processo diz respeito a uma maior integração dos mercados financeiros dos países industrializados e destes com as unidades *off-shore*, o que apontaria no sentido de uma globalização financeira. Esta integração está associada tanto a uma diminuição significativa dos controles sobre os movimentos de capitais, como à concessão de maiores facilidades de acesso a instituições financeiras estrangeiras.

A maior abertura externa dos sistemas financeiros nos países industrializados, por um lado, foi desencadeada pelos dois processos indicados anteriormente, na medida em que, neste contexto de flexibilização, os controles dos movimentos de capital e as restrições de acesso aos mercados vigentes deixaram de ser efetivos. Em outras palavras, através da securitização e de uma combinação de *swaps* de moeda e juros, o demandante de recursos pode dispor de uma operação financeira no mercado internacional equivalente à de um sistema financeiro de um país específico, ao qual ele não tenha acesso direto. Por outro lado, a maior abertura externa também vem ocorrendo em função das mudanças no posicionamento estratégico dos principais países industrializados – Estados Unidos, Japão e Alemanha – no movimento transnacional de capitais e quanto ao papel de suas moedas como meio circulante internacional.

Essas três transformações básicas imprimiram mudanças estruturais importantes nos mercados financeiros. A expressiva expansão do movimento nos mercados de capitais assumiu características diferentes daquelas do passado, na medida em que se deu num contexto de flutuações mais significativas de taxas de câmbio e juros. Em função destas flutuações, a dinâmica nos mercados de capitais veio associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente o encurtamento do prazo e a cobertura de riscos. Isso fez com que a dinâmica nos mercados de capitais, no que diz respeito à importância das expectativas de curto prazo, se aproximasse cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários.

Além desta revalorização dos mercados de capitais, os créditos sindicalizados outorgados pelos bancos nos anos 80 também se diferenciaram daqueles do passado. Ao contrário do que acontecia nos anos 70, eles tenderam a concentrar-se entre tomadores de recursos nos países industrializados, em apoio a suas operações de reestruturação industrial e incorporações.¹⁰ Uma parte dos créditos dos bancos passou a estar associada à própria dinâmica de *securitization*, na medida em que são recursos que respaldam as operações de colocação de títulos administradas pelos agentes financeiros.¹¹

Todo esse processo implicou transformações do ponto de vista das relações entre os agentes do sistema financeiro. Primeiro, dinamizou a atividade dos bancos de investimento

¹⁰ BIS “59th Annual Report”, cap. 5, Basileia, junho de 1989.

¹¹ Neste sentido aponta-se para o desenvolvimento de linhas de crédito *stand-by*. Ver ONTIVEROS (1988: 61-2).

e marginalizou a dos bancos comerciais como credores das grandes empresas. Os serviços prestados junto ao mercado de capitais tornaram-se uma importante fonte de lucros para os agentes financeiros. Isso fez com que nos países onde havia segmentação rígida entre estes dois tipos de atividades, como por exemplo nos EUA, os bancos comerciais passassem a pressionar as autoridades pela eliminação desta segmentação.

Também acirrou a concorrência bancária porque, em função da fragilização financeira e da concentração da demanda por recursos nas grandes empresas transnacionais, o aspecto essencial para as instituições financeiras era voltar a servir os tomadores de primeira linha. A intensa disputa na captura dos melhores clientes tendeu a reduzir a margem de intermediação das instituições na área de operações junto ao mercado de capitais.

A crescente concorrência e a regulamentação mais estrita por parte das autoridades governamentais quanto a reservas e capitalização, por sua vez, fizeram com que as instituições financeiras procurassem recompor sua margem de rentabilidade através de novas atividades, basicamente de dois tipos. Primeiramente, operações que minimizassem o comprometimento de recursos da instituição financeira, contornando assim o problema das maiores reservas e exigências de capitalização. Neste sentido se expandiram todas as operações de prevenção contra o risco de preço (*swaps*, futuros e opções), que não aparecem nos balanços das instituições – conhecidas como *off-balance sheet operations* – e que, conseqüentemente, são mais difíceis de serem captadas pela regulamentação oficial. Embora estas operações não estejam explícitas nos balanços, sua administração envolve riscos para as instituições financeiras.

No processo de *securitization* também surgiram operações que implicam garantias por parte das instituições financeiras, podendo comprometer seus recursos, o que, entretanto, tampouco aparece nos seus demonstrativos contábeis exigidos pelas autoridades. Por exemplo, numa operação de subscrição de títulos de uma empresa, a instituição financeira pode atuar como simples intermediadora para colocar o papel no mercado, cobrando por este serviço, não havendo comprometimento algum de recursos do banco. No entanto, na medida em que nesta operação o banco estende ao cliente certas garantias, isso pode implicar compromissos da instituição financeira, sem que necessariamente eles estejam explicitados.

O segundo tipo de novas atividades que as instituições financeiras começaram a desenvolver para ampliar suas fontes de renda foram serviços de intermediação de negócios, gestão de fusões e incorporações, venda de informações através de acesso a bancos de dados e serviços de engenharia financeira. Todo este processo fez com que as instituições financeiras parecessem transformar-se em empresas de prestação de serviços extremamente dinâmicas, serviços estes que ultrapassam o âmbito estritamente financeiro.¹²

Em suma, das transformações nos mercados financeiros privados na década de 80 se podem tirar duas conclusões básicas. No que tange à dinâmica e estruturação do sistema em si, em função da crise dos agentes que se endividaram na década anterior e da conseqüente fragilização financeira, as instituições bancárias voltaram-se para os tomadores de recursos de primeira linha e procuraram expandir suas rendas com novas operações, algumas não desenvolvidas anteriormente e muitas não refletidas em seus balanços, o que desencadeou pressões em favor de certas desregulamentações e exigiu que as autoridades governamentais se adaptassem ao novo contexto. Neste processo de reorientação das atividades e forte concorrência nas áreas vinculadas à dinâmica dos mercados de capitais, os bancos tradicionais,

¹² **The Economist**. “Metamorphosis - A Survey of International Banking”, 25/03/1989.

que mantinham uma estrutura operacional ampla e dispersa geograficamente para atender pequenos e médios empresários e pessoas físicas, tiveram que ajustar-se significativamente. Primeiro, passaram a desenvolver as novas áreas. Segundo, enxugaram e racionalizaram as suas estruturas, tanto pela informatização como pelo maior peso das operações de grande escala. Assim, um volume maior de recursos financeiros vem sendo administrado e operacionalizado com uma estrutura menor, principalmente no que diz respeito a número de funcionários.

No início deste processo temia-se que os grandes bancos tradicionais fossem incapazes de responder aos novos desafios da dinâmica financeira, dada a profundidade do impacto da crise e a pesada estrutura de que dispunham. No entanto, estão se ajustando, para o que tem sido fundamental o papel desempenhado pela área de varejo, âmbito no qual estas instituições operam com elevados *spreads* e que continua sendo uma fonte importante de lucros.

Assim, independente das especificidades institucionais de cada país, pode-se afirmar que operacionalmente os sistemas financeiros nos países centrais apresentam uma natureza dual. Por um lado, encontram-se as áreas em expansão e de intensas inovações, relacionadas à dinâmica do mercado de capitais, âmbito onde se trava forte concorrência entre os agentes do sistema. Por outro lado, os grandes bancos tradicionais preservam suas áreas de operações no varejo, onde a concorrência é relativamente menor e as margens de lucro continuam elevadas, permitindo a estas instituições, em geral mais afetadas pela crise, ajustar-se.

No que se refere aos impactos destas mudanças sobre os tomadores de recursos financeiros e o risco global do sistema, duas tendências parecem bastante claras. Por um lado, há uma maior seletividade dos agentes no acesso às áreas mais dinâmicas e inovadoras dos mercados financeiros. Isso deve ser um aspecto fundamental na avaliação do acesso e da disponibilidade de recursos financeiros externos para agentes de países como o Brasil. Por outro lado, apesar da maior seletividade, dado o tipo de operações que vêm prevalecendo e a intensa dinâmica inovativa e concorrencial travada entre os agentes financeiros, em termos potenciais, o risco sistêmico tende a ser maior.¹³

Além destas duas tendências gerais, existem três aspectos nestas transformações financeiras que interessam especialmente países como o Brasil, porque dizem respeito ao problema da dívida externa e aos fluxos de financiamento privado para países em desenvolvimento: o financiamento da reestruturação e expansão produtiva; a securitização; e a arbitragem.

a) o financiamento da reestruturação e expansão produtiva

Conforme mencionado, uma parte importante dos desenvolvimentos financeiros nos anos 80 está intimamente relacionada com a flexibilização do sistema para enfrentar a maior instabilidade. Estimativas de vários analistas apontam que praticamente dois terços do movimento do conjunto dos principais mercados se referem a operações intra-agentes financeiros. Ou seja, a ampliação da dinâmica financeira só guarda uma relação menor com a demanda final de recursos, isto é, investidores e consumidores, estando, portanto, fortemente condicionada pela flexibilização dos próprios ativos financeiros e pelos movimentos de

¹³ Para maior referência, ver AGLIETTA (1992).

arbitragem. Assim, alguns dos principais beneficiários dos desenvolvimentos nos mercados financeiros são os próprios agentes destes mercados, ainda que isso tenha exigido que um importante segmento do sistema tivesse que ajustar sua estrutura operacional, como foi assinalado.

O mais relevante, no entanto, se refere ao apoio desta dinâmica financeira à expansão dos investimentos. Neste sentido é muito claro que **os desenvolvimentos vêm favorecendo essencialmente as grandes corporações**, pois são elas as únicas que têm acesso aos mercados organizados de novos instrumentos financeiros.

“Colocação de títulos e financiamento internacional são desenvolvimentos que ainda se referem a poucas empresas muito grandes, competitivas e em expansão. Tamanho, reputação e credenciais são condições essenciais para levantar fundos nos mercados financeiros internacionais.”¹⁴

Assim, as vantagens das inovações financeiras ficam praticamente restritas aos tomadores de primeira linha, não se observando uma redução no custo de intermediação financeira para o conjunto dos tomadores de recursos.

A maior seletividade no acesso dos agentes econômicos aos mecanismos financeiros mais desenvolvidos faz com que, do ponto de vista da reestruturação produtiva, também se detecte uma situação de dualidade. De um lado, encontram-se as grandes corporações, especialmente aquelas dos setores dinâmicos, que além de possuírem maior capacidade de autofinanciamento, detêm as melhores condições de ampliar seu poder financeiro com recursos de terceiros. De outro lado, permanecem as empresas de menor porte e/ou situadas em setores econômicos menos dinâmicos, que não só apresentam menor capacidade de captação de recursos financeiros como arcam com maiores custos e riscos em função da instabilidade. Esta dualidade se projeta, assim, numa expansão dinâmica das grandes empresas e em setores com substantivos avanços tecnológicos, o que se contrapõe às significativas dificuldades enfrentadas por corporações menores ou localizadas em setores tradicionais, que só podem ser superadas na medida em que haja um engajamento decisivo das autoridades públicas. O aprofundamento do poder diferenciado dos agentes econômicos em função das características que assumiu a dinâmica financeira a partir dos anos 80 é um elemento fundamental para explicar o intenso movimento de fusões e incorporações de empresas em situações financeiras críticas.

A este processo de concentração se articula um movimento especulativo sem precedentes, que muitas vezes acaba tendo que ser afiançado pelos governos, dado que envolve grandes instituições, cujas dificuldades teriam graves repercussões para o conjunto do sistema. A crise das *Savings & Loans* e as operações com *junk bonds* nos Estados Unidos são claros exemplos neste sentido.

Assim, **parece haver indicações bastante evidentes de que a atual dinâmica financeira interage com um intenso processo de concentração de capital, liderado por grandes empresas localizadas principalmente em novos setores dinâmicos, aprofundando as dificuldades de financiamento nas áreas tradicionais e de infraestrutura**. As respostas a estas dificuldades têm sido diferenciadas entre os governos.

Para os países em desenvolvimento, diante da maior seletividade dos agentes que têm acesso aos mercados financeiros privados internacionais, recoloca-se a discussão sobre o

¹⁴ OECD (1987:167).

papel dos organismos financeiros internacionais e dos créditos oficiais bilaterais, que nas décadas de 50 e 60 foram suas principais fontes de crédito de longo prazo. As instituições multilaterais e bilaterais e os próprios bancos centrais dos principais países industrializados cumpriram a função estratégica de credores de última instância com a eclosão da crise da dívida em 1982, ao sustentarem um nível mínimo de recursos novos frente à intensa retração dos créditos privados.¹⁵ Isso fez com que voltasse a aumentar significativamente a importância relativa dos financiamentos oficiais, bilaterais e multilaterais, na primeira metade dos anos 80 (Tabela 6). Porém, esses recursos novos foram estendidos para que se garantisse minimamente o cumprimento do serviço das dívidas externas e com isso se evitasse uma ruptura nas relações entre credores e devedores.

Na segunda metade dos anos 80, quando o risco financeiro sistêmico já estava superado, a obtenção de recursos oficiais novos, isto é, *fresh money*, tornou-se em geral bastante difícil, o que se reflete nas negociações no âmbito do Clube de Paris e com organismos como o BIRD e o BID. O dinheiro novo, assim como a rolagem da dívida, passou a estar associado a condicionalidades ampliadas e cruzadas de desempenho macroeconômico, o que praticamente estancou a entrada de recursos novos via crédito de longo prazo.

Em suma, dadas a demanda por recursos por parte de agentes de primeira linha e as consequências da crise da dívida externa, as instituições financeiras internacionais se tornaram mais seletivas, seja diretamente nas operações de crédito, seja pelas próprias características de funcionamento de mercados organizados, como os de capitais. Paralelamente se observa que as fontes tradicionais de financiamento de longo prazo para países em desenvolvimento, além de ampliarem suas condicionalidades de desempenho macroeconômico, tendem a articular-se mais intimamente à lógica dos próprios fluxos de capitais privados.¹⁶ É neste sentido que apontam claramente a política oficial de apoio financeiro do Japão e, mais recentemente, também a orientação do Banco Mundial.¹⁷ Ou seja, neste contexto internacional, a questão do financiamento externo passa cada vez mais por uma lógica condicionada essencialmente pelos interesses e comportamentos dos capitais privados.

b) “securitização” e a desvalorização do estoque da dívida externa

O processo de titularização, num contexto de retomada dos investimentos no âmbito das economias industrializadas e de reiterada incapacidade dos países subdesenvolvidos altamente endividados de cumprirem com seus serviços financeiros externos, criou a situação de uma virtual desvalorização dos estoques de dívida externa pelo mercado. A securitização permitiu aos agentes financeiros dar uma maior flexibilidade a seus ativos, sobretudo àqueles que apresentam elevados riscos.

Neste processo observam-se basicamente duas fases. Uma primeira, logo na eclosão da crise da dívida externa, quando se constituiu um mercado secundário de títulos da dívida externa, pequeno e informal,¹⁸ no qual os ofertantes eram principalmente os bancos

¹⁵ Para maiores referências ao papel dos principais bancos centrais como credores de última instância na crise da dívida externa, ver PADOAN (1990).

¹⁶ Exceto em casos de apoio financeiro com objetivo fundamentalmente político.

¹⁷ No caso do Japão, ver OZAWA (1989). Com relação ao Banco Mundial, ver “Banco Mundial: a nova face da instituição”, **Gazeta Mercantil**, 24/09/1991, São Paulo.

¹⁸ Dado o pequeno número de agentes e transações, rigorosamente ainda não se poderia denominá-lo de mercado.

internacionais que tinham um envolvimento marginal com o endividamento dos países em desenvolvimento. Estes bancos tentaram desfazerem-se destes ativos internacionais, porque as reestruturações das dívidas implicavam a colocação de dinheiro novo que lhes exigiriam maior comprometimento financeiro com estes países.

A segunda e mais relevante fase, porém, iniciou-se em meados da década de 80, com a retomada dos investimentos e dos financiamentos nos países centrais. A partir de então, o estoque de ativos alocados no mundo subdesenvolvido e com problemas de realização foi perdendo importância relativa na carteira dos agentes financeiros, seja pelo acúmulo de reservas de contingências, seja pela expansão de novos negócios nos países industrializados. Isso fez com que mais agentes financeiros começassem a oferecer títulos de dívidas externas no mercado secundário, derrubando os preços destes papéis.

Abriu-se, então, no âmbito dos próprios credores privados internacionais, a discussão sobre mudanças nas negociações das dívidas externas com a introdução da alternativa do *menu approach*. Enquanto do lado dos credores esta proposta ratificava uma tendência de mercado, do lado dos países devedores foi interpretada como uma possibilidade de desvalorização do estoque de passivo externo. Esta possibilidade se viu reforçada, em termos potenciais, com o surgimento da Proposta Brady no início de 1989, quando, pela primeira vez, os Estados Unidos não só admitiram a necessidade de uma redução no estoque da dívida externa dos países em desenvolvimento, como se dispuseram a apoiá-la através de um envolvimento oficial no processo.

Em suma, a flexibilização das operações financeiras através do processo de securitização – num ambiente de retomada da dinâmica financeira internacional entre os países industrializados e, conseqüentemente, de menor importância relativa dos ativos “presos” na região subdesenvolvida – abriu espaço para a discussão de uma possível desvalorização de ativos referentes a dívidas externas de países subdesenvolvidos de renda média.

c) a arbitragem

Uma terceira consequência das mudanças nos mercados financeiros internacionais para os países em desenvolvimento endividados se refere ao processo de arbitragem. A flexibilização dos instrumentos financeiros incrementou o espaço potencial para a arbitragem.

Como mencionamos, os mercados financeiros dos países industrializados enfrentaram na década de 80 uma maior instabilidade dos dois referenciais básicos, juros e câmbio. Neste quadro, tanto investidores finais como as próprias instituições financeiras passaram a adotar atitudes agressivas na exploração de nichos de rentabilidade financeira, acirrando o movimento especulativo. Toda esta dinâmica se desenvolveu num ambiente de maior mobilidade de capital e integração dos principais mercados financeiros, para o qual contribuiu o avanço tecnológico nas áreas da informática e das telecomunicações, em função do barateamento do custo de transmissão das informações, da rapidez no processamento dos dados e da facilidade de acesso a distintos mercados.

O maior potencial de arbitragem tem duas consequências para os países subdesenvolvidos endividados. Por um lado, dada a maior flexibilidade dos ativos financeiros, em situações de profundo desajuste macroeconômico, tornou-se mais fácil e menos arriscado o processo de fuga de capitais. Ainda que haja dificuldades em se dimensionar a magnitude deste processo, tem sido apontado por inúmeros analistas, apresentando-se como mais um

fator de complicação nas já imensas restrições financeiras das economias subdesenvolvidas endividadas.

Por outro lado, estes países, apesar de ainda conviverem com o problema do estoque elevado de dívida externa e, conseqüentemente, apresentarem um alto “risco-país”, não estão alienados de fluxos de capitais especulativos, extremamente voláteis, em busca de aplicações rentáveis. Neste sentido podem apontar-se aplicações de recursos de fundos de pensão de países industrializados em mercados de ações em alguns países em desenvolvimento – especialmente naqueles com perspectivas de concretizar privatizações de empresas estatais – e arbitragens com diferenciais significativos de taxas de juros.

Estes fluxos de capitais, de natureza eminentemente especulativa, dificultam a gestão das políticas monetária e cambial nos países endividados, além de, em algumas ocasiões, levarem a uma falsa ideia de estabilidade cambial.¹⁹

Diante destas três conseqüências da dinâmica financeira internacional para países subdesenvolvidos endividados, é possível inferir duas questões precípuas. Primeiro, há uma maior seletividade dos agentes no acesso ao financiamento internacional, ao mesmo tempo em que as economias subdesenvolvidas podem estar sujeitas a fluxos de capitais de curto prazo mais intensos e disruptivos, pelos movimentos de arbitragem. Segundo, como esta arbitragem se intensifica diante de desajustes macroeconômicos e um elemento básico deste desajuste está associado ao problema da dívida externa, a resolução deste estoque de passivo externo continua sendo uma questão crucial. No entanto, como se pretende mostrar na seção 3, pelas características que as renegociações assumiram ao longo da década de 80, um efetivo encaminhamento do problema da dívida externa não se concretizou nesse período.

1.2. A reversão do movimento de capitais externos no Brasil desde 1991

A entrada de um volume expressivo de capitais novos na economia brasileira, após praticamente uma década de ausência, não é um fato isolado. Desde 1989 e, sobretudo, em 1991 e 1992, houve uma retomada dos fluxos de investimento estrangeiro para América Latina (Gráfico 4).

Neste recente fluxo de capitais, a trajetória da América Latina se diferencia novamente daquela observada entre os NICs asiáticos. Como foi salientado, ao longo dos anos 80 os países asiáticos mantiveram sua participação relativa nos fluxos internacionais de capitais, apesar da crescente concentração destes fluxos na região desenvolvida. Os países latino-americanos, ao contrário, tiveram sua participação fortemente diminuída naquele período. Agora, na recente expansão dos investimentos estrangeiros para o mundo em desenvolvimento, os países asiáticos captaram uma proporção relativamente pequena, concentrando-se os fluxos na América Latina.

Além do volume de recursos, sobressai uma outra característica neste fluxo novo que é a natureza dos investimentos, destinados primordialmente a aplicações de carteira. Embora para isso tenham sido fundamentais as recentes mudanças de regulamentação em mercados de capitais de países da região latino-americana, os investimentos estrangeiros têm sido atraídos essencialmente pela elevada margem de retorno alcançada nestes mercados. De 1989 a 1992, enquanto a rentabilidade das principais bolsas de valores na Ásia diminuiu, houve uma vitalização destes mercados em alguns países latino-americanos (Tabela 7).

¹⁹ AKYÜZ (1992).

Também há evidências de que uma parte significativa destes fluxos corresponde a capitais latino-americanos repatriados, cujo retorno foi estimulado pela queda das taxas de juros norte-americanas desde 1989. Estima-se que do fluxo global de capital privado ingressado na região, 60% a 70% corresponde a capital repatriado e 20 a 25% provêm de investidores de alto risco.²⁰

O retorno voluntário de capitais externos privados ao Brasil segue em parte as características gerais observadas para a região, ainda que este fluxo, num primeiro momento, também tenha sido condicionado pelas medidas financeiras do Plano Collor em meados de março de 1990. De 1989 para 1990, a saída líquida de capitais diminui de US\$ 3 bilhões para US\$ 0.5 bilhão. Em 1991 houve uma entrada líquida de capitais de US\$ 2.5 bilhões, que saltou para US\$ 7.2 bilhões em 1992 (Tabela 8).

Em 1990, a melhora da conta de capitais, além de um comportamento inusitado dos financiamentos de importação/exportação – entrada de US\$ 0.5 bilhão –, se explica fundamentalmente pela retomada do investimento estrangeiro direto, pelos financiamentos intercompanhia e pelo lançamento de *commercial papers*. No entanto, neste ano a formação bruta de capital fixo (FBKF) continuou caindo e houve um baixo nível de atividade econômica. Assim, a entrada líquida de IED e os financiamentos intercompanhia se constituíram em alternativas de financiamento às empresas diante do represamento da liquidez imposto pelo Plano Collor. Por outro lado, em meados de 1990 se regulamentou a emissão dos *commercial papers*, iniciando um processo de abertura de novos canais de acesso ao mercado financeiro internacional, que foi reforçado nos dois anos seguintes.²¹ Contudo, em 1990, a entrada de capitais ainda foi fortemente condicionada pelo represamento financeiro do Plano Collor e, conseqüentemente, “voluntário”.

A partir de 1991, a entrada de capitais se caracterizou pelo inusitado nível que assumiu o investimento estrangeiro direto (quase US\$ 3 bilhões em 1992) e a captação direta de recursos no mercado de capitais internacionais através de novos instrumentos financeiros – bônus, notas, etc. – (US\$ 5,7 bilhões neste mesmo ano). Dois fatores parecem ter sido determinantes neste processo.

Em primeiro lugar, a reversão voluntária dos fluxos de capitais privados em favor do Brasil decorreu, antes de tudo, da relativamente elevada rentabilidade alcançada pelas aplicações no mercado financeiro doméstico a partir de setembro de 1991 (Tabela 9). O elevado patamar da rentabilidade financeira interna, *versus* seu baixo nível nos EUA (remuneração de 3%-4% a.a. para aplicações de curto prazo), tornou atrativa tanto a volta de capitais expatriados como a captação de novos recursos no exterior para financiar-se com

²⁰ BACHA (1993:12), citando COLLYNS (1992).

²¹ A circular nº 1734, de 31/07/1990, autoriza a emissão de *Commercial Papers* pelos bancos que operam com moeda estrangeira; a Resolução nº 1848, de 31/07/1991, institui os ADR (*American Depository Receipts*) e os IDR (*International Depository Receipts*); a Resolução nº 1853, de 31/07/1991, concede isenção de imposto de renda sobre remessa de juros, comissões e despesas com colocação dos títulos, com prazo superior a dois anos, no mercado internacional (*commercial papers*, bônus, *floating rate notes*, *fixed rate notes*, securitização de exportações, etc.); a Circular nº 2269, de 24/04/1992, amplia o prazo mínimo para a isenção do imposto de renda aos títulos lançados no exterior para cinco anos, sendo que o prazo mínimo dos bônus e *commercial papers* passa a ser de 30 meses; a Resolução nº 1921, de 30/04/1992, autoriza a realização de operações de *hedge* contra risco de variações nas taxas de juros internacionais através de produtos derivativos; a Resolução nº 1935, de 30/06/1992, amplia as possibilidades de realização de operações de *hedge* contra risco de variações nas taxas de juros internacionais através de produtos derivativos; a Resolução nº 1935, de 30/06/1992, amplia as possibilidades de realização de operações de *hedge* para investidores estrangeiros em títulos brasileiros.

menor custo, seja diretamente – grandes empresas com acesso ao mercado internacional – seja através de bancos, sob o amparo da Resolução nº 63, de 1967. Em suma, **o elevado diferencial de taxas de juros foi o condicionante macroeconômico central que desencadeou esta entrada de novos capitais no país.**

Em segundo lugar, **a natureza destes fluxos de capitais exigiu uma série de alterações na regulamentação que permitisse operacionalizá-lo e agilizá-lo.** Assim, a re-regulamentação, mais que uma causa determinante em si, ocorreu a partir da tendência já presente no próprio movimento dos capitais. Além da regulamentação dos novos instrumentos financeiros, a partir de meados de 1991 se abriu o mercado de capitais brasileiro aos investidores institucionais estrangeiros, isentando-os do pagamento de imposto de renda sobre os ganhos de capital e permitindo sua livre entrada e saída do país.²² Por sua vez, também melhoraram-se as condições para o investimento estrangeiro direto não destinado ao mercado de capitais, diminuindo a carga tributária incidente sobre remessa de lucros e permitindo registrar como reinvestimento lucros derivados de aplicações financeiras.²³

Do fluxo líquido de IED em 1992, 60% foram canalizados ao mercado de capitais e se explica essencialmente pelo motivo da arbitragem. Apesar do predomínio dos investimentos de carteira, os restantes 40% de IED tampouco são desprezíveis, chegando próximo do patamar histórico dos anos 70, em que o país atraía novos capitais de risco na área produtiva. Porém, as informações específicas por empresa revelam que este influxo de US\$ 1,1 bilhão a setores produtivos foi realizado por empresas já instaladas no país e não há vestígios da entrada de novas firmas. Disto se infere que também a parte do IED destinada ao setor produtivo está fortemente condicionada pelo elevado diferencial do custo do capital no mercado interno *versus* no mercado internacional.

Do ponto de vista das necessidades de financiamento externo da economia brasileira e suas perspectivas, a natureza da inserção financeira internacional que se realizou neste período recente suscita duas questões.

A primeira diz respeito à **sustentabilidade deste fluxo de capitais e seus eventuais riscos.**²⁴ Como até o momento este influxo foi condicionado por um elevado diferencial de remuneração do capital, fica a dúvida sobre o que pode acontecer caso ele diminua, seja por uma redução da taxa de juros no Brasil, seja por uma elevação da mesma nos EUA, seja por uma expectativa de desvalorização real do câmbio no Brasil. Neste sentido dever-se-ia trabalhar com dois cenários.

Por um lado, se a redução no diferencial de remuneração ocorrer num contexto de controle do processo inflacionário e de retomada do crescimento sustentado, seria muito provável que este fluxo de capitais se arraigaria no país, diante de novas perspectivas favoráveis de investimento além do mercado financeiro. Isso seria mais provável, quanto maior fosse o volume de capital repatriado.

Por outro lado, o cenário mais crítico se daria com o agravamento do quadro macroeconômico interno. Diante da redução da remuneração financeira e com um risco ainda

²² Resolução nº 1832, de 31/05/1991 e Resolução nº 1877, de 22/10/1991.

²³ Lei nº 8383, de 30/12/1991.

²⁴ Com isso não se está menosprezando o elevado custo de manutenção das reservas no presente momento. A moeda forte aplicada no exterior, em curto prazo, dificilmente está rendendo mais do que 4% a.a. (LIBOR), ao passo que a dívida pública federal, emitida para neutralizar o impacto monetário da acumulação das reservas, vem sendo refinanciada a taxas de juros, em dólares, superiores a 20% a.a.. **Conjuntura Econômica**, Vol. 47, nº 3.

mais elevado, o influxo de IED não se sustentaria. Ademais, dada a total mobilidade dos investidores institucionais estrangeiros, uma retirada maciça poderia gerar consequências negativas no balanço de pagamentos e, principalmente, nas bolsas de valores. No entanto, uma abrupta queda dos preços das ações também imprimiria uma perda aos investidores estrangeiros, de certa maneira dificultando sua saída do país. Em suma, como o recente fluxo de IED tem uma forte condicionante financeira e goza de grande mobilidade, pode reverter-se com relativa rapidez, embora não sem perdas para os investidores. Até o momento, esta reversão não poderia desencadear uma crise cambial séria, dado o nível das reservas internacionais, ainda que tenderia a refrear outros influxos de capitais pelo conhecido efeito de contaminação.

Com relação à captação de recursos diretamente no mercado financeiro internacional através dos novos instrumentos, esta deveria diminuir de ritmo conforme diminuísse o diferencial de custo do dinheiro. Neste caso não se teria o risco de um refluxo do capital externo, porque são títulos com prazos preestabelecidos. Noutras palavras, no futuro se poderia ter um menor ritmo de captação de recursos novos e, dependendo dos prazos de vencimento dos títulos já internalizados, este fluxo líquido poderia tornar-se negativo.

Em resumo, embora não se vislumbrem maiores riscos de incorrer repentinamente numa crise de liquidez, a sustentabilidade do influxo de recursos, como ocorreu nos dois últimos anos, é duvidosa num contexto macroeconômico agravado e de diminuição do diferencial das taxas de juros. Num quadro macroeconômico mais estável, o ingresso de IED pode vir a se realizar em condições mais favoráveis, a captação direta de recursos no mercado internacional manter-se-ia e seria efetuada com menores custos.

A segunda questão relevante quanto ao financiamento externo da economia brasileira diz respeito aos **agentes que têm acesso a estes recursos e sua utilização**. A captação direta de recursos no mercado financeiro internacional é feita pelas grandes empresas, privadas e públicas, cuja solidez e garantias superam o risco país, e por bancos, em associação com instituições financeiras estrangeiras, que repassam os recursos internamente. Esta dinâmica revela, por um lado, que os agentes ajustados têm todas as condições para captar os recursos financeiros de que necessitam, até no mercado internacional. A despeito deste acesso, convém salientar a seguinte preocupação: estes setores estão investindo os recursos de tal maneira que os capacitem a cumprir com as decorrentes obrigações financeiras no futuro? Noutras palavras, deve haver uma permanente precaução das autoridades com a natureza de um possível ciclo de endividamento externo por parte do setor privado e de algumas empresas públicas.

Por outro lado, fica explícito que a restrição financeira externa é um problema específico daquela parte do setor público que ainda permanece sobre-endividada e, em função disso, não tem acesso a novos recursos e luta com enormes restrições para ajustar-se, consolidando-se neste âmbito um círculo vicioso de crise fiscal e de financiamento. Estes constrangimentos se revelam tanto nas renegociações com os credores privados internacionais em torno do estoque da dívida externa, concentrado no setor público, como nas dificuldades de restabelecer um fluxo positivo de recursos oficiais, bilaterais e multilaterais.

1.3. Plano Brady: conteúdo da proposta e interesse para o Brasil

Como destacado na primeira parte, o processo de securitização de títulos das dívidas externas está intimamente relacionado com a estratégia de ajustamento das próprias instituições credoras frente à persistência das dificuldades de recuperação destes ativos e aos

novos desafios da expansão financeira internacional. Assim, desde o final de 1986, observa-se tanto um incremento significativo no volume de transações no mercado secundário de títulos da dívida externa (Tabela 10), como a proliferação de sugestões em torno de novas propostas de renegociação de dívidas que levam em consideração alguma desvalorização destes ativos externos.²⁵

Este processo culminou em março de 1989, com o surgimento do Plano Brady. A proposta norte-americana apontou para duas mudanças primordiais, ambas relacionadas com a postura do governo dos EUA. Os EUA não só passaram a admitir explicitamente a necessidade de uma redução no estoque da dívida externa, como se dispuseram a apoiá-la através de um envolvimento oficial no processo. Isso, de fato, representou um elemento de ruptura com os esquemas anteriores de gestão do problema da dívida externa, nos quais em nenhum momento se questionou o valor do passivo e a ênfase recaía sobre a obtenção de novos financiamentos para que o serviço fosse cumprido na sua íntegra.

Na apresentação da nova proposta norte-americana, discutiram-se quatro aspectos que pareciam fundamentais para concretizar o processo de desvalorização: o envolvimento de recursos oficiais, a suspensão de determinadas cláusulas contratuais, mudanças na legislação bancária dos países industrializados e o desatrelamento entre os desembolsos do FMI e os dos bancos privados.

Com relação ao primeiro aspecto, apontou-se para a necessidade de **recursos oficiais** que servissem como garantia para proceder à desvalorização. É importante destacar que a proposta levava em consideração a necessidade de garantias não só para o principal, mas também para o pagamento dos juros, superando com isso uma restrição que ficou evidente na experiência de securitização tentada pelo México no início de 1988. A definição quanto à origem destes recursos – isto é, a composição de seu financiamento por país (industrializados e em desenvolvimento) e por tipo de agente (setor público e/ou privado) – e sua administração, seja por organismos financeiros já existentes (FMI e BIRD), seja por uma nova instituição, ficou totalmente em aberto quando da apresentação do Plano.²⁶ Mas o debate entre as diferentes alternativas punha em evidência a necessidade de um comprometimento oficial na constituição de garantias para respaldar e viabilizar a desvalorização. Paradoxalmente, a proposta não fazia qualquer referência à desvalorização da dívida dos países em desenvolvimento com as instituições oficiais, devendo assim a redução restringir-se aos débitos com os bancos privados.²⁷

Em segundo lugar, a proposta lançada por Brady enunciava a possibilidade de suspender, por um prazo de três anos, as cláusulas de “promessa negativa” (*negative pledge*) e de “compartilhamento” (*shared burden*). Estas cláusulas, presentes em todos os contratos de reescalonamento de dívidas junto aos bancos privados, ao garantir tratamento igual a todos os credores, obstaculizam o processo de securitização da dívida e, portanto, limitam a efetivação da desvalorização já sinalizada pelo mercado secundário.

²⁵ Para maiores detalhes sobre o surgimento de diferentes propostas e seus impactos, ver BAER (1991: 58-81).

²⁶ Algumas destas questões, contudo, foram definidas quando começou a implementação do Plano Brady.

²⁷ Posteriormente, as autoridades de alguns países credores (inclusive dos EUA) acenaram com a possibilidade de estender o processo de redução da dívida às fontes oficiais. Tal proposta vinha sendo implementada, mesmo antes do anúncio do Plano Brady, apenas em países de renda mais baixa. Somente em 1991, por razões geopolíticas, foi implementada num país de renda média, a Polônia.

Como terceiro aspecto inovador, o Plano Brady também sugeria que os governos dos bancos credores alterassem a legislação bancária em seus países e que dessem incentivos fiscais para que as instituições financeiras privadas fossem levadas a proceder à desvalorização de seus ativos em termos contábeis, ou pelo menos, reduzissem os custos associados a tais operações.

O quarto e último aspecto inovador da proposta refere-se ao relacionamento entre o FMI e os bancos credores. O Plano propôs que a instituição deixasse de vincular seus desembolsos de recursos à normalização das relações entre os países devedores e os bancos credores. Na verdade, tratava-se apenas da explicitação de uma postura que, esporadicamente, já vinha sendo adotada pelo FMI desde 1988, quando este passou a admitir o fechamento de acordos, e a liberar os desembolsos correspondentes, com países que não tivessem concluído negociação com bancos privados e/ou que estivessem acumulando pagamentos atrasados.²⁸

O Plano Brady, na forma como foi proposto pelo governo norte-americano, recebeu imediatamente críticas de duas ordens: as que se referiam ao aspecto inovador – a redução da dívida – e as que diziam respeito aos pontos de continuidade em relação ao tratamento do problema no passado.

Com relação a estas últimas, criticou-se, em primeiro lugar, a persistência do tratamento caso a caso, que reservava à comunidade financeira internacional um forte poder discricionário. Em segundo lugar, na proposta de Brady ficava evidente que o processo de desvalorização estaria associado a um aprofundamento das condicionalidades dos organismos financeiros internacionais. As discussões no Congresso norte-americano sobre este aspecto concentraram-se na remoção dos obstáculos ao livre fluxo de comércio e investimentos e na eliminação de práticas protecionistas e discriminatórias ao capital estrangeiro. Também se fez menção explícita a reformas dos sistemas financeiros internos e à sustentação dos programas de conversão de dívidas em investimentos.²⁹ A importância das condicionalidades não se restringia, no entanto, à postura norte-americana, mas era um dos aspectos de maior insistência das autoridades alemãs e japonesas, entre outras.

Com relação ao aspecto inovador da Proposta Brady, cabe assinalar que a desvalorização se restringe a um processo **estritamente voluntário** por parte dos bancos privados, o que exclui – em tese – a pressão explícita dos governos dos países industrializados sobre seus bancos para que se desse uma desvalorização significativa do estoque da dívida como um todo.

Existe aqui um problema quanto à aceitação da desvalorização dos ativos da dívida externa por parte dos credores privados. O comportamento do mercado secundário de títulos da dívida sinaliza, na realidade, que o conjunto dos credores ainda reluta em aceitar uma desvalorização significativa de seus ativos investidos na região. O elevado deságio com que os títulos são negociados no mercado secundário aplica-se, na verdade, a uma parcela **marginal** da dívida total, porque apenas uma pequena parte do estoque desta passa por aquele mercado (ainda que ele tenha crescido muito na segunda metade da década de 80). Isso significa que o desconto **médio** sobre o estoque dos ativos bancários investidos nos países

²⁸ O Fundo passou a admitir que “uma acumulação de pagamentos atrasados talvez tenha de ser tolerada desde que as negociações prossigam e a situação financeira do país não permita que eles sejam evitados”. Contudo, a instituição assevera que “a política do FMI de não tolerar atrasos nos pagamentos a credores oficiais permanece inalterada”. IMF, *IMF Survey* – Supplement on the Fund. Washington, August 1990, p. 14.

²⁹ WERTMAN (1987).

devedores ainda é extremamente baixo. A dimensão reduzida do mercado secundário (quando comparada ao estoque da dívida) indica que os detentores daqueles ativos resistem a oferecê-los a um preço menor que o seu valor de face. Assim, os credores que efetivamente querem desfazer-se de seus créditos precisam pagar um alto custo por isso, constituído pelo elevado deságio observado no mercado secundário (Gráfico 4).

A relutância dos credores a aceitar uma efetiva desvalorização dos ativos também se reflete nas opções que vêm privilegiando nos Planos Brady implantados. Entre a desvalorização do valor de face do título original e a aplicação de taxas de juros fixas em longo prazo, os bancos concentram suas escolhas na segunda alternativa.

Do ponto de vista dos países devedores, o encaminhamento **voluntário** da desvalorização dos títulos da dívida externa constitui uma séria restrição a uma solução definitiva para o problema da dívida. Na medida em que **a desvalorização do estoque se dá somente na margem** (Tabela 11), os ganhos relativos à redução no custo do serviço da dívida são reduzidos. Além disso, como as propostas de securitização do Plano Brady abarcam a totalidade dos ativos dos bancos privados, misturando assim passivos contraídos em distintos momentos, **o custo imprimido à operação é nivelado pela parte de maior risco**. Desta forma, a securitização através da aplicação de uma taxa de juros fixa no longo prazo, embora possa prevenir o país de futuras elevações das taxas no mercado financeiro internacional, se estabelece num patamar relativamente elevado quando comparado à taxa prevalecente no mercado.

A disjuntiva entre a proposta de redução da dívida delineada no Plano Brady e a pretensão dos países devedores ficou muito evidente quando algumas autoridades como Eugene Rotberg, ex-tesoureiro do Banco Mundial, e o vice-ministro das Finanças para Assuntos Internacionais do Japão insistiram no fato de que não se tratava de perdão da dívida, o que, na opinião deles, inclusive representaria um retrocesso. Assim, fica claro que a Proposta Brady não tinha como objetivo uma desvalorização significativa do estoque total de dívida. O Plano tem muito mais o caráter de sancionar um mecanismo de mercado que já estava em funcionamento – a desvalorização marginal da dívida através do oferecimento de um conjunto de opções voluntárias aos credores –, com a diferença de que contaria, eventualmente, com um maior respaldo dos governos dos países credores para a constituição de garantias, sem ferir as regras estabelecidas pelo próprio mercado.³⁰

Deste fato, no entanto, não se infere que a securitização nunca possa vir a ser uma opção interessante para o país devedor. Desde 1992, a maior atratividade da Proposta Brady, tanto para o Brasil como para os bancos privados, se deve à redução significativa das taxas de juros no mercado financeiro internacional e não a uma alteração no conteúdo deste plano. Na proposta em negociação, os credores mostraram preferência pelos títulos ao par, com remuneração fixa no longo prazo, que é significativamente superior à taxa de juros equivalente no mercado internacional. Para o Brasil, a vantagem ou não da securitização a este nível de remuneração fixa no longo prazo depende das perspectivas que se tenha quanto ao comportamento futuro do mercado financeiro internacional. Se as atuais taxas forem consideradas baixas em relação ao passado recente e, portanto, se espera que voltem a subir, a securitização preveniria o país de um possível choque de juros no futuro. Outro aspecto que

³⁰ Atualmente, entretanto, esta disjuntiva pode ser amenizada por um aspecto estritamente conjuntural da economia internacional, que é o baixo patamar da taxa de juros desde meados de 1991. Diante deste contexto, os bancos têm apresentado interesse maior pela Proposta Brady, ainda que continuem procurando concentrar suas opções naqueles títulos que postergam a desvalorização.

poderia incentivar a aceitação da securitização à atual taxa de juros seria, como consequência do Plano Brady, a perspectiva de retomada de um influxo significativo de recursos externos de longo prazo para o país. A aceitação de uma proposta de securitização nestas condições poderia aliviar a restrição financeira externa no futuro imediato, não pela desvalorização do estoque de passivo dolarizado, mas pela retomada de uma entrada líquida de recursos externos.

Desta avaliação se deduz que para a parcela do setor público que permanece sobre-endividada e que não voltou a ter acesso ao mercado financeiro privado internacional, a consecução de um acordo nos termos da proposta Brady não implicará um alívio da sua restrição financeira externa.

1.4. Os recursos externos dos organismos financeiros oficiais, bilaterais e multilaterais

Diante da restrição que o estoque da dívida externa acumulada junto aos bancos privados ainda significa para uma parte não desprezível do setor público brasileiro, os organismos oficiais de financiamento deveriam constituir-se na principal fonte de recursos externos novos para este setor. Porém, o fluxo de financiamentos oficiais tem sido negativo nos últimos anos (Tabela 8).

As autoridades brasileiras incorrem em constantes problemas na captação de financiamentos oficiais e cabe aqui discutir as principais dificuldades. O fluxo negativo se explica por duas razões: por um acúmulo significativo de projetos no passado, cujo cronograma de amortização concentrou-se neste período; e crescentes obstáculos para ampliar a carteira de projetos novos, que poderia compensar as amortizações. Assim, nos últimos anos, a saída líquida de capitais por conta dos financiamentos oficiais alcançou um valor entre um e dois bilhões de dólares anuais.

Uma primeira ordem de problemas gira em torno das condicionalidades ampliadas que os organismos financeiros multilaterais vêm aplicando e a difícil situação macroeconômica pela qual o país atravessa. Além das exigências específicas com respeito aos projetos, seus parâmetros estão cada vez mais atrelados a variáveis de desempenho macroeconômico, o que vem dificultando a implementação de novos projetos e atrasando e/ou paralisando o desembolso de projetos já em andamento. Esta política foi instituída pelo BIRD, mas acabou sendo adotada também pelo BID, que se tornou uma fonte de financiamento importante para o setor público brasileiro, pois envolve um montante de recursos de aproximadamente um bilhão de dólares anuais. Por sua vez, as dificuldades encontradas na gestão da política econômica interna não só enfraquece o poder de negociação em geral das autoridades brasileiras junto a estes órgãos, como obstaculiza a administração específica da carteira de projetos.

Uma segunda ordem de problemas diz respeito aos custos destes recursos com relação à natureza de alguns projetos aos quais se destinam. Os organismos multilaterais vêm priorizando as áreas de investimentos sociais e de meio ambiente, ainda que o BID também continue apoiando o setor de infraestrutura. Contudo, o patamar dos custos financeiros que alcançam os empréstimos oficiais ao Brasil, por ser um país de renda média, é muito elevado comparado com o retorno que se possa esperar dos investimentos nestas áreas.³¹

No caso dos financiamentos oficiais bilaterais, os provenientes do Japão e da Alemanha ganharam preponderância, sendo que os alemães têm destinado praticamente todos

³¹ Para maiores informações sobre os custos dos empréstimos do BIRD, ver GONZALEZ *et alii* (1990).

os seus recursos à área do meio ambiente. Além de seguirem em grande parte os lineamentos estabelecidos pelos organismos financeiros multilaterais, o principal obstáculo na ampliação do montante destes recursos consiste na exigência do Clube de Paris em manter um acordo *stand-by* com o FMI, que, em função das dificuldades macroeconômicas internas, tem sido muito difícil.

Assim, a ampliação das condicionalidades macroeconômicas num contexto de grandes dificuldades na gestão da política econômica interna e os relativamente elevados custos a que os recursos oficiais são emprestados significam graves restrições na captação destes financiamentos.

Existem três obstáculos adicionais, de natureza estritamente **interna**, que não podem ser menosprezados. Em primeiro lugar, dadas as restrições fiscais enfrentadas atualmente pelo setor público brasileiro, a ausência e gestão *ad hoc* das contrapartidas de recursos internos aos projetos financiados pelos organismos financeiros internacionais têm atrasado a execução e, conseqüentemente, encarecido e prejudicado estes projetos. Em segundo lugar, conflitos internos entre as distintas esferas de governo vêm afetando o andamento de projetos, porque o governo federal consta como avalista e responsável pela aplicação dos recursos frente aos organismos internacionais e no seu relacionamento com estados, municípios e empresas públicas acabam embricando-se problemas mais amplos, prejudicando o andamento específico destes projetos. Em terceiro lugar, nas áreas às quais os recursos oficiais estão sendo crescentemente canalizados – social e de meio ambiente –, o país incorre em sérios problemas de gestão de projetos, o que exige um esforço redobrado de desenvolvimento institucional e de capacitação para alcançar uma adequada utilização dos recursos.

Em suma, os financiamentos externos oficiais não apenas são escassos e de elevado custo, como também suas condicionalidades foram ampliadas e existem sérios problemas domésticos na execução de alguns projetos.

2. Conclusões

A análise das mudanças financeiras internacionais nos anos 80 aponta para duas tendências básicas. Em primeiro lugar, que a dinâmica dos mercados privados implica uma grande flexibilidade nas suas operações e uma maior seletividade dos agentes tomadores de recursos. Em segundo lugar, os recursos financeiros oficiais, além de escassos para os países com problema de dívida externa, estão atrelados a condicionalidades ampliadas de desempenho macroeconômico.

Diante desta evolução internacional, o recente influxo líquido de capitais privados ao Brasil (1991-1992) revela aspectos interessantes, ainda que alguns deles apontem novas inquietações. Grande parte da entrada de capital está, até o momento, condicionada pela arbitragem da remuneração/custo financeiro do capital entre os mercados interno e internacional. Embora isso traga preocupações imediatas do ponto de vista da gestão da política econômica – entre as principais, o problema da esterilização destes recursos e o risco de uma reversão abrupta do fluxo – dois outros aspectos são interessantes. Primeiro, agentes brasileiros ajustados voltaram a ter acesso ao mercado internacional de capitais, superando o risco-país. A despeito de incorrer numa taxa de juros internacional relativamente elevada, se as condições macroeconômicas do país melhorarem, este custo também deveria diminuir. Ou seja, existem empresas com capacidade autônoma de participar da nova dinâmica financeira internacional. Segundo, esta nova fase de captação de recursos externos de empresas/bancos

recoloca a questão do endividamento em moeda estrangeira, a ser enfrentada pelas autoridades econômicas, no contexto mais amplo da inserção internacional da economia brasileira.

O IED, fortemente concentrado em aplicações financeiras, somente sairá da dinâmica de arbitragem no momento em que houver melhores perspectivas macroeconômicas internas. A entrada de novo IED diretamente para o setor produtivo também depende destas perspectivas e, em especial, da retomada de um ciclo de crescimento sustentado. Porém, o mínimo ajuste macroeconômico e a retomada do crescimento dependem, antes de tudo, da superação da restrição financeira do setor público, que se arrasta desde o início dos anos 80. Esta superação tem uma componente interna e outra externa, pois o que a experiência dos anos 80 mostrou é que as tentativas de ajuste estritamente interno soçobram. Noutras palavras, o ajuste fiscal e financeiro interno precisa contar simultaneamente com um alívio da restrição financeira externa do setor público.

Como se tentou mostrar, a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady protegeria o país de um novo choque de juros e poderia, na melhor das hipóteses, trazer algum influxo de capital ao setor privado. No entanto, a retomada de um influxo de recursos novos ao setor público depende essencialmente de fontes oficiais, já que este setor ainda representa excessivo risco ao capital privado. Assim, uma condição imprescindível ao ajuste do setor público seria a retomada dos financiamentos oficiais bilaterais e dos organismos financeiros internacionais. Estes recursos novos permitiriam retomar os investimentos públicos de infraestrutura, o que facilitaria o ajuste financeiro-fiscal interno via impacto sobre a renda e, ao mesmo tempo, atrairia novos investimentos do setor privado, constituindo a base de um crescimento sustentado.

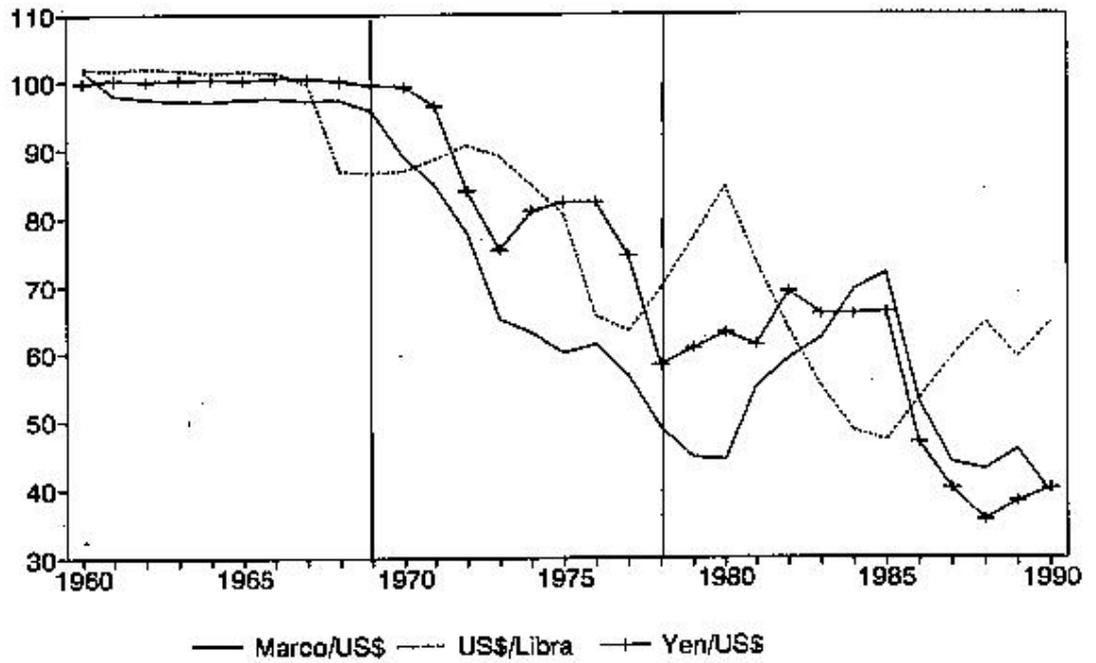
Assinalou-se na última parte deste trabalho as dificuldades enfrentadas pelo país em internalizar um volume maior de recursos de fontes oficiais. Este estudo nos leva a concluir que o governo, simultaneamente ao seu esforço de melhorar internamente o contexto macroeconômico, deveria desenhar uma estratégia agressiva de captação de recursos oficiais. Isso passaria pela definição de um plano de investimentos estratégicos do setor público, pelo desenvolvimento institucional interno para viabilizar a implantação destes projetos e pela elaboração de uma estratégia de negociação de recursos externos junto às fontes financeiras oficiais, bilaterais e multilaterais. Nesta estratégia, além das negociações bilaterais com os principais países industrializados, dever-se-ia pensar numa atuação ativa nos distintos foros multilaterais e regionais para melhor adequar as condicionalidades e os custos dos recursos financeiros oficiais aos projetos de investimento para o desenvolvimento.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M. *Le risque de système et sa prevention*. Paris, 1992 (mimeo).
- AKYUZ, Y. *On financial openness in developing countries*. Genève, UNCTAD, 1992 (mimeo).
- BACEN. *Brasil - Programa Econômico*, vários números.
- BACHA, E. L. *Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues*. Rio de Janeiro, PUC-RJ, 1993 (mimeo).
- BAER, M. A dinâmica financeira internacional nos países industrializados nos anos 80. *Boletim de Conjuntura Internacional*, Brasília, SEPLAN-SEAIN, nº 1, março 1990, pp. 44-55.
- BAER, M. *Estudos especiais sobre a década de 80: política da dívida externa*. São Paulo, CEBRAP, 1991 (mimeo).
- BAER, M. *O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80*. Campinas, Instituto de Economia, Unicamp, maio 1993, 200 p. (Tese de Doutorado).
- BANCO Mundial: a nova fase da instituição. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 24/09/1991.
- BATISTA Jr., P. N. *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.
- BAUMANN, R. *Recent measures affecting foreign investment in Brazil*. Campinas, CERI/IE/UNICAMP, 1992 (mimeo).
- BERGER, A. L.; ONTIVEROS, E. B. & VALERO, F. J. L. Nuevos instrumentos de financiación internacional. *Papeles de Economía Española*, Madrid, nº 21, 1988, pp. 161-168.
- BIELSCHOWSKY, R. *Transnational corporations and the manufacturing sector in Brazil – technological backwardness in the eighties and signs of an important restructuring in the nineties*. Santiago, CEPAL, 1992 (mimeo).
- BIS. *Recent innovations in international banking*. Basileia, 1986.
- BIS. *59th annual report*. Basileia, 1989.
- CALDERÓN, A. *Inversión extranjera directa en América Latina*. Santiago, CEPAL/DDES, 1992 (mimeo).
- CONJUNTURA ECONÔMICA, varios números.
- FRIEDMAN, B. Implications of the U.S. net capital inflow. *NBER Working Paper*, Cambridge-USA, nº 878, 1987, pp. 137-161.
- FROEBEL, F. Política econômica en la crisis: algunas observaciones desde la perspectiva de los países industrializados. In: MINIAN, I. (org.) *Transnacionalización y periferia semi-industrializada*. México, CIDE, 1983, pp. 101-133.
- GONÇALVES, R. *Macroeconomic instability and the strategies of transnational corporations in Brazil*. Campinas, CERI/IE/UNICAMP, 1992 (mimeo).
- GONZALEZ, M. J. F. *et alii. O Brasil e o Banco Mundial. Um diagnóstico das relações econômicas: 1949-1989*. Brasília, IPEA/IPLAN, 1990.

- GRIFFITH-JONES, S;MARR, A. & RODRIGUEZ, A. El retorno de capital a América Latina. *Revista Comercio Exterior*, México, vol. 43, nº 1, 1993.
- IMF supplement on the fund. *IMF Survey*, Washington, vol. 19, pp. 1-16, Aug/1990.
- LDC flows: liberalization and economic growth. *The Amex Bank Review*, vol. 20, nº 4, 1993.
- MARRIS, S. *Deficits and the dollar: the world economy at risk*. Washington, Institute for International Economics, 1985.
- METAMORPHOSIS: a survey of international banking. *The Economist*, Londres, 25/03/1989.
- MEYER, A. As negociações da dívida externa brasileira no âmbito do Clube de Paris. *Textos para Discussão*, São Paulo, IESP/FUNDAP, nº 1, ano 6, 1991.
- MISHKIN, F. S. U.S. macroeconomic policy and performance in the 1980's: an overview. *NBER Working Paper*, Cambridge-USA, nº 883, 1987, pp. 37-53.
- OECD. *Structural adjustment and economic performance*. Paris, 1987.
- ONTIVEROS, E. B. Cambios de orientación en la actividad de los mercados financieros internacionales: el retorno a la financiación bancaria. *Papeles de Economía Española*, Madrid, nº 23, 1988, pp. 50-72.
- OZAWA, T. El reciclaje de los excedentes japoneses en los países en desarrollo. *Serie Estudios*, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1989.
- PADOAN, P. C. La inestabilidad financiera internacional y la acción colectiva: implicaciones para los países desarrollados. In: DURÁN, C. R. & MACÍAS, C. T. (comp.). *Crisis financiera y mecanismos de contención*. México, Fondo de Cultura Económica/Universidad Nacional Autónoma de México, 1990, pp. 33-69.
- SIMONSEN, M. H. Como situar o Brasil na rota dos capitais. *Revista Brasil em Exame*, São Paulo, maio/1991.
- TURNER, P. Capital flows in the 1980s: a survey of major trends. *BIS Economic Papers*, Basileia, nº 30, 1991.
- WERTMAN, P. The international debt problem: congressional proposals. *Congressional Research Service - Report for Congress*, Washington, nº 87.177, 1987.
- WEST, P. El regreso de América Latina al Mercado crediticio privado internacional. *Revista de la CEPAL*, Santiago, nº 44, 1991. (Existe uma edição avulsa da CEPAL/DCIC: “El regreso de países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados: una nota preliminar”. Santiago, LC/R. 991/CEPAL, 1991).

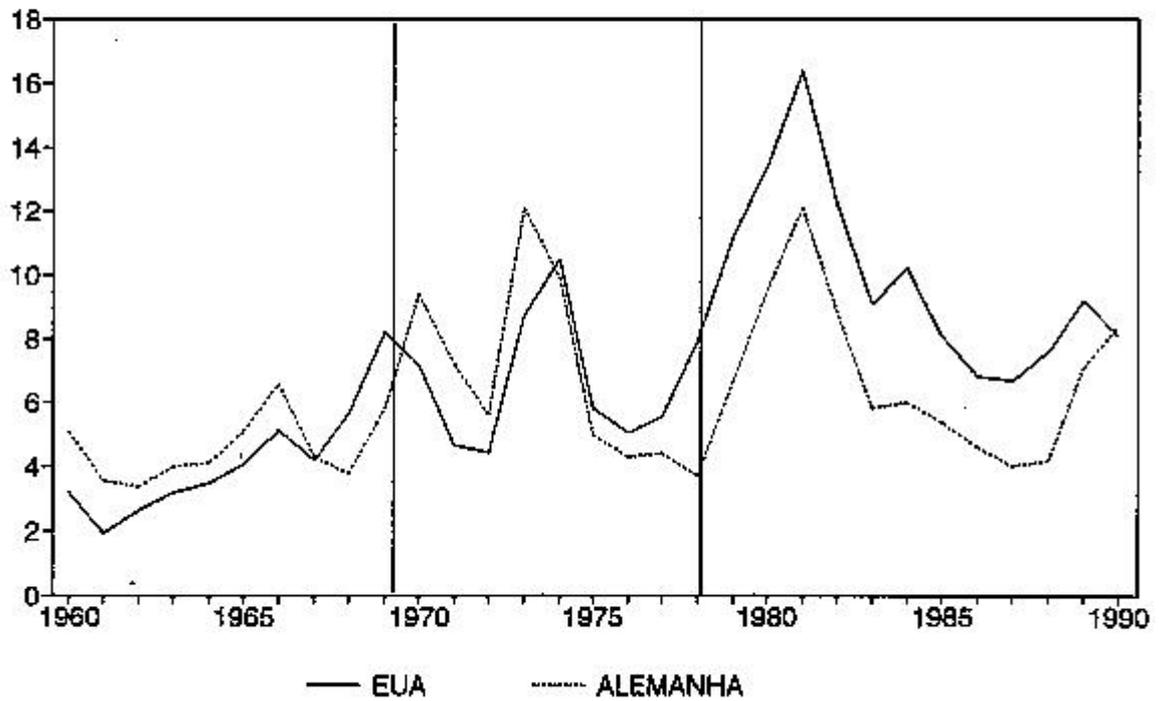
Gráfico 1
TAXAS DE CÂMBIO 1960-1990
base: média 1950-69 = 100



Nota: Os dados referem-se a médias anuais.

Fonte: FMI - International Financial Statistics - diversos números.

Gráfico 2
TAXAS DE JUROS 1960-1990
em %



Nota: Os dados referem-se a médias anuais.

Fonte: FMI - International Financial Statistics - diversos números.

ANEXOS

Tabela 1

ENTRADA DE CAPITAIS NOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS E EM DESENVOLVIMENTO^a

	(médias anuais)		US\$ bilhões
	1975-79	1980-84	1985-89
Países industrializados	99.1	175.7	463.3
Setor público	21.0	40.1	63.8
Setor privado ^b	78.1	135.6	399.5
Países em desenvolvimento	52.1	105.5	110.0
Setor público	32.1	66.7	74.3
Setor privado ^b	19.9	38.8	35.8

Notas:

(a) Soma de entradas brutas, excluindo-se os movimentos de reserva.

(b) Investimento direto em títulos (inclusive títulos públicos) mais empréstimos bancários de longo prazo. Estão excluídos os empréstimos bancários de curto prazo.

Fonte: Dados originais FMI, "Balance of Payments Statistics". In: TURNER, Philip: "Capital Flows in the 1980s: a survey of major trends", **BIS Economic Papers**, N^o 30, Basileia, Abril 1991.

Tabela 2
DISTRIBUIÇÃO GLOBAL DE IED^a

US\$ bilhões

	Médias Anuais		1985	1986	1987	1988	1989	1990
	1975-79	1980-84						
Fluxos totais	27.6	53.3	48.2	76.6	112.0	139.9	192.4	179.6
Países industrializados ^b	21.0	36.9	35.9	64.6	96.0	123.5	164.3	150.9
Países em desenvolvimento	6.6	16.4	12.5	12.8	16.6	17.5	28.1	28.6
NIC's asiáticos ^c	0.5	1.6	1.6	2.5	4.2	4.6	5.0	5.5
ANSEA ^d	0.9	1.7	1.2	1.1	1.5	3.3	4.1	6.2
Exportações de petróleo								
Credores ^e	0.4	5.0	0.7	1.1	-1.1	-2.6	-0.2	0.1
Devedores ^f	1.8	2.5	1.8	2.2	4.6	3.9	5.6	4.7
Países altamente endividados ^g	3.6	5.3	4.5	3.7	6.1	8.7	9.0	7.6

Notas:

(a) Investimento Estrangeiro Direto.

(b) Países industrializados: Estados Unidos, Canadá, Austrália, Japão, Nova Zelândia, Alemanha, Áustria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Finlândia, França, Grécia, Islândia, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido.

(c) Novos Países Industrializados: Coreia do Sul, Formosa, Hong Kong e Singapura. Os dados excluem Hong Kong, sendo que para 1989 e 1990 não incluem Formosa.

(d) Associação das Nações do Sudeste Asiático: Indonésia, Malásia e Tailândia.

(e) Kuwait, Omã e Arábia Saudita. Não se dispõe de dados para o Catar e os Emirados Árabes Unidos. Para 1989 não se dispõe também dos dados referentes ao Kuwait, e para 1990 dispõe-se apenas dos dados de Omã.

(f) Argélia, Camarões, Congo, Equador, Gabão, Indonésia, Iraque, México, Nigéria, Trindade e Tobago e Venezuela.

(g) Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Costa do Marfim, Equador, Filipinas, Iugoslávia, Jamaica, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Uruguai, Venezuela.

Fonte: Dados originais FMI, "Balance of Payments Statistics". In: TURNER, Philip: "Capital Flows in the 1980s: a survey of major trends", BIS Economic Papers, Nº 30, Basileia, Abril 1991. Os dados de 1989 foram ajustados e os de 1990 acrescentados conforme "Balance of Payments Statistics", Yearbook, Vol. 42, Parte 2, 1991, Tabela C-17, p. 69.

Tabela 3
FINANCIAMENTOS NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

US\$ bilhões

	Média Anual		1995	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	1980-1984	1985-1990							
A. Créditos internacionais líquidos	119	294	105	205	320	260	410	465	85
B. Colocação líquida de títulos	53	157	133	171	131	159	182	164	205
C. A + B = Total	172	451	238	376	451	419	592	629	290

Fonte: BIS, "Annual Report", junho de 1985, 1987, 1989, 1990, 1991 e 1992.

Tabela 4
CRÉDITOS BANCÁRIOS PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO^a

US\$ bilhões

Fluxos ajustados pelas variações cambiais

	Médias Anuais		1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Estoque em fim de dez. de 1991
	1979-82	1983-90 ^b								
Empréstimos líquidos totais ^c	28.0	-24.7	6.0	16.0	-38.0	-28.0	-59.0	-104.1	20.1	30.3
OPEP ^d	-10.0	-3.2	-6.0	23.0	-17.0	-6.0	-9.0	-27.7	9.4	-100.0
Países menos desenvolvidos										
Mão exportadores de petróleo	26.0	-20.9	5.0	-10.0	-22.0	-15.0	-45.0	-70.6	9.6	17.5
Leste Europeu	2.0	1.6	3.0	3.0	3.0	4.0	9.0	-4.0	-3.0	70.1
Outros países Centrais menos desenvolvidos ^e	10.0	-2.2	4.0	0.0	-2.0	-11.0	-14.0	-1.8	4.0	42.7

Notas:

(a) Estimativa dos fluxos de recursos entre os bancos da área do BIS e grupos de países que não pertencem à região do BIS.

(b) A partir de 1984 os dados incluem as posições dos bancos da Finlândia, Noruega, Espanha, Barein e Antilhas Holandesas, bem como de todos os bancos nas Bahamas, Ilhas Cayman, Hong Kong e Singapura.

(c) Empréstimos menos variações nos depósitos: um sinal negativo indica um aumento líquido nos depósitos.

(d) Inclui também Brunei, Omã e Trindade e Tobago, mas exclui Barein a partir de 1984.

(e) Países centrais não pertencentes à área do BIS.

Fonte: BIS, "International banking and financial market developments" e dados históricos. In: TURNER, P: "Capital flows in the 1980's: a survey of major trends", **BIS Economic Papers**, nº 30, Basileia, Abril/1991. Ajustamos 1990 e acrescentamos 1991 conforme BIS, "International banking and financial market developments", maio/1992, p. 8.

Tabela 5

**INDICADORES DE INVESTIMENTO DE PORTFOLIO NOS PAÍSES
DESENVOLVIDOS E EM DESENVOLVIMENTO**

A. EMISSÕES DE BÔNUS INTERNACIONAIS^a							US\$ bilhões
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Países desenvolvidos ^b	96.8	147.2	212.3	166.6	213.4	240.4	207.1
Países em Desenvolvimento	3.8	6.9	4.3	3.1	4.2	2.6	3.6
Sete economias Dinâmicas na Ásia ^c	2.7	4.9	1.8	0.8	1.1	1.5	2.4
Leste Europeu	-	0.4	0.3	0.5	1.4	2.2	1.6
Bancos internacionais de desenvolvimento ^d	7.9	10.7	9.2	10.3	8.0	10.3	14.6
B. CAPITALIZAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO^e							US\$ bilhões
			1980	1984	1988	1989	1990 ^f
Países desenvolvidos ^g			2592.1	3293.9	9402.8	11005.4	8985.0
Países em desenvolvimento			146.0	129.6	466.9	724.6	544.0
Sete economias dinâmicas na Ásia ^c			87.0	73.2	345.1	559.2	410.0
América Latina ^h			39.9	37.0	57.8	83.0	74.0

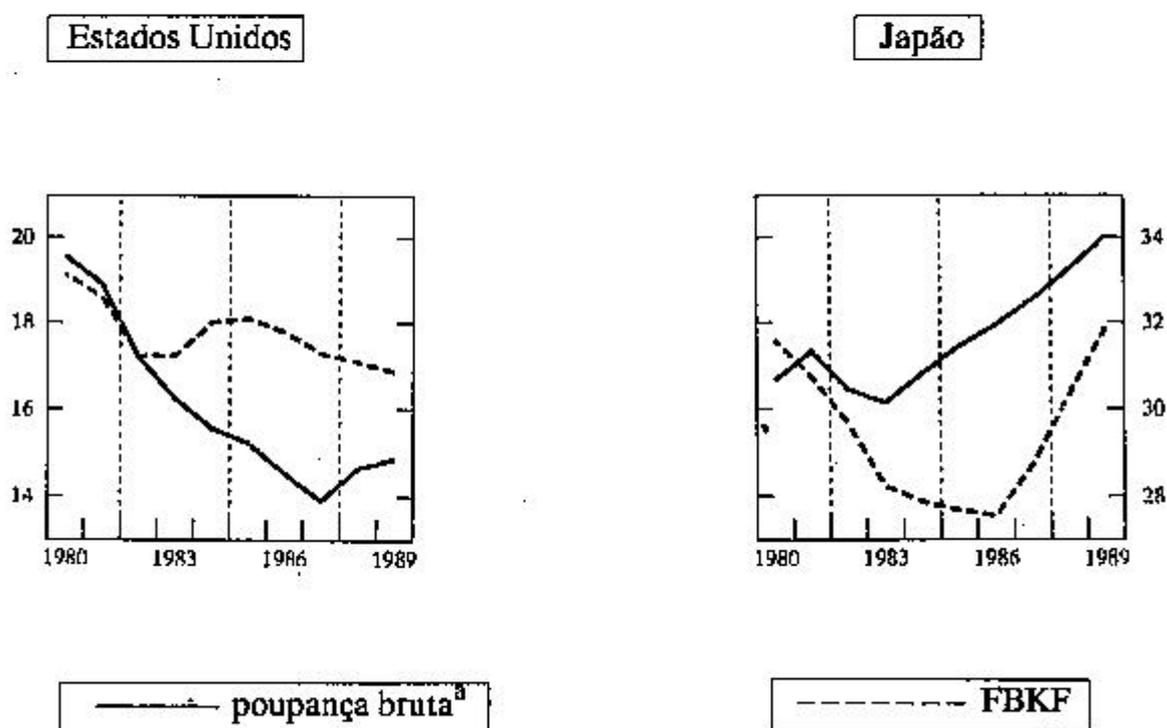
Notas:

- (a) Bônus internacionais e emissões tradicionais de bônus externos.
 (b) Instituições da CEE e países da OCDE.
 (c) Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul, Formosa, Indonésia, Malásia e Tailândia.
 (d) Banco de Desenvolvimento da África, Banco de Desenvolvimento da Ásia, Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Banco Interamericano de Desenvolvimento e Corporação Financeira Internacional.
 (e) Valores em fim de período.
 (f) Estimativa.
 (g) Todos os países da OCDE mais Israel e África do Sul.
 (h) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Uruguai e Venezuela.

Fonte: Dados originais BIS, "International banking and financial market developments", vários números, e OCDE, "Financial Statistics Monthly", vários números; e CFI, "Emerging stock markets factbook", 1990. In: TURNER, Philip - "Capital Flows in the 1980's: a survey of major trends", **BIS Economic Papers**, Nº 30, Basileia, Abril 1991.

Gráfico 3

**Poupança e Investimento em países importadores e exportadores de capital:
Estados Unidos e Japão (% do PNB)**



Nota: (a) exclui investimentos em estoques.

Fonte: Turner, P. (1991) "Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends", BIS Economic Papers, nº 30, p. 27.

Tabela 6

**FLUXO LÍQUIDO DE FINANCIAMENTO AO SETOR PÚBLICO DA AMÉRICA
LATINA E CARIBE, POR ORIGEM CREDORA^a**

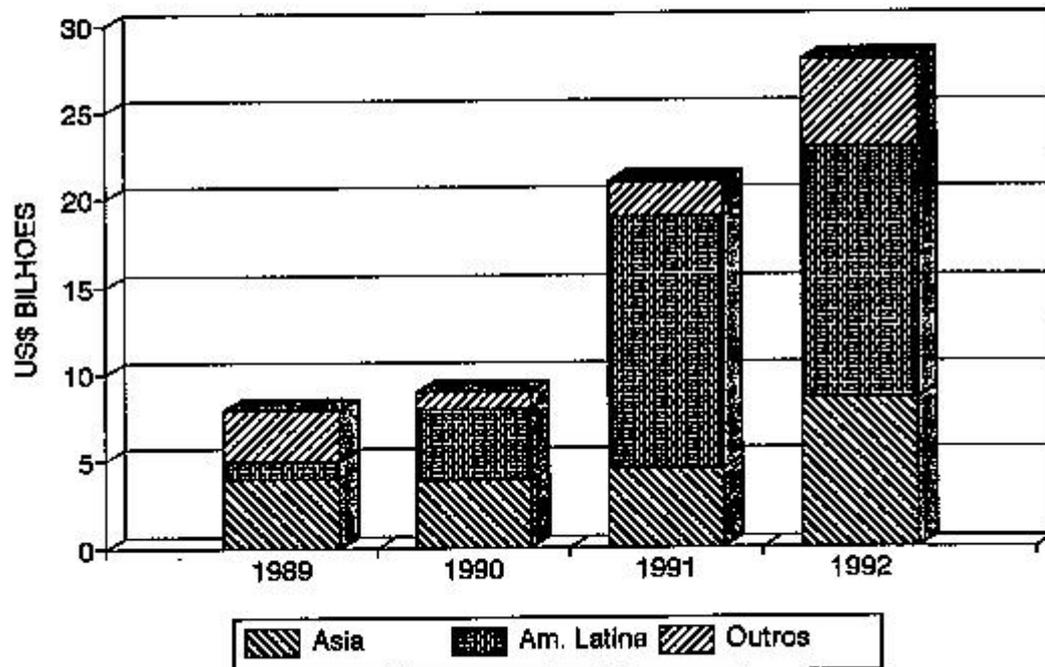
	Participação relativa							
	1970	1975	1980	1981-1982	1983	1984	1985	1986-1990
1. Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1.1. Credores Oficiais	42.84	26.78	24.70	21.51	25.12	39.36	60.82	76.57
1.1.1. Multilaterais	21.67	11.62	13.82	11.99	13.41	27.78	42.11	52.77
1.1.2. Bilaterais	21.16	15.16	10.87	9.52	11.71	11.57	18.71	23.80
1.2. Credores Privados	57.16	73.22	75.30	78.49	74.88	60.64	39.18	23.43

Nota:

(a) Fluxo líquido de crédito ao setor público e ao setor privado, garantido pelo Estado.

Fonte: World Bank, "World Debt Tables- External Debt of Developing Countries", corresponde a rubric, "Net Flows (Disbursements - Principal Repayments)", edições 1988-89 e 1990-91, Washington.

Gráfico 4
Fluxos Brutos de Portfólio
para Países em Desenvolvimento



Fonte: LDC flows: Liberalisation and Economic Growth. The Amex Bank Review, Vol. 20. Nº 4, abril 1993.

Tabela 7

MERCADOS DE CAPITAIS EMERGENTES: rentabilidade em dólares

Médias anuais em %

	Índice Global			Índice de Investimento	
	1985-1989	1989-1992	1992	1989-1992	1992
Argentina	44.8	58.8	-38.0	63.2	-25.7
Brasil	13.6	5.9	-10.9	9.9	1.0
Chile	60.0	47.8	13.1	53.2	18.0
México	50.5	55.3	27.3	64.4	16.7
América Latina	27.1	34.7	-0.4	47.7	3.4
Tailândia	52.3	25.7	0.3	27.0	38.5
Malásia	12.7	15.7	16.8	16.2	24.0
Coreia	51.5	-9.9	2.0	-	-
Índia	19.4	15.7	22.1	-	-
Ásia	41.0	-2.6	-7.3	13.5	18.5
Turquia	226.1 ^a	49.9	-55.0	-35.0 ^b	-50.7
Total	32.9	5.5	-6.8	22.1	3.1

Notas:

(a) Os dados referem-se aos anos de 1987-1989.

(b) Os dados referem-se aos anos de 1990-1992.

Fonte: Dados originais, International Finance Corporation, citado em **The Amex Bank Review**, Vol. 20, Nº 4, abril/1993.

Tabela 8
MOVIMENTO LÍQUIDO DE CAPITAIS (1989-1990)

	US\$ milhões			
	1989	1990	1991(p)	1992(p)
Investimentos Diretos	(268)	448	1,117	2,859
Bolsas	(57)	104	578	1,703
Demais	(211)	344	539	1,156
Financiamentos	(1,309)	(51)	(972)	(1,681)
Organismos Internacionais	(397)	(305)	(505)	
Agências Governamentais	(890)	(145)	(176)	(544)
<i>Supplier/Buyers</i>	(254)	491	(491)	(632)
Empréstimos	(1,495)	(968)	2,369	6,064
Intercompanhias	(136)	88	131	473
<i>Commercial Paper</i>	0	631	1,817	1,165
Bônus	(334)	(156)	1,030	619
Bancos	(1,014)	(1,524)	(1,269)	(157)
<i>Notes (a)</i>	0	0	383	3,958
<i>Floating</i>	0	0	252	601
Fixed	0	0	131	3,357
Securitização	0	0	278	10
Demais (b)	(11)	(7)	(1)	(4)
Total	(3,072)	(571)	2,514	7,242

Notas: (p) Preliminar

(a) Distribuição estimada.

(b) Empréstimos s/ a Res. 1601.

Fonte: DEPEC/DIBAP/BACEN.

Tabela 9
RENDIMENTOS REAIS BRUTOS DOS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS¹
(Deflator: IGP-M)

Per.	NCz\$ ²	DER ³	Poup. ⁴	CDB ⁵	Overnight	Fundos de Investimento				Ouro ⁸	% a.m. Dólar	
						FAF ⁶ (1 dia) ⁷	FAF	Renda Fixa ⁸	Ações ⁸		Co- mercial	Turis- mo
Jan	2.63	-	2.64	5.72	2.82	2.21	-3.08	5.28	54.65	5.55	9.98	12.02
Fev	-11.19	-	-11.15	-8.21	-11.71	-12.34	-14.31	-11.41	5.03	-16.41	-16.14	-15.67
Mar	-0.41	-	-0.14	0.82	-0.18	-0.97	-3.89	0.93	-14.64	-3.88	-2.06	-2.01
Abr	1.52	-	1.54	4.04	1.73	1.47	-2.45	3.05	3.86	3.85	1.22	3.22
Mai	1.91	-	1.91	3.74	1.94	1.54	-2.28	3.29	41.57	1.35	1.59	-0.05
Jun	1.33	-	1.36	2.40	1.70	0.71	-3.13	2.48	-1.14	2.28	1.10	0.59
Jul	-2.32	-	-2.31	0.34	-0.73	-2.31	-6.53	-0.79	-2.46	-2.63	-1.96	-0.73
Ago	-2.39	-7.31	-2.38	1.41	0.43	-2.42	-7.29	-1.74	-9.76	-5.70	-1.41	-1.00
Set	2.11	2.25	2.11	3.98	4.22	1.26	-5.15	2.31	-0.28	13.93	2.73	10.47
Out	-1.86	-1.70	-1.84	5.15	2.71	-1.66	-9.21	-0.71	-1.08	17.40	13.13	21.23
Nov	4.40	4.59	4.42	5.06	5.44	1.74	-8.22	3.46	-19.54	-6.29	3.72	-13.76
Dez	4.38	4.55	4.39	4.13	6.10	3.45	-6.71	5.78	38.36	-5.90	2.87	0.44
Acumulado (1991)	0.66	1.88	-0.48	31.60	14.09	-7.99	-52.90	11.89	94.79	-1.14	12.55	9.53
Jan	2.05	2.24	2.06	4.73	4.45	1.44	-7.79	4.14	29.46	-3.33	-0.09	-6.18
Fev	-1.28	-1.18	-1.27	0.19	0.70	-2.38	-11.11	-0.14	-8.99	-3.75	-3.33	-4.47
Mar	2.87	2.93	2.88	3.98	4.50	1.95	-6.85	4.46	9.05	-2.05	0.42	2.46
Abr	1.44	1.66	1.46	2.28	3.32	0.83	-7.03	3.10	7.15	6.02	0.49	9.77
Mai	-0.03	0.07	-0.02	1.49	2.13	-0.54	-7.93	1.78	-2.96	-4.60	-1.26	-5.87
Jun	-1.59	-1.49	-1.58	0.10	0.54	-2.17	-9.79	0.00	-25.53	1.72	-2.16	1.06
Jul	2.01	2.17	2.03	3.29	3.59	1.03	-7.50	3.54	8.30	6.81	0.12	2.21
Ago	-0.65	-0.50	-0.64	1.72	0.82	-1.77	-9.87	0.52	-5.21	-5.80	-2.08	-0.14
Set	0.57	0.73	0.59	2.40	1.91	-1.25	-9.77	1.63	0.90	3.72	-0.43	0.65
Out	-0.85	-0.70	-0.84	1.22	1.12	-2.19	-10.71	0.90	-10.48	-9.81	-0.97	-8.60
Nov	0.37	0.53	0.39	0.57	2.41	-0.31	-8.71	2.11	-8.07	3.13	0.33	4.82
Dez	-0.42	-0.27	-0.41	2.41	0.67	-1.30	-9.74	0.79	5.24	2.29	-0.53	1.03
Acumulado (1992)	4.46	6.27	4.64	27.16	29.39	-6.59	-67.37	25.21	-10.76	-6.91	-9.16	-4.64

Notas: (1) Tratamento fiscal:

- CDB e Fundo de Renda Fixa: 30% de IR na fonte sobre o que exceder a variação da UFIR diária no período de aplicação;
- Fundo de Ações: 25% de IR na fonte sobre o que exceder a variação da UFIR diária no período de aplicação;
- Ouro: para as operações com fundos mútuos ou de compra vinculada à revenda: 40% para as operações de 1 dia; as demais obedecem a mesma regra para as operações de renda fixa;
- Incide, ainda, adicional de imposto sobre a renda de 5%, do IR federal (vigência no DF a partir de 1/12/1989, em SP e no RJ a partir de 1/3/1989).

(2) Até jan/1991, variação do BTNF + juros de 6% a.a.; a partir de fev/1991, TRD + juros de 6% a.a.

(3) TRD + 8% a.a. (Depósitos Especiais Remunerados).

(4) TRD + 0.5% a.m.; a rentabilidade refere-se a cadernetas com aniversário no primeiro dia do mês posterior ao assinalado (maior concentração).

(5) Taxas efetivas derivadas de taxas simples modais coletadas de todos os bancos pela mesa de operações do BACEN para CBD prefixados de 30 dias tomados por empresas de grande porte.

(6) Sucederam, a partir de mar/91, os fundos de curto prazo; aplicações com prazo superior ao de carência do IOF. Permanecem sujeitas à tributação pelo IR na fonte a alíquota de 5% sobre o rendimento bruto apropriado diariamente ao quotista.

(7) Resgates e aplicações diários e sucessivos ao longo do mês, isto é, incidência de maior fator tributário do IOF. Quanto ao IR na fonte, mesmo procedimento da nota anterior.

(8) Variação em final de período.

Fontes: DEPEC, DEASF, DEMAB E DECAM. In: "Brasil - Programa Econômico", Nº 35, p. 85.

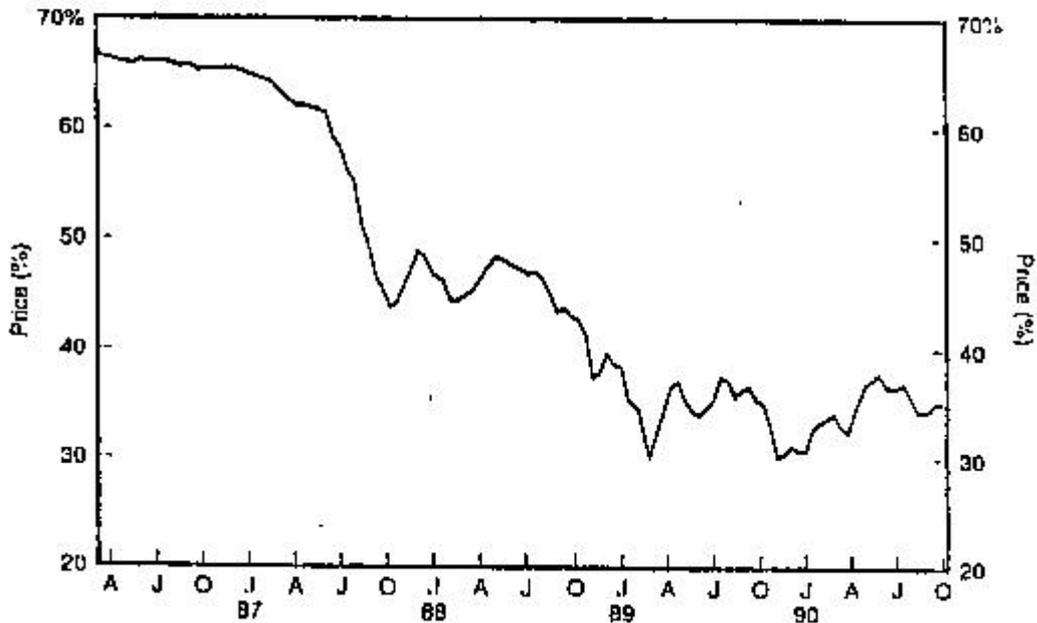
Tabela 10

**VOLUME DO TRANSAÇÕES NO MERCADO SECUNDÁRIO
DE TÍTULOS DE DÍVIDAS EXTERNAS DOS PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO**

Ano	US\$ milhões
1985	4.000
1986	7.000
1987	12.000
1988	50.000
1989	60.000
1990	65.000

Fonte: Banco Mundial, Divisão de Dívida e Finanças Internacionais, **Quarterly Review**, junho de 1991, p. 12.
Informações fornecidas pelo IECDI.

Gráfico 5
COTAÇÃO DOS TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA
DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO
(Média ponderada, em % do valor de face)



Fonte: - Dados originais; Salomon Broters, *Indicative prices for developing country credits*, Nov. 1, 1990. Nova York.

Tabela 11

REDUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA DE PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	US\$ milhões					
1. Total	742	1,602	7,608	18,101	12,554	25,030
1.1. Conversão de dívida em capital	497	822	3,271	6,794	4,433	10,589
1.2. Conversão de dívida em moeda local	156	438	796	1,673	2,428	2,733
1.3. Recompra direta	0	0	0	1,862	1,011	10,696
1.4. Pagamento em moeda local	0	63	87	3,431	1,569	512
1.5. Reestruturação do setor privado	89	279	3,454	4,341	3,113	500

Fonte: Banco Mundial, Divisão de Dívida e Finanças Internacionais, *Quarterly Review*, junho de 1991, p. 12. De acordo às informações fornecidas pelo *Institute of International Finance*.