

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA
E INFRA-ESTRUTURA NO BRASIL:
CRÉDITO DE LONGO PRAZO E MERCADO DE CAPITAIS

Carlos Kawall Leal Ferreira

Este exemplar corresponde ao original
da tese defendida por Carlos Kawall
Leal Ferreira em 29/09/95 e orientada
pela Profª Dra. Monica Baer.

CPG/IE, 29/09/95

Monica Baer

Tese de Doutorado apresentada ao
Instituto de Economia da Unicamp
sob a orientação da Prof. Dra. Monica Baer

Campinas, julho de 1995



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
F413 f
26.104
1995
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
* UPOB.3m.C0079844.2

Ficha catalográfica elaborada pelo
CEDOC.IE.UNICAMP

F413F Ferreira, Carlos Kawall Leal
O financiamento da indústria e infra-estrutura
no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capi-
tais / Carlos Kawall Leal Ferreira. - Campinas, SP
: [s.n.], 1995.

Orientador: Monica Baer
Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de
Campinas. Instituto de Economia.

1. Indústria - Financiamento. 2. Infra-estrutura
(Economia). 3. Mercado de capitais. I. Baer,
Monica. II. Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia. III. Título.

A tese filosófica, de que todo conhecimento é essencialmente baseado na experiência, conduziu por fim a um postulado que diz respeito à clarificação lógica de qualquer enunciado sobre a Natureza. Tal postulado poderia ser justificado nos tempos da física clássica mas, desde o advento da teoria quântica, aprendemos que ele não pode ser satisfeito. Os termos "posição" e "velocidade" de um elétron, por exemplo, pareciam outrora estar perfeitamente bem definidos tanto no que dizia respeito ao seu sentido como também em suas possíveis ligações um com outro; e, de fato, eram conceitos claramente definidos dentro da estrutura matemática da mecânica newtoniana. Mas, do ponto de vista da mecânica quântica, viu-se que eles não estavam, de fato, bem definidos, como evidencia a correspondente relação de incerteza. Pode-se assim dizer, a respeito do seu posicionamento na mecânica newtoniana, que aqueles conceitos eram bem definidos, mas não frente à Natureza. Isso mostra que jamais poderemos saber, de antemão, que limitações deverão ser impostas na aplicabilidade de certos conceitos quando a estendemos a partes pelo uso de técnicas as mais elaboradas. Portanto, nesse processo de penetração, somos às vezes obrigados a usar nossos conceitos de uma maneira injustificada e desprovida de sentido. Assim sendo, a insistência no postulado de um completo clareamento tornaria a ciência inexecutável. Nesse ponto, a física moderna nos faz lembrar da velha sabedoria: aquele que insiste em jamais dizer algo errado deve permanecer em silêncio. (*Física e Filosofia*, de Werner Heisenberg, Ed. Universidade de Brasília, 1981)

Esta tradução foi feita pelo meu pai, Jorge Leal Ferreira, a cuja memória dedico esta tese.

Como pai e intelectual, apoiou minha opção de carreira, mesmo considerando a Economia uma ciência menor.

E com seu exemplo de resistência, ensinou-me a vencer os mais difíceis obstáculos.

Sumário

Lista de tabelas	viii
Lista de quadros, diagramas e gráficos	ix
Lista de siglas	xi
Apresentação	xiii
1. A institucionalidade monetária e financeira e o financiamento do investimento	1
Moeda e crédito: uma abordagem pós-keynesiana	1
<i>Os estágios de desenvolvimento do sistema financeiro</i>	3
<i>Moeda bancária, circulação financeira e circulação industrial</i>	7
<i>"Finance" e "funding"</i>	13
<i>A hipótese da instabilidade financeira</i>	19
Uma tipologia de sistemas financeiros	24
<i>A institucionalidade financeira dos países desenvolvidos</i>	24
<i>A transformação dos sistemas de crédito nos anos 80</i>	30
<i>A generalização do banco universal e as instituições especiais de crédito</i>	36
2. Transformações nos mercados internacionais de capitais nos anos 80 e 90	43
Os fluxos internacionais de capitais e as novas práticas financeiras	44
<i>O processo de securitização e a desintermediação bancária</i>	50
<i>A globalização financeira</i>	60
<i>O papel dos investidores institucionais</i>	67
<i>Os produtos derivativos e técnicas de gerenciamento de risco</i>	74
Ciclo de preços dos ativos, política macroeconômica e regulação financeira	80
<i>Desregulamentação financeira e política macroeconômica</i>	89
<i>Tendências da regulamentação e supervisão financeira</i>	96
Políticas financeiras para países em desenvolvimento	101

3. Brasil: as instituições financeiras de desenvolvimento e o mercado de capitais	105
O formato institucional do sistema financeiro e a crise do padrão de financiamento	107
Política financeira para o longo prazo nos anos 90: fluxo de capitais e a gestão monetária	112
O sistema de crédito e o financiamento de longo prazo	115
<i>O desempenho do sistema BNDES</i>	115
<i>Os fundos de poupança compulsória</i>	116
<i>A dívida intra-setor público e a reforma patrimonial</i>	122
<i>Bancos de desenvolvimento: novas modalidades operacionais e modelo de gestão</i>	128
<i>Financiamento à micro e pequena empresa e do risco tecnológico</i>	131
Desenvolvimento e diversificação do mercado de capitais	134
<i>O Plano Diretor do Mercado de Capitais e as mudanças legais e institucionais</i>	138
<i>A desregulamentação externa: investimento externo de portfólio e emissão de recibos de depósitos de ações, bônus e "notes" no exterior</i>	140
<i>O papel dos "market makers" e o mercado de acesso de valores mobiliários</i>	146
<i>Titulos de renda fixa e variável e o desenvolvimento de produtos estruturados</i>	149
Os investidores institucionais	154
<i>Previdência complementar fechada e aberta</i>	156
<i>O setor de seguros</i>	162
<i>Fundos mútuos de investimento abertos e fechados</i>	166
Regulamentação e fomento: sistema de crédito, mercado de capitais, investidores institucionais e mercados de derivativos	169
<i>A regulamentação financeira e a supervisão preventiva</i>	170
<i>Os requisitos de capital do BIS</i>	172
4. O financiamento da infra-estrutura	175
O setor de infra-estrutura e a participação do setor privado	177
<i>As mudanças no conceito de monopólio natural e o conceito de "unbundling"</i>	178
<i>O papel do Estado e a relação público/privada</i>	180
<i>A concessão de serviço público ao setor privado</i>	181

“Project financing”: a estrutura financeira	183
<i>O modelo BOT (“build, operate and transfer”)</i>	186
<i>A estrutura de capital e endividamento e o papel dos organismos internacionais e governos</i>	190
<i>A emissão de títulos securitizados e os investidores institucionais</i>	196
<i>O papel das garantias e seguros</i>	199
<i>Custo do projeto e fixação das tarifas</i>	202
A lei de concessões no Brasil e questões setoriais	205
<i>Energia elétrica</i>	208
<i>Água e saneamento básico</i>	213
<i>Transporte rodoviário</i>	217
<i>Transporte ferroviário</i>	218
<i>Telecomunicações</i>	221
Considerações Finais	223
Bibliografia	235

Lista de tabelas

Cap. 1

1.1 França: Transformação de prazos realizada pelas instituições financeiras	27
1.2 França: emissão de valores mobiliários	32
1.3 França: capitalização da bolsa em Paris	32

Cap. 2

2.1 Padrão Global do Investimento Direto	46
2.2 Fluxos de Capital de Portafólio	46
2.3 Financiamento Líquido Estimado nos mercados internacionais	51
2.4 Fontes de financiamento nos mercados internacionais de capitais	53
2.5 Tipo e moeda das emissões de bônus internacionais	53
2.6 Emissões de notas de curto e médio prazos nos mercados domésticos e internacionais	55
2.7 Emissões de bônus internacionais por países em desenvolvimento	57
2.8 Emissões de ações por países em desenvolvimento	58
2.9 Crédito bancário por país de destino	61
2.10 Oferta de bônus globais por setor	65
2.11 Ofertas de bônus globais por nacionalidade	65
2.12 Distribuição de ativos geridos pelos maiores administradores de fundos na Europa e EUA	68
2.13 A institucionalização da poupança	69
2.14 Ativos dos investidores institucionais dos EUA por tipo de investidor	69
2.15 Mercados para produtos derivativos selecionados	76
2.16 Sensitividade dos preços agregados dos ativos reais ao crescimento econômico nos dois ciclos	85
2.17 Japão - Ganhos de Capital em terras e ações	86

Cap. 3

3.1 Desembolsos do Sistema BNDES, por Setor - 1980/93	116
3.2 Concessões de Empréstimos pelo Sistema BNDES, por Setor - 1970/93	117
3.3 BNDES - Estrutura patrimonial do passivo - 1988/93	118
3.4 FGTS - Arrecadação	121
3.5 Capitalização em Bolsa em Países Selecionados	136
3.6 BRASIL: Volume de Investimentos Externos - Investidores Institucionais Estrangeiros - Resolução 1.289/87 - Anexo IV	142
3.7 Brasil: Captação e Absorção Bruta de Recursos em Divisas - 1990/93	145
3.8 Patrimônio dos investidores institucionais	157
3.9. Prêmio de Seguros Pagos - Países Selecionados	164

3.10 Fundos de investimentos: evolução do patrimônio líquido	167
Cap.4	
4.1 BRASIL - Formação Bruta de Capital Fixo - 1970/92	176
4.2 "Project financing" em infra-estrutura: projetos fundeados e em estruturação	183
4.3 "Project financing" em infra-estrutura: projetos fundeados por setor	183

Lista de quadros, diagramas e gráficos

Quadros

Cap. 1

1.1 A teoria do racionamento de crédito	12
1.2 Keynes e os limites da política monetária na depressão dos anos 30	14
1.3 "Finance" e "funding": a confusão pós-keynesiana	18

Cap. 2

2.1 Mercados monetários sintéticos	49
2.2 O bônus global	64
2.3 Os fundos "hedge"	74
2.4 Gerenciamento de riscos nos mercados de opções e o conceito de "dynamic hedging"	78
2.5 A crise do sistema de crédito imobiliário nos EUA nos anos 80	86
2.6 A crise bancária no Japão na década de 90	87
2.7 As crises bancárias dos países nórdicos	88

Cap. 3

3.1 O PLANASA	
3.2 Investimentos externos em bolsa de valores no Brasil e o Anexo IV	119
3.3 Emissão de recibos de depósitos de ações no exterior: ADR e GDR	143
3.4 O Nasdaq	147
3.5 A securitização de hipotecas e títulos públicos nos EUA	152
3.6 As agências de "rating"	153
3.7 O mercado de colocações privadas nos EUA e a regra 144A da SEC	155
3.8 A convergência de produtos: seguros e poupança	163
3.9 Fundos de investimento em empresas emergentes	168

Cap. 4

4.1 O modelo BOT e variantes	187
4.2 As operações de co-financiamento e prestação de garantias do Banco Mundial	201
4.3 A privatização do setor elétrico no Reino Unido	210
4.4 Privatização do setor de saneamento no Reino Unido	214
4.5 O regime de concessão em saneamento na França	215
4.6 O túnel da Mancha	219

Diagramas

Cap. 3

3.1 Financiamento de longo prazo para privatização	125
3.2 Financiamento de capital de giro de longo prazo mediante moedas de privatização	125
3.3 Saneamento financeiro com moedas de privatização	126
3.4 Financiamento ao recolhimento de tributos com créditos contra o setor público, ligado a projeto de investimento	126
3.5 Equalização de Custo de pré-venda de Serviços Públicos	127
3.6 Fontes de recursos por tamanho de empresas: Estados Unidos	131

Gráficos

Cap. 2

2.1 Transações Internacionais de Portafólio como Múltiplo das Transações Comerciais	47
2.2 Preços Agregados dos Ativos Reais	83

Cap. 4

4.1 Indústria e Infra-estrutura: perfil temporal da receita líquida	191
---	-----

Lista de siglas

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada
ADR	American Depository Receipt
ADTEN	Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Empresa Nacional
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto
BACEN	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil
BIS	Bank for International Settlements
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR	BNDES Participações
BNH	Banco Nacional da Habitação
BOO	Build, Own and Operate
BOOT	Build, Own, Operate and Transfer
BOT	Build, Operate and Transfer
BTO	Build, Transfer and Operate
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CCR	Companhia de Capital de Risco
CEF	Caixa Econômica Federal
CESB	Companhia Estadual de Saneamento Básico
CESP	Companhia Energética do Estado de São Paulo
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
CMN	Conselho Monetário Nacional
CONTEC	Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica
CPFL	Companhia Paulista de Força e Luz
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DNAEE	Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica
ECGD	Export Credits Guarantee Department
ECO	Expanded Cofinancing Operation
ECU	European Currency Unit
EUA	Estados Unidos da América
EXIMBANK	Export and Import Bank
FAE	Fundo de Água e Esgoto
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FDICIA	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act
FEHIDRO	Fundo Estadual de Recursos Hídricos
FEPASA	Ferrovias Paulista Sociedade Anônima
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FINAME	Financiadora de Máquinas e Equipamentos
FINDETER	Financiera de Desarrollo Territorial
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FMI	Fundo Monetário Internacional
FNDCT	Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
FRN	Floating Rate Note
GDR	Global Depository Receipt
IFC	International Finance Corporation
IGPM	Índice Geral de Preços - Mercado

IRA	Individual Retirement Account
IRB	Instituto de Resseguros do Brasil
ISDA	International Swaps Derivatives Association
ISTEA	Intermodal Surface Transportation Efficiency Act
KDB	Korean Development Bank
KFW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KTDC	Korean Technology Development Corporation
LDO	Lease, Develop and Operate
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MATIF	Marché à Terme International de France
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
NAFIN	Nacional Financiera
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers' Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Cooperative and Development
OFND	Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento
OFWAT	Office of Water Services
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
OPIC	Overseas Private Investment Corporation
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
OTC	Over the counter
PASEP	Programa do patrimônio do Servidor Público
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PFIC	Programa Fiscal de Investimento e Crédito
PIB	Produto Interno Bruto
PNB	Produto Nacional Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PLANASA	Plano Nacional de Saneamento
PURPA	Public Utility Regulatory Policies Act
QIB	Qualified Institutional Buyer
RFA	República Federal da Alemanha
RFC	Resolution Finance Corporation
RFFSA	Rede Ferroviária Federal Sociedade Anônima
SABESP	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo
SC	Sociedade Concessionária
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SEC	Securities and Exchange Commission
SINTREL	Sistema Nacional de Transmissão de Energia Elétrica
SME	Sistema Monetário Europeu
SNCF	Société Nationale des Chemins de Fer
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
SPC	Special Purpose Corporation
STRIPS	Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TGV	Train à Grande Vitesse

Apresentação

O tema desta tese é o financiamento do investimento nos setores industriais e de infra-estrutura no Brasil. Busca-se com isso dar uma contribuição para um debate que tende a ganhar importância uma vez lograda uma estabilização duradoura.

A tese a ser defendida é a de que são necessárias *mudanças institucionais de vulto* para que os mecanismos de financiamento sustentem de modo adequado os gastos empresarial e públicos nestes dois setores. Não se compartilha da hipótese de que, vencida a batalha da inflação, recomponham-se automaticamente os mesmos mecanismos de financiamento perseguidos no passado, assim como a estabilização não será duradoura em um contexto de estagnação do gasto empresarial.

O ponto de partida, no capítulo inicial, é a definição de um quadro teórico-metodológico com base em Keynes e alguns autores pós-keynesianos. Esta opção é feita por se entender que este conjunto de autores desenvolveu um marco teórico mais apropriado para compreender as transformações mais recentes dos sistemas financeiros desenvolvidos, com ênfase no valor específico dos formatos institucionais e de como estes se alteraram ao longo da história.

Tendem a permanecer válidos e de grande utilidade as proposições introduzidas por Keynes, a começar pela recusa de separar a moeda do crédito de curto prazo. O autor também enfatizou como ninguém a articulação entre os mercados monetários e de capitais, entre taxas de juros de curto prazo e longo prazo, além de explicitamente reconhecer a importância e as armadilhas associadas ao funcionamento dos mercados secundários. Particularmente importante para os propósitos desta tese é a distinção feita por Keynes entre "finance" e "funding", conceitos extremamente úteis para se discutir o financiamento do investimento, em particular em infra-estrutura.

São também explorados os diferentes aspectos dos arcabouços institucionais observados em diferentes sistemas financeiros nacionais, a partir da tipologia estabelecida por John Zysman para os países desenvolvidos. Observa-se, contudo, que as modificações observadas nos anos 80 permitem questionar a validade de sua classificação. Encerra-se o capítulo com item voltado para as mudanças institucionais observadas no contexto das instituições especiais de crédito, ou instituições de fomento.

No segundo capítulo, o esforço é procurar um grau mínimo de atualização frente às transformações verificadas no cenário internacional nos últimos 15 anos. Apontam-se as principais vertentes deste processo tais como o processo de securitização, globalização, institucionalização das poupanças e os mercados de derivativos.

Estas novas práticas financeiras trouxeram uma série de desafios para a condução das políticas macroeconômicas. Mas também têm criado problemas do ponto de vista da regulamentação, especialmente por magnificarem ciclos especulativos envolvendo ativos reais, o que tem elevado a instabilidade financeira.

As transformações internacionais servem de cenário para a discussão introduzida no capítulo três, que busca tratar do caso do Brasil. Após um breve diagnóstico da evolução recente, buscando destacar a já muito comentada falência do padrão de financiamento, parte-se para uma abordagem prospectiva sobre o papel a ser cumprido pelos sistema de crédito, mercado de capitais e bancos públicos. O objetivo é claramente maximizar os aspectos *propositivos*, recorrendo-se em muitos momentos a exemplos da experiência internacional.

A ênfase está na forma de introduzir novas práticas financeiras que possam desbloquear os mecanismos *internos* de financiamento, com particular atenção para o papel do mercado de capitais e dos investidores institucionais. Não há, contudo, uma abordagem dicotômica, que relegue a um segundo plano o sistema de crédito. O papel do mercado monetário e dos bancos públicos têm grande destaque, desde que se voltem para novas modalidades operacionais e de gestão. Dois segmentos específicos do setor industrial (com grande interface com o setor de serviços) são também destacados. Trata-se da micro e pequena empresa e do desenvolvimento tecnológico, os quais merecem atenção especial em um novo cenário de desenvolvimento, demandando políticas públicas específicas.

Atenção especial é dada ao papel da regulamentação financeira, coerente com as tendências observadas no cenário internacional. Destaca-se a necessidade de reformulação e reforço destas funções, dentro de uma nova ótica que busque a estabilidade dos mercados, somente possível se houver uma articulação com o horizonte de longo prazo – leia-se, com o apoio do investimento produtivo.

Pela sua importância estratégica, o segmento de infra-estrutura acabou por ser abordado em um capítulo específico, o último. Isto também se justifica pela novas práticas financeiras desenvolvidas nos últimos dez anos para financiar este setor, sintetizadas no conceito de “project financing”. A complexidade envolvida nesta nova modalidade fez com que se optasse por uma abordagem talvez excessivamente descritiva – mas que se justifica pelo relativo desconhecimento (e elevado grau de idéias pré-concebidas) que ainda cerca o tema.

Busca-se, sobretudo, extrair da experiência internacional a base legal e institucional necessária para viabilizar tal tipo de modalidade de financiamento, de modo a articulá-la com as proposições estabelecidas no capítulo terceiro. Em particular, é necessário introduzir o debate da *privatização* da infra-estrutura, sob a forma de novas modalidades de parcerias público-privadas, as quais têm formatos diferenciados nos segmentos que são analisados em suas características gerais: energia elétrica, água e saneamento, transportes rodoviários e ferroviários e telecomunicações.

Nas considerações finais, o objetivo foi apontar a necessidade de se adotar uma visão de *política financeira*, o que ultrapassa em muito as abordagens convencionais de gestão monetária-fiscal-cambial. As novas práticas financeiras, especialmente nos países em desenvolvimento, reclamam um alto grau de coordenação.

nação e eficiência das políticas públicas. Implicam o resgate, em novas bases, do conceito de *planejamento*, perdido entre os devaneios neoliberais ou aprisionado nos limites estreitos do pensamento ortodoxo de esquerda.

Destaca-se a necessidade de políticas que se *reforcem mutuamente nos planos micro e macroeconômico*, prática indispensável no contexto de sistemas financeiros liberalizados e universais, ao lado da existência de maior liberdade no movimento do fluxo de capitais externos. As políticas públicas devem ser modernizadas, atuando em novas bases tanto no fomento como na regulação.

Buscou-se amparar estas conclusões através de uma bibliografia internacional ampla, privilegiando textos publicados nos anos 90. O uso extenso de citações foi feito para dar, na definição de Keynes, mais “peso ao argumento” (“the weight of argument”), ao mesmo tempo em que se buscou seguir o padrão dos textos internacionais e de normas de direito autoral. Optou-se por traduzir para o português as citações em francês, inglês e espanhol, mantendo-se sempre grifos, itálicos e aspas em conformidade com o texto original, ponto também válido para as citações de textos em português. Por outro lado, termos financeiros em língua estrangeira (especialmente em inglês) foram, em geral, mantidos na língua original quando não havia uma tradução já consagrada, de modo a facilitar a identificação dos mesmos com a forma em que aparecem na bibliografia especializada nacional e estrangeira.

No sentido de tornar a leitura mais agradável foram incluídos alguns expedientes raros em teses em economia, como quadros e o resumo lateral, mas que são relativamente mais utilizados em publicações internacionais e mesmo teses em outras áreas. Evitou-se, assim, o recurso a extensas e cansativas notas de rodapé, bem como de áridos anexos.

Esta tese só existe em função do apoio institucional que tive do Instituto de Economia do Setor Público da Fundação do Desenvolvimento Administrativo. Uma série de pessoas também dela participaram direta e indiretamente, contribuindo para seus méritos, mas não para seus defeitos.

Três agradecimentos especiais devem ser feitos.

Monica Baer, minha orientadora, ultrapassou todas as minhas (já elevadas) expectativas em termos de dedicação, profissionalismo e rigor analítico, além de uma grande dose de paciência na leitura das versões preliminares, discutidas exaustivamente. Graças a ela, um enfadonho relatório informativo transformou-se em algo mais coerente e mais próximo de uma tese.

Júlio Sérgio Gomes de Almeida marcou a minha formação na área financeira de forma tripla. Como consultor do IESP/FUNDAP, viabilizou o surgimento da Área Financeira e iniciou seus integrantes nos domínios do sistema bancário e da intermediação financeiro. Como professor, influenciou a minha visão teórica de modo profundo em meu doutoramento, especialmente em função da leitura do *Tratado da Moeda* de Keynes e de seu apego (totalmente justificado) à visão de Minsky. Por fim, propiciou-me minha única experiência na área bancária, em que pude tomar contato com o “lado real” do “lado monetário”. Por tudo isso e pela amizade, este agradecimento vai muito além deste simples parágrafo.

Maria Cristina Penido de Freitas foi a amiga e interlocutora constante no IESP/FUNDAP, mesmo quando o destino fez com que redigíssemos nossas teses em dois continentes diferentes e trocássemos idéias através de extensas cartas. Com ela aprendi muito quanto ao rigor necessário à atividade de pesquisa, quanto à necessidade de atentar para cada detalhe. Sem a sua parceria, não teria chegado a uma compreensão adequada das transformações financeiras internacionais, sua especialidade.

Em especial, a pesquisa *O formato institucional do sistema financeiro: um estudo comparado*, foi um passo marcante em minha experiência profissional como pesquisador, pelo desafio de explorar um território desconhecido com recursos limitados. Neste projeto, além de Maria Cristina, foi fundamental a presença sempre competente do amigo Gilson Schwartz. Este trabalho está entre as coisas que mais me gratificaram profissionalmente, inclusive pela repercussão que teve, a despeito de nunca ter sido publicado.

No IESP/FUNDAP, devo mencionar a rica convivência que tive junto a meus companheiros da Área Financeira: Patrícia Melleti, Maria Luiza Levi, Rubens Rogério Sawaya e Josué Alfredo Pellegrini. Foi imprescindível, ainda, a "trinca" do Banco Central, Luiz Afonso Simoens da Silva, Eduardo de Freitas Teixeira e Carlos Augusto Dias de Carvalho. Devo aos três tudo o que sei sobre política monetária, embora não tenha conseguido aprender tudo o que eles sabem a respeito.

Os meus agradecimentos também vão para a "velha guarda" do IESP: Mário Roque Bonini, Tomás Bruginski de Paula, Luiz Carlos Cintra, José Geraldo Portugal Jr., Luiz Fernando Novais, Fernando Ortega, Waldemir Luiz de Quadros, Luiz Augusto Biazzi, João Carlos Araújo dos Santos, Eduardo Guardia e Reinaldo Passaneze Filho. Da nova geração, registro o convívio estimulante com Carlos Eduardo de Carvalho e Marcos Antonio Macedo Cintra.

Registro, ainda, agradecimentos aos meus alunos da PUC, que ao longo dos últimos oito anos me permitiram discutir e refletir sobre muitas idéias presentes nesta tese.

No Banespa, tive a sorte de desfrutar do convívio, apoio e amizade de Marcos Francisco de Almeida, Júlio Colombí Neto, Sérgio Kozilo Sakae, Jair Martinelli, João Antonio de Oliveira (Padre), Nelson Chínço Cuniyoshi (Xixo), Luiz Vendramini de Figueiredo, Carlos Alberto do Nascimento, Nelson Antonio Susini, Júlio Buschel e Washington Luis Fernandes Pereira.

Na fase final desta tese, Octávio de Barros forneceu-me gentilmente seu banco de dados na área internacional, além de resgatar o meu gosto pela atividade profissional. Cíntia Costa Neves Guimarães forneceu-me material bibliográfico valioso sobre os organismos internacionais na área de infra-estrutura.

Três pessoas foram fundamentais para que o trabalho chegasse a este formato. Cristina Fino foi responsável pelo projeto gráfico e editoração, de modo criativo, inteligente e dedicado. Otacília Rodrigues de Freitas fez a revisão ortográfica e de estilo, suavizando o texto e livrando-o dos vícios do economista. Antonio Sérgio Alberto formatou, sempre com rapidez e eficiência, as tabelas e diagramas. Aos três cabem os elogios daqueles que porventura considerarem esta tese uma leitura agradável.

1 A institucionalidade monetária e financeira e o financiamento do investimento

A necessidade de recuperar fluxos de recursos para o apoio financeiro a projetos de investimento de larga escala e longa maturação, tanto para ampliação de capacidade do setor industrial, como para recuperação do segmento de infra-estrutura, parece ser o tipo de tema sobre o qual recairia pouca controvérsia. Entre economistas, o papel preponderante do investimento na determinação do emprego e renda não é disputado há mais de 50 anos. No Brasil, a estagnação do nível de inversões da indústria e a forte deterioração dos serviços públicos de infra-estrutura básica são evidentes e mesmo visíveis para a população em geral. Há, no entanto, muitas tentativas isoladas de abordar o tema, e o quadro resultante tende a ser fragmentado e incoerente.

Adotar um referencial teórico é uma forma de ordenar o tratamento de um conjunto amplo de questões. Permite estabelecer prioridades e determinar uma seqüência para a exposição. Nesta tese, a escolha deste referencial acarretará, contudo, uma grande dose de arbitrariedade. Não será feita uma análise exaustiva da contribuição dos autores e escolas envolvidos. De forma pragmática, pretende-se incorporar visões analíticas que se prestem a uma integração coerente com o mundo real, principalmente considerando-se os *aspectos históricos e institucionais*. Embora esta seja uma tarefa que se julgue importante, vale reconhecer as dificuldades para cumpri-la:

Teorias das finanças não-neoclássicas fornecem abordagens alternativas que divergem fundamentalmente da teoria do mercado de capitais neoclássica. Pesquisas fora do "mainstream" também incluem uma vasta quantidade de estudos históricos e institucionais explicando a "raison d'être" de instituições e regulamentação. Infelizmente, estas linhas de pesquisa são raramente fundidas: as teorias não têm um modelo interpretativo dos sistemas financeiros do mundo real (p.ex., diferenças institucionais são comumente associadas a condições comportamentais) e os estudos institucionais tendem a abstrair um arcabouço analítico sólido e geral. (Terzi, 1989:4)

Moeda e crédito: uma abordagem pós-keynesiana

O ponto de partida é a tentativa de abordar teoricamente a evolução do sis-

tema financeiro, a partir da contribuição de Keynes e autores pós-keynesianos. Estas formulações reconhecem o predomínio do contexto histórico e institucional, que afeta a validade das proposições teóricas. Não há, como defende Chick, porque seguir a tese de que "... de acordo com uma (agora já bem antiquada) noção da física, a teoria 'a-institucional' tende a ser valorada como 'científica', enquanto uma abordagem 'institucional' é vista como anti-científica" (Chick, 1988:1).

Pós-keynesianos consideram explicitamente o contexto histórico e institucional...

Ao se optar por uma visão keynesiana, escolhe-se claramente privilegiar o financiamento do gasto produtivo: "Dentro do arcabouço da visão keynesiana, o principal objetivo de política é colocar a estrutura financeira em lugar onde possa conduzir de forma satisfatória o desenvolvimento do capital. Este é o critério pelo qual todas as proposições devem ser julgadas" (Minsky, 1992:34). A força do pensamento de Keynes está em integrar a moeda e finanças na determinação das variáveis econômicas. O comportamento e estrutura dos mercados financeiros/monetários e de produto/trabalho são integrantes da trajetória econômica (Minsky, 1993a:3,9). Em contraposição a uma tentativa de representar o sistema econômico a partir da "feira de aldeia", Keynes trabalhava com um paradigma de Wall Street. Deixou de lado a "economia de pequenos comerciantes independentes, habitantes do mundo neoclássico" (Carvalho, F.J.C., 1992:166) para tratar de um mundo já sofisticado financeiramente, especialmente no eixo anglo-saxão, base institucional de suas formulações teóricas...

...e o papel do financiamento na formação de capital...

A recuperação do pensamento de Keynes feita pelos economistas pós-keynesianos dá destaque ao papel da não-neutralidade da moeda e de sua influência sobre o setor real. Ao mesmo tempo, insere a moeda e o mundo das finanças nos processos econômicos concretos, dando atenção especial aos aspectos institucionais e historicamente específicos.

...rejeitando a neutralidade da moeda

As grandes alterações vividas pela economia mundial tornaram o marco institucional de hoje muito diverso daquele vivido por Keynes, particularmente a partir do final dos anos 60. Para os propósitos desta tese, torna-se necessário, analisar suas recomendações quanto a políticas de crédito domésticas frente aos desenvolvimentos financeiros recentes, tarefa que será feita a partir dos conceitos keynesianos de circulação industrial e circulação financeira, ao lado da distinção entre "finance" e "funding".

Necessário incorporar as mudanças institucionais recentes no plano teórico

As restrições histórico-institucionais à formulação de teorias gerais...tornam-se muito mais contundentes em períodos de mutação sistêmica, como o que o capitalismo hoje atravessa...A predominância de mercados financeiros internacionalizados com capacidade de emitir moedas privadas, a perda da hegemonia do sistema bancário e financeiro, a inexistência de uma estrutura temporal diferenciada segundo a natureza dos

ativos e a flutuação cambial comandada pelo mercado de divisas privado dissolvem as pré-condições histórico-institucionais presentes na teoria monetária keynesiana... (Miranda, 1992:356, 359)

OS ESTÁGIOS DE DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO

Os seis estágios de V.Chick...

Uma tentativa bem-sucedida e consistente de analisar as mudanças institucionais no desenvolvimento dos sistemas financeiros desenvolvidos e articulá-las com as categorias de análise de Keynes foi feita por Chick (1986,1988), levando à definição de seis estágios de evolução do sistema bancário:

A teoria da poupança e investimento e da taxa de juros não pode – ou melhor, não deveria – ser independente do estado de desenvolvimento das instituições financeiras... o comportamento dos bancos evoluiu para uma fase suficientemente diversa do estágio ao qual pertenceu a teoria de Keynes, requerendo alterações na teoria do investimento, poupança e juros dele recebida. (Chick, 1986:112)

...têm como base o modelo institucional inglês

A autora adverte, por coerência, que sua tentativa tem por base o modelo institucional inglês. As mudanças de estágio envolvem uma questão de julgamento quanto a características relevantes, já que o sistema bancário evolui continuamente.

No estágio 1 não há o dinheiro bancário...

Estágio 1 - a característica principal era o grande número de bancos relativamente pequenos, isolados geograficamente. Recebiam depósitos e emprestavam os recursos captados, mas o redepósito dos recursos cedidos via crédito não era significativo, uma vez que o dinheiro bancário não se estabelecera na sua função de executar as transações.

...elevando o risco de emprestar...

Os empréstimos eram de pequena importância (pelo risco de iliquidez dos bancos) e o controle da taxa de juros pelo Banco da Inglaterra tinha como função principal garantir o valor externo da libra, cabendo aos bancos o monitoramento por si próprios de sua condição de liquidez.

...com a poupança corrente financiando o investimento

Para Chick, este sistema funcionava basicamente como um depositário de poupanças. Seriam estas que gerariam as reservas necessárias para a concessão dos empréstimos. Ou seja, seria válida a primazia da poupança no financiamento do investimento, valendo a seguinte seqüência causal (Chick, 1986:113):

Δ depósitos \Rightarrow Δ reservas \Rightarrow Δ empréstimos

A criação do dinheiro bancário no estágio 2...

Estágio 2 - há uma mudança fundamental a partir do momento em que o dinheiro bancário passa a ser aceito de forma mais ampla. O sistema bancário é mais concentrado, e os recursos emprestados pelos bancos a eles voltam

sob a forma de depósitos, aceitos como meios de pagamento. Criam-se as câmaras de compensação entre bancos e os depósitos utilizados como meio de transação passam a compor as reservas disponíveis dos bancos.

Porque os depósitos são agora meios de pagamento, representam toda a renda, tanto destinada ao consumo como à poupança. Torna-se apropriado dizer que o investimento precede a poupança, uma vez que os empréstimos bancários, baseados tanto nos fluxos de consumo, como nos de poupança conjuntamente depositados, têm um papel significativo no financiamento do investimento. (Chick, 1986:114)

A passagem para o estágio 2 traz importantes mudanças para a teoria do investimento. O investimento não tem mais seu financiamento limitado pela poupança prévia. Ao contrário, quando o investimento é feito, a poupança surge em contrapartida, na forma dos depósitos bancários resultantes do recebimento da renda (salários e lucros) do setor de bens de investimento. Tais depósitos permanecerão capturados pelo sistema bancário, quer se destinem à poupança, ao consumo ou à compra de títulos de longo prazo ("securities"). Os poupadores, assim, não determinam o *montante* dos depósitos bancários. Esta conclusão não é alterada nos demais estágios.

...torna o investimento independente da poupança corrente...

Reduz-se o risco de iliquidez dos bancos se comparado ao estágio 1, podendo as operações ativas atingir múltiplos do volume de reservas em caixa, entrando em vigência a teoria do multiplicador bancário. Empréstimos criam depósitos, embora os bancos ainda tenham um papel passivo quanto ao ritmo de sua captação. O influxo de reservas continua a depender da preferência do público por encaixes em papel moeda frente a depósitos e do ingresso de capitais externos, mas é crescente o papel das operações de mercado aberto.

...pois vale o multiplicador bancário

$\Delta \text{reservas} \Rightarrow \Delta \text{empréstimos} \Rightarrow \Delta \text{depósitos}$

Estágio 3 - desenvolve-se o *mercado interbancário*, com os bancos trocando entre si reservas para nivelar seus coeficientes de liquidez fixados legalmente ou em bases convencionais. Este estágio teria sido alcançado relativamente mais cedo no caso do Reino Unido, enquanto nos EUA o mercado de "federal funds" desenvolveu-se somente após a Segunda Guerra Mundial. Até então, a correção da distribuição de reservas entre bancos ficava a cargo do Federal Reserve.

O interbancário no estágio 3...

A passagem aos estágios 2 e 3 conferiu ao sistema bancário grande elasticidade na concessão de crédito e leva já no século XIX a crises bancárias no Reino Unido. O controle monetário vai crescentemente estar atento à expansão do crédito doméstico, e o Banco da Inglaterra adota a postura de deixar

...ênfatisa o controle do crédito na política monetária

os bancos com posições em títulos do Tesouro não-financiadas. Isto exigia que as instituições recorressem ao banco central para obter as reservas necessárias a taxas punitivas, penalizando-os no caso de se excederem nos empréstimos. As operações de mercado aberto passam a monitorar os juros e o volume de reservas bancárias. Mais tarde, neste estágio, controles diretos de crédito também são introduzidos (Chick, 1988: 8,9).

Novo papel para a taxa de juros...

É importante considerar o duplo papel conferido à taxa de juros a partir de então. Ela ainda continuará a ter o papel de controlar os influxos e aflusos de capitais, mas também terá a função de monitorar a expansão do crédito doméstico. As crises bancárias vão mostrar o papel contraditório destas duas funções, uma vez que, ao se alcançar os estágios 2 ou 3, torna-se imprescindível a assunção pelo banco central do status de prestador de última instância.

... novos instrumentos de política monetária...

No caso dos EUA, as crises bancárias do século XIX conduzem à criação do Federal Reserve System. Mas o controle monetário adota práticas diversas das vigentes no Reino Unido. Além do desenvolvimento tardio do mercado interbancário, o principal instrumento de controle era o racionamento quantitativo de reservas (leia-se, limitações ao uso do redesconto) e não o uso de taxas punitivas. E há a imposição de reservas compulsórias, diferenciadas por classe de bancos, sistema adequado à diversidade e especificidade geográfica dos bancos norte-americanos (Chick, 1988:10).

...e mudanças na posição de liquidez das empresas

Nos estágios 2 e 3 inicia-se o que Hicks denominou de "overdraft economy", em contraposição à "autoeconomy" vigente no estágio 1 (Chick, 1988:8). Para este autor, as empresas pertencem ao "autosector" quando mantêm reservas líquidas para atender a gastos inesperados. Alternativamente, estão em "overdraft" quando sua situação de liquidez depende do recurso ao crédito bancário (Hicks, 1974:cap.1).

No estágio 4, o prestador de última instância...

Estágio 4 - estabelece-se plenamente a função de prestador de última instância por parte do banco central (este estágio pode ter sido alcançado conjuntamente com o estágio 3). Os bancos passam a ter grande segurança de emprestarem acima do volume corrente de reservas, desde que a taxa do redesconto não seja punitiva e as taxas de juros sejam estáveis.

...faz com que os bancos fiquem restritos apenas por condições de rentabilidade

Há uma mudança na percepção dos bancos quanto ao volume de reservas. As necessidades de "cash" não estão mais governadas pelos desejos do público ou por oscilações sazonais. São resultantes de políticas creditícias sancionadas pelo banco central, que permitem que os índices de liquidez dos bancos declinem continuamente. Ao induzir os bancos a manterem volumes reduzidos de reservas líquidas, não há como o banco central negar as reser-

vas quando requeridas (no caso inglês, o banco central era referido como emprestador de primeira instância). Mas isto não significa uma oferta de crédito que responde automaticamente, pois a oferta depende dos bancos estarem dispostos a atender às demandas a uma taxa de juros que é determinada exogenamente pelo banco central, ao fixar o custo das reservas. A restrição de liquidez é substituída pela restrição da rentabilidade, comparando-se o custo adicional de obter reservas à receita marginal de emprestar (Chick, 1986:115-6).

$$\Delta \text{ empréstimos demandados} = \Delta \text{ empréstimos concedidos} \Leftrightarrow \\ \Delta \text{ depósitos} \Leftrightarrow \Delta \text{ reservas}$$

Estágio 5 - os bancos passam a competir por depósitos, inclusive com outras instituições financeiras, manejando as suas taxas passivas ("liability management") e buscando alternativas de empréstimo agressivamente. Isto torna os bancos menos dependentes do racionamento de reservas imposto pelo banco central, e do lado ativo há um crescimento da inelasticidade da demanda de crédito à taxa de juros.

Maior autonomia na emissão dos passivos bancários no estágio 5...

O controle monetário desloca-se por sua vez do monitoramento da liquidez para a tentativa de afetar as condições de rentabilidade dos bancos, por meio da imposição de depósitos compulsórios sobre depósitos remunerados, o que pode ter efeitos perversos se os bancos adotam uma política agressiva de empréstimos para cobrir prejuízos. Uma vez reduzido o poder de controlar o crédito por meio da liquidez, as autoridades monetárias passam a atentar para o monitoramento das condições de solvência e capitalização dos bancos. A seqüência causal válida passa a ser:

...e menor efetividade do controle da liquidez

$$\Delta \text{ oferta de empréstimos} = \Delta \text{ empréstimos concedidos} \Leftrightarrow \\ \Delta \text{ depósitos} \Leftrightarrow \Delta \text{ reservas}$$

Estágio 6 - os bancos voltam a deter ativos negociáveis, de forma a se defenderem do risco de descasamento temporal entre ativos e passivos, correspondendo ao processo de securitização. Os ativos bancários passam a ser cotados a taxas de mercado, e variações nas taxas de juros afetam o preço dos ativos e a rentabilidade dos bancos. Há também a proliferação de operações não-contabilizadas no balanço ("off-the-balance-sheet"), de forma a que os bancos possam contornar requisitos de capitalização impostos pelas autoridades de regulação (Chick, 1988:6,7).

Maior flexibilidade também atinge o ativo no estágio 6

A passagem do sistema financeiro para os estágios 5 e 6 traz mudanças importantes. Com a política de administração de passivos e o grau aumentado de liquidez dos ativos, os bancos tornam-se menos dependentes do

Liquidez dos ativos...

fornecimento de reservas centrais. Não se segue, contudo, um maior comprometimento dos bancos com o crédito empresarial ou financiamento do investimento, na medida em que é importante, neste estágio, o surgimento de ativos remunerados líquidos, que passam a ser alternativa de investimento para bancos e empresas.

...garantida pelos 'market makers'...

Ativos financeiros remunerados podem se tornar substitutos (ainda que não perfeitos) da moeda na medida em que haja "market makers" (compradores residuais) que assegurem sua conversão em liquidez a custos e prazos reduzidos. "Agentes privados podem criar moeda se contarem com o apoio institucional de um 'market maker' perfeito, ou quase moedas. Há, assim, um componente endógeno na criação de moeda em uma economia moderna..." (Carvalho, F.C., 1992:184). Mas, adverte o autor, esta endogenia é limitada, havendo a necessidade da retaguarda da autoridade monetária. Afinal, a lógica de criação de moedas ou quase-moedas pelos "market makers" também é privada.

...problematiza o financiamento do investimento

Isto se liga à possibilidade de atuação dos bancos em outras atividades, em função de critérios de lucratividade, como a especulação com ativos, e no papel crescente que terão no financiamento e intermediação das dívidas públicas. "...se de um lado as mudanças no comportamento bancário descritas acima não alteraram, e sim intensificaram, a posição subordinada da poupança, o gasto autônomo que domina a poupança pode envolver menos investimento que outrora" (Chick, 1986:124).

MOEDA BANCÁRIA, CIRCULAÇÃO FINANCEIRA E CIRCULAÇÃO INDUSTRIAL

O financiamento do investimento em Keynes...

A evolução do sistema financeiro, a partir do estágio 2, ocorre em direção a uma maior autonomia de sua base de captação e maior liquidez da estrutura de ativos e passivos. Mas não há *a priori* uma ligação direta entre os estágios descritos e um formato ideal para o financiamento do investimento, uma das preocupações centrais de Keynes. Ele era conhecedor das limitações e armadilhas trazidas pelo surgimento do crédito bancário e pelo dinamismo dos mercados de títulos representativos da riqueza (mercados secundários) e de que forma poderiam desestabilizar a formação de capital.

...está referido a uma institucionalidade específica...

Uma breve recuperação da visão de Keynes sobre o papel dos bancos, o dinheiro bancário e o processo de financiamento de curto e longo prazos, permite apreender a dimensão mais profunda de sua contribuição. Mas principalmente revelará sua institucionalidade específica, de modo que se possa identificar a validade atual de suas proposições de políticas.

A formulação mais aprofundada de Keynes com relação à moeda e ao crédito está no Tratado da Moeda, publicado em 1930. Nesta obra, o autor ainda estava preso a conceitos que mais tarde abandonaria – como a taxa natural de juros – e adotava uma definição particular de renda, em que os fluxos de investimento e poupança podiam divergir. Mas já havia feito uma ruptura fundamental, ao considerar que a moeda era forma de retenção de riqueza, alternativa a outras formas de acumulação.

*...e parte da moeda
como alternativa de
posse da riqueza*

Com isto, a teoria quantitativa, que relacionava fluxos de renda com estoques de moeda, é substituída por uma teoria de escolha de ativos relacionando estoque de moeda com estoques de outras formas de riqueza (inclusive ativos de capital real, isto é, bens de investimento). (Carvalho, F.J.C., 1992:168)

Já de início o autor busca tratar da natureza do dinheiro bancário, quando destaca o papel dos bancos na criação monetária, por intermédio do crédito. O ponto crucial para tanto é a circulação das reservas entre os bancos. Por meio da *criação ativa* de depósitos, os bancos creditariam a conta de clientes, concedendo-lhes crédito, com redução do seu grau de liquidez (perda de reservas) quando o valor do depósito fosse sacado. Mas o grau de sofisticação do sistema bancário já permitia confiar que os recursos seriam recapturados por outros bancos, aumentando a *criação passiva* de depósitos, na medida em que os clientes recebessem recursos resultantes de suas transações.

*A circulação de reservas
entre bancos...*

Segue-se que a taxa a qual o banco pode, com segurança, criar depósitos ativamente ao emprestar ou investir tem que estar em uma relação apropriada com a taxa a qual ele os cria passivamente contra o recebimento de recursos líquidos por parte de seus depositantes. Porque estes elevam as reservas bancárias mesmo se apenas parte destes recursos é retida pelo banco em última instância, enquanto aqueles diminuem as reservas mesmo que apenas parte deles seja paga a clientes de outros bancos... (Keynes, 1971a:21-22)

Dois pontos importantes emergem: em um sistema de crédito com reservas fracionárias, e no qual os depósitos funcionem como meios de pagamento, vale a máxima de que *empréstimos criam depósitos*. Mas a existência de reservas parciais também é um fator de elevação de risco para os bancos, que devem monitorar continuamente sua posição de liquidez. Em contrapartida, um sistema deste tipo tem grande elasticidade na oferta de crédito:

*...eleva a elasticidade do
crédito...*

Se supomos um sistema bancário fechado, sem relações com o mundo exterior, em um país em que todos os pagamentos são feitos em cheque e não há retenção de papel-moeda, e se assumirmos que os bancos não julgam necessário em tais circunstâncias deter reservas em papel-moeda ... é evidente que não há limite para a quantidade de dinheiro bancário que os

bancos podem seguramente criar, desde que ajam conjuntamente. (Keynes, 1971a:23)

...e a instabilidade do sistema

Mas um sistema deste tipo seria "inerentemente instável". Na medida em que os bancos reagissem conjuntamente na mesma direção, movimentos "para frente e para trás não encontrariam nenhuma resistência e seriam capazes de estabelecer um movimento violento do sistema como um todo" (Keynes, 1971a:23).

A política monetária é uma exigência...

As necessidades correntes exigem que as empresas, bancos e indivíduos retenham papel-moeda, subtraindo reservas livres do sistema bancário e conferindo-lhe um potencial menos instável. Com a generalização do dinheiro bancário, contudo, a partir do desenvolvimento do sistema de compensação, esta retenção tornou-se insuficiente para impedir a expansão excessiva do crédito, ou mesmo evitar crises de liquidez. Keynes chamou atenção então para a necessidade do controle institucional sobre a capacidade de multiplicação (e de desmultiplicação) do crédito pelos bancos.

... de sistemas monetários sem lastro

A decisão privada de concessão de crédito tem de ser sancionada pelo Estado. O banco central, única instituição que pode legalmente criar reservas bancárias, tem o papel de garantidor do sistema de pagamentos e de emprestador de última instância.. "A contribuição de Keynes foi, assim, a de mostrar que os sistemas monetários não têm âncora natural..." (Almeida e Belluzzo, 1990:64). Há apenas a ação institucional da autoridade monetária, por meio do monitoramento do preço e da quantidade das reservas bancárias.

Motivos para a demanda de moeda

O passo seguinte foi a investigação dos motivos pelos quais as empresas e indivíduos reteriam moeda bancária, em oposição à retenção de "cash", mais típica no caso da moeda-mercadoria (ouro e prata). A demanda por ativos financeiros líquidos estaria ligada em primeiro lugar às necessidades de transação, no caso dos depósitos de renda (famílias) e depósitos de negócios "A" (empresas). Mas também haveria retenção de depósitos para especulação com estoques e mesmo ativos de capital (depósitos de negócios "B"), bem como para a aquisição de ativos financeiros (depósitos de poupança).

Circulação financeira e industrial...

Este é o fundamento da ruptura de Keynes com o quantitativismo. O volume de liquidez flutua por mudanças na esfera produtiva, a circulação industrial. Mas também há determinantes autônomos ditados pelo mundo das finanças, a circulação financeira. Nesta, os "bulls" (altistas, cuja expectativa é de elevação dos preços dos títulos patrimoniais ou do mercado monetário) confrontam-se com os "bears" (baixistas, que acreditam na queda dos preços dos títulos). "Na primeira [circulação industrial], preserva-se o espaço

da moeda como meio de troca, girando produtos e serviços. Na segunda [circulação financeira], porém, a moeda gira ativos.” (Carvalho, 1992:169)

A liquidez disponível não flutua somente em termos totais. A circulação industrial pode subtrair recursos da circulação financeira e vice-versa. É aceitável confrontar o volume de depósitos monetários de renda e negócios “A” com o total da renda nominal, obtendo-se a velocidade de transação dos depósitos à vista. “Mas a relação entre o total dos rendimentos anuais dos fatores e o estoque médio de moeda detido por todos os motivos é um conceito híbrido e desprovido de qualquer significado particular.” (Keynes, 1971a:20)

...e a ruptura com o quantitativismo

A circulação financeira tem como base a disponibilidade de depósitos de poupança detidos pelos especuladores, que podem ser adicionalmente avançados pelo crédito bancário. Os depósitos de poupança são retidos pelos especuladores baixistas e seu valor agregado representa o total da posição “bear”. Já os altistas, além de empregar recursos próprios, tomam empréstimos para financiar a compra de ativos. Cabe apontar que Keynes não associava a circulação financeira a algo inerentemente nocivo, já que ela cumpre o papel de aprofundar a liquidez nos mercados secundários. Este lado positivo depende, contudo, de um estado de expectativas em que haja diversidade de opiniões¹.

Lado positivo da circulação financeira...

Um movimento altista dos preços dos títulos, com crescimento dos depósitos de poupança, indica que há diversidade de opiniões, pois os altistas estão sendo financiados na compra de ativos dos baixistas. Tal estado de opinião, representando o crescimento do financiamento especulativo, contudo, pode não ser facilmente controlável pela autoridade monetária, a exemplo do verificado nos EUA nos anos de 1928 e 1929. A velocidade de circulação dos depósitos de poupança pode tornar-se extremamente alta, fazendo com que as empresas e famílias inclusive desviem recursos alocados na circulação industrial para a circulação financeira. “Se todos...são altistas, no sentido de preferir títulos a preços crescentes à alternativa de elevar seus depósitos de poupança, não há limite para a elevação do preço dos títulos e nenhum obstáculo efetivo surge a partir da escassez de dinheiro” (Keynes, 1971a: 229).

...é comprometido quando predomina movimento altista ou baixista..

A preocupação particular de Keynes era quanto aos impactos negativos da circulação financeira sobre a atividade econômica. O nível de investimento seria afetado duplamente pela atuação dos bancos. Estes, ao influírem no volume e dinâmica da circulação financeira, interfeririam nas avaliações de

A dupla influência dos bancos nas decisões de investimento...

1. No capítulo 3, será abordado como o papel das instituições financeiras “fazedoras de mercado” (“market-makers”) é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais.

rentabilidade associadas ao investimento produtivo². Neste caso, a variável central é o espectro das taxas de juros, comparado aos preços dos ativos. Mas os bancos também controlam o montante de crédito ou “finance”, pelo lado da quantidade concedida aos investidores produtivos, de modo independente do nível da taxa de juros.

O relaxamento ou contração do crédito pelo sistema bancário não opera, contudo, meramente através de mudanças na taxa cobrada dos tomadores; funciona também por meio de uma mudança na abundância de crédito...Há...um sistema habitual de racionamento na atitude dos bancos com relação aos seus clientes. (Keynes, 1971a:327-8)

...e a teoria do racionamento de crédito.

O racionamento de recursos também seria uma prática dos “underwriters”, que desincentivariam a colocação de novos títulos em situações em que o preço destes fosse cadente, tentando desta forma impedir desvalorizações adicionais nos preços no mercado secundário. Esta idéia foi incorporada no debate do “mainstream”, por meio da teoria neokeynesiana do racionamento de crédito (ver Quadro 1.1).

A continuidade do investimento em capital fixo e do crescimento da renda e emprego estaria, desse modo, na mão dos bancos:

Assim, o primeiro elo na seqüência causal é o comportamento do sistema bancário, o segundo é o custo do investimento (no que se refere ao poder de compra da moeda), e o valor do investimento (quanto ao nível de preços do produto no agregado), o terceiro é a emergência de lucros e perdas, e o quarto é a taxa de remuneração oferecida pelos empresários aos fatores de produção. Variando o preço e a quantidade do crédito bancário, o sistema bancário governa o valor do investimento... (Keynes, 1971a:164)

O papel da política fiscal...

Em tais circunstâncias, a ação adequada da autoridade monetária que buscase apoiar o investimento produtivo seria aquela que pudesse neutralizar o predomínio de posições altistas ou baixistas. No entanto, Keynes já manifestava, em *O Tratado da Moeda*, um certo ceticismo quanto ao poder da política monetária em reverter uma situação de predomínio da posição “baixista”, garantindo a recuperação do nível de atividade e do investimento (ver Quadro 1.2). “Em tais casos não é suficiente para a autoridade central se dispor a emprestar – porque o dinheiro pode cair em mãos erradas – ela também deve estar pronta a tomar emprestado. Em outras palavras, o governo deve promover por si próprio um programa de investimento doméstico” (Keynes, 1971a:337).

2. Este ponto foi melhor abordado na *Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda*, quando Keynes introduz a polarização entre a riqueza velha e a riqueza nova, particularmente com o desenvolvimento dos mercados secundários (Keynes, 1951:cap.12).

QUADRO 1.1

A TEORIA DO RACIONAMENTO DE CRÉDITO

A teoria do racionamento de crédito é associada a Stiglitz e Weiss (1981)³. Ela insere-se no contexto da teoria do desequilíbrio, onde em função da existência de informações imperfeitas, o ajuste do mercado é feito pela quantidade, dadas rigidezes de preços (Levratto, 1992:342).

O conceito de racionamento de crédito é formulado em analogia à definição do desemprego involuntário de Keynes. Ocorre quando há uma parcela de agentes não atendidos em suas demandas de crédito à taxa de juros vigente. "O resultado usual da teorização econômica de que os preços equilibram os mercados é uma especificidade do modelo – o desemprego e o racionamento de crédito não são fantasmas" (Stiglitz e Weiss, 1981:409).

Isso ocorreria na medida em que os bancos não teriam informações perfeitas sobre os riscos de suas operações de crédito. Taxas de juros excessivamente elevadas implicariam aumentar o risco de crédito do banco, afetando o retorno de suas operações, o princípio da seleção adversa. E levariam os tomadores a buscarem projetos de maior taxa de retorno, mas igualmente de maior risco, o princípio do incentivo. Neste sentido, a prática bancária prudente seria adotar uma "taxa de banco ótima", maximizando o retorno e minimizando o risco. E a esta taxa poderia haver racionamento de crédito.

É importante analisar a questão do racionamento de crédito no contexto atual. No estágio 5 do sistema bancário, como foi visto, os bancos têm grande elasticidade em captar recursos de modo independente das fases do ciclo. Passam inclusive a alargar sua base de atuação, fornecendo novos produtos e práticas financeiras, especialmente com a disseminação do banco múltiplo ou universal. Isto acentua o caráter especulativo do crédito, ou a circulação financeira.

Em um contexto de liberalização financeira, o racionamento de crédito tende a não ocorrer e os efeitos podem ser perversos. Também é importante considerar a hipótese de que bancos que estejam em uma situação já deteriorada perdem a aversão ao risco, tendendo a práticas financeiras agressivas para recuperar rentabilidade (Stiglitz e Greenwald, 1992:18).

No outro extremo, o racionamento pode ocorrer em períodos recessivos, em que mesmo uma política de liquidez folgada não induz os bancos a emprestarem, uma vez que passam a usar o excesso de reservas para recomposição de suas posições de liquidez (Stiglitz e Greenwald, 1992:35-6). Estes são problemas que chamam atenção para a necessidade de uma política creditícia que impeça o crescimento do crédito especulativo e proteja setores priorizados de oscilações da liquidez resultantes de uma ruptura das condições de financiamento.

3. Para uma recuperação das origens do conceito de racionamento de crédito, ver Levratto (1992).

...e a visão restrita do 'mainstream'.

A importância relativa das políticas fiscal e monetária é um ponto posteriormente incorporado ao debate teórico do "mainstream", dividindo monetaristas e keynesianos sobre formatos e inclinações das curvas IS e LM. Mas pouco se avançou em termos de procurar avaliar as formulações de Keynes, frente às alterações institucionais dos sistemas monetário-financeiros após os anos 30.

"FINANCE" E "FUNDING"

A demanda de moeda...

A formulação de Keynes quanto à natureza do dinheiro bancário e à gestão monetária e cambial não teve avanços adicionais na *Teoria Geral dos Juros, Emprego e Moeda*. Nesta obra, o autor procurou formalizar as causas da retenção de moeda pelos agentes econômicos, destacando os motivos transação, precaução e especulação, intimamente relacionados às características dos depósitos de negócios, renda e poupança definidos no *Tratado da Moeda*.

...e o motivo 'finance'...

Em artigo posterior à publicação da Teoria Geral, Keynes tratou de uma questão adicional. Preocupou-se com a possibilidade de que projetos de investimento produtivo poderiam ser inviabilizados pelo desejo dos bancos, ou agentes em geral, em manterem-se líquidos e não cubrirem as necessidades de "finance" (demanda por liquidez) dos investidores.

Se não houver uma mudança na posição de liquidez, o público pode poupar ex-ante e ex-post ou ex qualquer outra coisa até ficar com os rostos azuis, sem aliviar o problema...Isto significa que em geral os bancos detêm a posição chave na transição de um nível de atividade menor para um maior...O mercado de investimento poderá ficar congestionado por uma escassez de dinheiro. Nunca poderá ficar congestionado por uma escassez de poupança. (Keynes, 1971b:222)

...como um fundo rotativo

O investimento, ao ter garantido o financiamento bancário adequado, concretiza-se e automaticamente gera os recursos necessários à amortização das dívidas contraídas. "Retorno ao ponto de que o 'finance' é um fundo rotativo. A maior parte do fluxo de "finance" requerido pelo investimento *ex-ante* corrente provém do "finance" liberado pelo investimento *ex-post* corrente" (Keynes, 1971b:220).

A gestão da liquidez dos ativos bancários...

Embora a formulação do conceito de "finance" represente um aprimoramento da teoria monetária de Keynes, pouco acrescenta frente ao contexto teórico delimitado no *Tratado da Moeda*, no qual os bancos foram colocados no topo do nexos causal frente às variações da renda. Keynes, no entanto, ainda discute algumas questões sobre a gestão creditícia dos bancos:

QUADRO 1.2

KEYNES E OS LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA NA DEPRESSÃO DOS ANOS 30

Face à depressão econômica mundial que se iniciava, Keynes devotou maior preocupação à necessidade de contrarrestar a circulação financeira em posição baixista. Em tal situação, achava que deveria ser empreendida uma política monetária "à outrace", com a autoridade monetária comprando, agressivamente, títulos de curto prazo dos bancos via mercado aberto. Isto geraria uma situação de elevação das reservas bancárias e de queda da taxa de juros de curto prazo (que tenderia a zero). Haveria uma indução gradativa a que os bancos e especuladores passassem a adquirir títulos longos (elevando seus preços e reduzindo os juros), revertendo o predomínio da sensação baixista e restabelecendo os canais de emissão de títulos longos.

No entanto, a observação da crise dos anos 30, que se iniciava quando Keynes concluía seu texto, mereceu dois importantes reparos deste autor. Em primeiro lugar, a tentativa de baixar a taxa de juros de longo prazo via mecanismos de mercado não funcionava. A própria recessão produzia o "distress borrowing", uma demanda de crédito "artificial" independente dos retornos do investimento produtivo. Tratava-se do refinanciamento de governos endividados enfrentando o colapso de suas exportações (o Brasil é citado), bem como do refinanciamento das posições dos especuladores na bolsa de valores norte-americana. Os "falsos" tomadores de crédito, premidos pela necessidade de refinanciamento, apresentavam uma demanda inelástica à taxa de juros de longo prazo, impedindo sua queda. "A coisa nunca será sanada por si mesma, pela falta de tomadores forçando a taxa à baixa; porque o financiamento de perdas absorve tanta poupança quanto o financiamento do investimento" (Keynes, 1971:344)⁴.

O segundo problema estaria na inter-relação entre as políticas monetária e cambial. Keynes tinha consciência de que uma política monetária "agressiva" ("passiva" na terminologia de hoje) que procurasse forçar uma convergência para baixo das taxas de juros de curto e longo prazos poderia ser inviabilizada por uma fuga de capitais. O êxito dependeria da coordenação internacional e de uma nova sistemática de gestão do padrão monetário internacional.

Uma organização monetária supranacional deveria garantir a reversão da tendência deflacionista então vigente, "...que se fosse continuar a prevalecer por muito tempo, faria o mal alcançar as dimensões de uma catástrofe" (Keynes, 1971:348). Entendia como necessário apressar o processo de desmaterialização da moeda internacional, colocando o ouro em segundo plano. O organismo supranacional deveria operar apenas com bancos centrais, tendo como ativos o ouro e reservas internacionais em moedas nacionais. Poderia, assim, financiar os bancos centrais de países com falta de reservas.

Desta forma, o ouro, estacionado no paraíso com seu consorte a prata como Sol e Lua... pode em seguida descer ao status sóbrio de monarca constitucional com um gabinete de bancos; e talvez nunca seja necessário proclamar uma república. Mas isto ainda não é fato - a evolução pode ser bem diversa. Os amigos do ouro devem ser extremamente prudentes e moderados se quiserem evitar uma revolução. (Keynes, 1971:261)

Keynes já apresentava em forma embrionária as proposições que defenderia anos mais tarde na conferência de Bretton Woods. Com este formato, haveria uma tendência ligeiramente inflacionária dos preços mundiais, um cenário desejável que propiciaria a desvalorização das dívidas: "Acredito que obrigações resultantes do endividamento passado, das quais as dívidas públicas são as mais importantes, deveriam, com o passar do tempo, gradualmente comandar menos e menos esforço humano..." (Keynes, 1971:353)

O funcionamento de uma nova ordem monetária mais flexível quanto às necessidades da liquidez internacional aumentaria o grau de liberdade de políticas monetárias autônomas domésticas que buscassem o estímulo à formação de capital. Keynes defendia que a política cambial deveria ser subordinada à política creditícia interna (Miranda, 1992:43), levando a uma gestão monetária voltada ao atendimento das necessidades da circulação industrial. Isto exigia, em contrapartida, adotar novos expedientes de controle monetário, evitando o acesso automático dos bancos membros às reservas do banco central. Este deveria evitar surtos inflacionários ou agir compensatoriamente no caso de uma recessão.

4. Aparece aqui a preocupação com a gestão dos estoques de dívidas, um dos pontos centrais da visão de instabilidade financeira de Hyman Minski (ver item 1.1.3).

Todos os bancos usam suas reservas até o limite...O problema que o banco enfrenta não é o quanto emprestar – a resposta a esta questão, o múltiplo apropriado de suas reservas, pode ser fornecido de forma simples pela aritmética – mas qual proporção de seus empréstimos podem ser feitos de modo seguro em formas relativamente menos líquidas. (Keynes, 1971a:47)

...os banqueiros normalmente decidem não quanto vão emprestar no agregado... mas sob que formas vão emprestar (Keynes, 1971a:59).

...influenciada pelo ciclo...

O desejo dos bancos em ficarem mais ou menos líquidos depende de considerações quanto ao estado dos negócios ao longo do ciclo:

Quando por exemplo [os bancos] sentem que um movimento especulativo ou um “boom” pode estar alcançando uma fase perigosa, podem monitorar mais rigorosamente a segurança por detrás de seus ativos menos líquidos e tentar mudar, tão rápido quanto possam, para posições mais líquidas. Quando, por outro lado, demandas crescem por avanços por parte de seus clientes comerciais de um tipo que os bancos julguem legítima e desejável, fazem o melhor possível para atender tais demandas reduzindo seus investimentos e, talvez, suas posições em títulos curtos. (Keynes, 1971a: 60)

...e pelas operações de mercado aberto, que competem com o financiamento do investimento

Aqui o ponto a ser destacado diz respeito ao provável impacto que a nova institucionalidade monetária à época pode ter tido sob este cenário. A introdução das operações de mercado aberto exigiu que os bancos passassem a comprar e vender ativos líquidos de curto prazo, especialmente títulos públicos. Isto permitiu diferenciar as operações de mercado aberto das operações de redesconto, em que o banco central, de forma mais passiva, dá liquidez a um conjunto mais ou menos amplo de títulos privados, sancionando a demanda de crédito. Na medida em que estes títulos de curto prazo têm uma rentabilidade nominal diferente de zero, se tornaram alternativa de investimento. Em outras palavras, Keynes já se preocupava com o fato do mercado monetário poder desestimular, em termos relativos, a opção pelo financiamento.

O ‘funding’ para o investimento...

A oferta de “finance”, ou seja, a disponibilidade dos bancos e agentes em geral em assumirem posições ativas menos líquidas significa que o investimento não depende da poupança (não-consumo) para sua consecução. Mas Keynes introduz igualmente a necessidade de que o financiamento do investimento seja consolidado em uma estrutura de ativos de longo prazo, a geração de “funding” adequado em termos de prazos e custos.

Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo,

em condições satisfatórias. Vez por outra ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos, ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. Mas isto não faz diferença quanto ao montante de "financiamento" que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal através do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do mesmo possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo ("finance" e "funding") como o mais característico. (Keynes, 1987, *apud* Cintra, 1993:63-64)

As passagens acima citadas sugerem que (i) não há necessariamente uma seqüência temporal entre a concessão de crédito de curto prazo e posterior concessão de crédito de longo prazo e (ii) não há limitação do ponto de vista do fluxo de poupança, quer em termos *ex-ante* ou *ex-post*. A forma radical como Keynes relegou a poupança a um caráter secundário derivava da negação da dicotomia entre consumo presente e consumo futuro. Rejeitava a idéia de que, em uma situação de crise, a redução do consumo garantiria automaticamente uma elevação do investimento, ao implicar uma oferta adicional de poupança e uma conseqüente redução nas taxas de juros. .

...independe do fluxo de poupança entendida como redução do consumo presente..

Questão diversa diz respeito ao volume e a composição do estoque de ativos financeiros, ou seja, a forma como é mantida a riqueza financeira (ou poupança financeira). Keynes reconhecia claramente a importância dos mercados secundários no estímulo às emissões de títulos novos (especialmente títulos de longo prazo e ações), por permitirem maior liquidez aos agentes econômicos. O montante e a estrutura da poupança financeira não podem, portanto, serem considerados irrelevantes no processo de financiamento do investimento.⁵ Estes pontos são importantes para criticar a posição de alguns autores pós-keynesianos sobre a relação entre "finance" e "funding" (ver Quadro 1.3).

...mas não do estoque de poupança financeira

O fundamental na formulação de Keynes é que há necessidade de assunção de posições menos líquidas por parte dos agentes econômicos, viabilizando a elevação da produção corrente associada ao período de maturação do investimento. O ponto importante é a necessidade que as empresas têm de elevar seu endividamento quando as decisões empresariais apontam para o aumento dos volumes de investimento. Um estado de preferência absoluta pela liquidez impediria que isso acontecesse, ao produzir uma pressão de elevação sobre a taxa de juros de curto prazo, que tenderia a se transmitir sobre toda a estrutura das taxas de juros.

'Finance'...

5. Coerente com esta visão, explora-se no capítulo 2 as tendências de modificação da composição da poupança financeira a partir do declínio relativo dos bancos frente ao crescimento dos investidores institucionais, processo de grande importância para o financiamento do investimento.

...e 'funding' são complementares...

A existência do "finance", porém, não é suficiente para garantir o investimento. Mesmo que o estado da liquidez seja favorável, o financiamento do investimento poderia ser obstado na medida em que os underwriters" podem racionar as emissões de títulos, como destacou Keynes. O financiamento do investimento seria obstado por falta de "funding" adequado, na medida em que introduziria incerteza no cálculo empresarial e na própria decisão dos bancos em concederem o "finance".

...dependendo das alternativas de inversão disponíveis para os bancos

O Tratado da Moeda coloca de forma mais abrangente os problemas associados ao financiamento do investimento e o papel dos bancos. Estes podem mover-se por outros interesses, por exemplo, financiando especulação com títulos representativos da riqueza velha (priorizando a circulação financeira). Ou mesmo adotar uma posição de cautela e buscar uma maior liquidez para seus ativos.

A identificação de formatos institucionais de 'funding'...

É importante reconhecer que as conclusões de Keynes em torno da dinâmica do processo de "finance" e "funding" foram traçadas principalmente em função da institucionalidade inglesa, em que o mercado de capitais tradicionalmente teve papel de destaque na geração de "funding". Este não seria o caso de várias experiências de países desenvolvidos (e em desenvolvimento). Esse ponto é ressaltado por Terzi, uma vez que na Alemanha os bancos estabeleceram relações de longo prazo com as empresas, assumindo a posição de "credores permanentes". Financiaram as empresas com empréstimos não-negociáveis, estabelecendo relação de longo prazo com elas (Terzi, 1989:13-14).

...e ampliação do conceito de 'finance'...

No caso do "finance", é importante identificar como o conceito é alterado a partir do ingresso dos sistemas financeiros nos estágios 5 e 6, em um ambiente financeiro globalizado e desregulamentado. As condições referentes à taxa de juros de curto prazo e movimentos da liquidez passam a ligar-se a um conjunto de políticas mais amplas, dependendo do regime cambial, do fluxo de capitais, da política fiscal e de dívida pública, e mesmo da regulamentação financeira. Em outras palavras, o "finance" não mais se restringe à política de reservas do banco central, ponto que será aprofundado a partir da análise das transformações das finanças internacionais no capítulo 2.

... são relevantes para políticas de desenvolvimento

A relação entre "finance" e "funding" de longo prazo é extremamente importante, uma vez que "...estes...conceitos encontram-se negligenciados na moderna teoria do financiamento do desenvolvimento econômico, inclusive pelos próprios economistas que fazem do princípio da demanda efetiva o postulado central da teoria macroeconômica." (Zoninsein, 1989:141). No capítulo 4, será visto como estes conceitos são úteis para abordar o financiamento do setor de infra-estrutura.

QUADRO 1.3

"FINANCE" E "FUNDING": A CONFUSÃO PÓS-KEYNESIANA

O sentido de considerar o "funding" no financiamento do investimento está ligado a que é "...na acomodação desses horizontes contraditórios que a infra-estrutura institucional (instituições e mercados financeiros) tem um papel fundamental: ela permite a diversificação de ativos colocados à disposição das unidades superavitárias... e a administração de estruturas passivas e ativas com diferentes horizontes de maturação" (Stuart, 1993a:110).

Não é este o caminho seguido por Asimakopoulos (1983,1986). Embora aceitando a identidade macroeconômica entre investimento e poupança e identificando o papel dos bancos no fornecimento do "finance", o autor reintroduz um papel ativo para a poupança (entendida como fluxo). Esta seria necessária para gerar a demanda pelos títulos de longo prazo que garantiriam o "funding" do investimento.

Para o autor, Keynes (e Kalecki) teriam errado ao não considerar o lapso temporal entre o início do investimento e o funcionamento completo do efeito multiplicador a ele associado. A questão fundamental seria a necessidade de compatibilizar a poupança desejada pelos indivíduos com a demanda de recursos para investimento. A visão de Keynes de que a poupança não teria papel no financiamento do investimento dependeria de hipóteses especiais, a saber, o funcionamento instantâneo do multiplicador do investimento.

Asimakopoulos não leva em conta o funcionamento do "finance" enquanto um fundo rotativo. No momento em que os empresários gastam os recursos colocados a sua disposição pelos bancos (perda de reservas), há uma elevação dos depósitos bancários por parte dos agentes econômicos que receberam os fluxos (aumento de reservas), restaurando a posição de liquidez dos bancos, independentemente da destinação dada aos depósitos (se poupados ou consumidos).

Como destacou Chick, a partir do estágio 2, os bancos podem conceder financiamentos tendo como base de recursos toda a renda gerada, e não apenas a poupança. Ou seja, o crédito está referido ao conjunto dos passivos financeiros (moedas e quase-moedas), a poupança financeira (estoque). A elevação da velocidade de circulação deste estoque, como visto, garante a elevação do crédito mesmo para um volume dado de reservas bancárias.

A posição de Davidson no debate é também curiosa. Critica Asimakopoulos: "...em uma economia monetária...restrições de liquidez e nunca uma restrição de renda (ou poupança) é que limitam a expansão antes do pleno emprego." (Davidson, 1986:110) Mas admite que uma "propensão marginal a comprar títulos longos ("securities") a partir da poupança das famílias" inferior à unidade pode elevar a taxa de juros de longo prazo, inviabilizando o investimento. Neste caso, a autoridade monetária deveria praticar uma política expansionista, fornecendo a liquidez desejada pelo público. Em outras palavras, embora rejeite a poupança como fonte de "finance", Davidson defende que a poupança gerada pelo projeto (fluxo) seja a fonte de "funding" adicional. A limitação de sua posição, assim, deriva de olhar um ato de investimento isolado, sem inseri-lo em um contexto em que exista um estoque de ativos financeiros já emitidos, cujo crescimento pode ser impulsionado pelas condições da própria circulação financeira.

Se os bancos adiantarão recursos de longo prazo, ou comprarão "títulos longos" para comporem seus ativos, depende das condições de gestão de sua liquidez, como Keynes já apontara no Tratado da Moeda. E, como visto, os bancos podem financiar os agentes "bull" (altistas) na compra de "securities" longas, o que nada tem a ver com a propensão marginal a adquirir "securities" a partir da poupança por parte das famílias.

Davidson também falha em deixar de reconhecer as especificidades inerentes ao modelo anglo-saxão, no qual o "funding" é provido pelo mercado de capitais. A operação do sistema bancário no estágio 4, quando a política de liquidez do banco central viabiliza inclusive o alongamento de prazos pelos bancos, implica combinar "finance" e "funding" em uma só operação. A passagem pelo mercado de capitais é institucionalmente específica, como será abordado no item "Uma tipologia dos sistemas financeiros", p.24.

A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

Variáveis de estoque e dos sistemas de preços...

A visão de Keynes quanto ao papel das finanças no processo econômico partiu, como visto, de uma institucionalidade já complexa, em que as necessidades da circulação industrial podiam entrar em choque com a circulação dos ativos financeiros de curto e longo prazos. A representação da economia capitalista a partir da predominância de variáveis de estoque (moeda, mercadorias, bens de capital) ganha uma dimensão adicional com a análise de Hyman Minsky. Este autor vai introduzir de forma explícita a questão dos estoques de passivos empresariais, aspecto não enfatizado por Keynes em toda sua dimensão. Ao mesmo tempo, incorpora o comportamento dos preços dos ativos reais e financeiros relativamente aos preços da produção corrente ao longo do ciclo econômico.

...e a validade de políticas creditícias autônomas

Apresentar a contribuição de Minsky não se justifica apenas para dar ao sistema financeiro o atributo de "instável", aspecto já suficientemente ressaltado por Keynes. O intuito é analisar de que modo a evolução recente das finanças internacionais alterou a eficácia das políticas propostas por Keynes, embora permaneçam válidas suas categorias teóricas. Para os propósitos desta tese, é particularmente importante avaliar a possibilidade de adoção de políticas monetárias (e creditícias) autônomas na órbita nacional. Comentário a este respeito será feito ao final deste item, apoiando-se também na formulação de Chick.

As emissões de passivos por empresas, bancos e famílias

O ponto de partida de Minsky é que "...a economia capitalista pode ser vista como um conjunto de balanços e demonstrativos de resultado inter-relacionados" (Minsky, 1993c:12). Intermediários financeiros, compreendendo bancos, associações de poupança, seguradoras, fundos mútuos e de pensão, emitem passivos que são em geral apropriados pelas famílias. E as empresas emitem passivos absorvidos pelos intermediários financeiros.

Preços da produção corrente e preços dos ativos patrimoniais

O processo econômico fundamenta-se na evolução de dois índices de preços. O nível de preços da produção corrente é aquele que deve cobrir os custos e carregar os lucros, garantindo ainda o fluxo de pagamentos de juros e dividendos resultantes do financiamento. O outro conjunto de preços mede o comportamento dos ativos de capital e instrumentos financeiros, medindo o valor presente de fluxos futuros de renda. O primeiro pode ser medido por um índice de preços ao consumidor e o outro por um índice de preço de ações, como o Dow Jones da Bolsa de Valores de Nova Iorque (Minsky, 1993b:4). O comportamento de ambos apresenta variações independentes, podendo vir a divergir radicalmente. Quando o preço dos ativos de capital está em elevação frente à produção corrente, há uma sinalização positiva quanto à produção de novos ativos de capital. Isto porque o valor dos fluxos de renda esperados está em elevação. Caso contrário, a possibilidade de

adquirir ativos de capital já existentes ou títulos que os representam torna-se mais vantajosa, como verificado no período 1929-33 nos EUA:

...o preço da produção corrente caiu cerca de 33%, enquanto o preço das ações nas bolsas de valores caiu aproximadamente 85%... Em 1933, a produção de bens de investimento custaria 67% do nível de preços de 1929, mas somente custaria 15% dos preços de 1929 para comprar uma firma na bolsa de valores...ninguém demandaria a produção de bens de investimento novos quando o mercado de segunda mão para o investimento, o mercado de ativos de capital, estava cheio de barganhas. (Minsky, 1993c:10)

Os mercados financeiros entram duplamente neste processo, no aporte de recursos sob a forma de capital ou dívidas e na própria determinação do nível de preços dos ativos de capital. Quanto a este segundo aspecto, os bancos de investimento cumprem um papel crucial, uma vez que avaliam o valor dos ativos de capital e financeiros da empresa que, confrontado com seus passivos, determina seu valor patrimonial. Mas o valor patrimonial das ações da empresa pode diferir do valor de mercado praticado nas bolsas de valores. Se este é inferior àquele, reduz-se a capacidade de financiamento da empresa, quer por intermédio de um aumento de capital, quer via alavancagem de recursos de terceiros.

Valor patrimonial e de mercado

Minsky procura analisar de que modo a alteração das condições financeiras tem impacto na estrutura corrente e patrimonial das empresas ao longo do ciclo econômico. Para isso parte de três tipos de situações patrimoniais. No caso das unidades econômicas "hedge", há uma relação favorável entre a renda bruta esperada e a cobertura do financiamento de sua dívida (principal e juros), a qualquer nível da taxa de juros. Para tanto, é necessário que esta unidade possua ativos líquidos na forma em que os débitos estejam denominados. Só está sujeita à insolvência se suas rendas caírem abaixo dos custos correntes. Há uma semelhança desta definição com as empresas do "autosector" de Hicks, menos dependentes do endividamento. As unidades "hedge" também são aquelas com comportamento mais adequado ao padrão do sistema bancário do "liability management", podendo explorar oportunidades de arbitragem e elevação de suas receitas não-operacionais.

Unidades 'hedge'

As unidades econômicas especulativas e Ponzi possuem uma situação de liquidez mais delicada. As primeiras, embora com viabilidade do fluxo de caixa no longo prazo, têm necessidade de refinanciar suas posições no curto prazo, ou se desfazer de ativos. O mesmo ocorre com as unidades Ponzi, mas estas refinanciam inclusive parte ou a totalidade dos juros (ou liquidam ativos). Ambas são vulneráveis a mudanças nos mercados financeiros, não estando protegidas das oscilações de juros. As unidades Ponzi muitas vezes

Unidades especulativas e Ponzi

tem sua viabilidade dependente de mudanças no mercado, quando por exemplo financiam uma posição especulando com possíveis ganhos de capital (Minsky, 1982:cap.2).

Preferência pela liquidez e ganhos especulativos...

Embora possam ser consideradas mais agressivas, as unidades especulativas e Ponzi são vulneráveis em uma ordem mundial em que juros e câmbio tornam-se "flex-price". Se uma unidade especulativa (ou "overdraft" na terminologia de Hicks) é a mais típica em um sistema bancário do estágio 4 de Chick, pode ser inadequada no estágio 5, em que muda a percepção empresarial quanto aos atributos da liquidez. Isto é exacerbado no estágio 6 com a disseminação dos produtos derivativos e maior liquidez dos ativos bancários e títulos empresariais. Por outro lado, as alternativas de arbitragem, a globalização e a profundidade dos mercados secundários exacerbaram as possibilidades de ganhos especulativos sustentados pelo crédito bancário, mostrando que o "overdraft" pode assumir conotações perversas, como será visto no capítulo 2.

...conduzindo a crises de liquidação

Minsky preocupa-se com uma situação em que o financiamento do investimento ou a sinalização dos mercados de ativos de capital entrem em colapso, afetando os gastos e os lucros correntes. Isto porque nestas circunstâncias há um movimento de liquidação de ativos em busca da recuperação de liquidez das unidades endividadas, bem como uma redução do crédito ofertado pelos bancos. Gera-se uma espiral de queda do preço dos ativos, lucros, produção corrente e emprego que não possui ponto automático de reversão.

Resgate pelo Estado e efeito inflacionário...

Na opinião de Minsky, somente a ação do "big government" pode estancar o processo. Ao entrar em déficit (especialmente por meio dos estabilizadores automáticos, leia-se seguro-desemprego), o setor público torna mais suave a queda dos lucros. Os títulos de dívida pública, compondo gradativamente o portfólio dos bancos, garantem uma transição menos traumática do processo de fuga do crédito. O banco central aplaca a sede por liquidez por intermédio de sua ação de prestador em última instância e, ao adotar este caminho, o Estado impede uma crise deflacionária de liquidação de ativos. Mas ao fazê-lo, viabiliza a recuperação das margens de lucro das empresas, com efeito inflacionário (Minsky, 1986:caps. 2 e 3).

...altera o mundo deflacionário de Keynes

Esta dinâmica monetária-financeira distingue-se daquela analisada por Keynes. A teoria da preferência pela liquidez operava assimetricamente, pois a demanda por "securities" longas só entrava em colapso quando o grau de incerteza convencia os agentes a abrirem mão dos juros a elas associados. O influxo de recursos nos bancos em depósitos à vista correspondia a uma oferta de crédito de longo prazo deprimida e a um movimento de liquidação dos ativos longos. "Há uma tendência à deflação nesta teoria" (Chick, 1986:122).

Já com o “liability management”, os bancos competem em taxa com as “securities” longas, e há uma atração em preferir a liquidez a partir de condições de rentabilidade e risco e não de acordo com a formulação de Keynes da demanda especulativa da moeda, que envolvia perda de capital (pela retenção de moeda não-remunerada). Agrega-se a este fato o problema da variabilidade da taxa de câmbio, que passa a embutir o risco cambial nas taxas de juros.

...a idéia de preferência pela liquidez de Keynes perde a sua simplicidade originária...a taxa de juros calculada no mercado monetário passa a embutir um “spread” de risco que exprime a incerteza crescente em relação aos contratos futuros de câmbio e em relação à liquidação de contratos passados...Os agentes endividados aceitam qualquer taxa de juros para a rolagem e ampliação de suas dívidas. A demanda de crédito torna-se inelástica à variação da taxa de juro. É nesta circunstância que a elevação das taxas de juros não corresponde mais a uma elevação do prêmio à renúncia da liquidez, mas a uma elevação do prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada... (Belluzzo e Tavares, 1986:57)

É importante qualificar este ponto. Não se trata aqui de assumir uma posição quantitativista, em que o aumento do estoque monetário implica elevação da demanda e preços da produção corrente. Há sim um viés inflacionário dirigido principalmente para os preços dos ativos representativos do patrimônio (ações, títulos) e para os preços das propriedades..

*Inflação e
comportamento dos
preços dos ativos*

A passagem dos bancos internacionais para o estágio 6 foi processada de forma traumática, a partir da crise bancária e financeira que se segue à reversão da política monetária norte-americana ao final dos anos 70.

*Política monetária
limitada à taxa de juros*

Não se trata apenas de constatar que os Estados Unidos deixaram de exercer o papel ...do país capaz de amortecer as tensões do sistema, tanto as inflacionárias quanto as recessivas, funcionando como fonte autônoma de demanda efetiva e “lender of last resort”. Ao impor a regeneração do dólar como reserva universal por uma elevação sem precedentes das taxas de juros, os Estados Unidos deram o derradeiro golpe no estado de convenções que sustentara a estabilidade relativa da Era Keynesiana.

É nesse ambiente de instabilidade financeira e ‘descentralização’ do sistema monetário internacional que ocorreram as transformações financeiras conhecidas pelas designações genéricas de globalização, desregulamentação e securitização...Esse processo de transformações na esfera financeira pode ser entendido como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos. (Belluzzo intr. Baer, 1993:15)

O crescimento da securitização é um duplo movimento alimentado no plano microeconômico pelo desejo dos credores líquidos em evitarem os passivos

Securitização...

bancários, enquanto os devedores buscarão o mercado de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. O processo é marcado pela redução das alavancagens de capital de terceiros *versus* capital próprio. No caso dos bancos, isto é forçado pela própria elevação dos coeficientes de capitalização mínimos exigidos pelas autoridades reguladoras.

...e crises financeiras especulativas

O advento da "administração dos passivos" e os processos de securitização, globalização e desregulamentação potencializam movimentos especulativos de "asset-price inflation", geradores de crises financeiras que independem do ciclo econômico. Este ponto será aprofundado no capítulo. 2, tendo como cenário a experiência recente dos países desenvolvidos.

Capitalismo dos 'money managers'...

Novos atores entram no cenário, com a tendência a que a poupança familiar e empresarial concentre-se nos portfólios dos investidores institucionais, como fundos de pensão e aposentadoria, seguradoras e fundos mútuos de investimento dos mais diversos tipos. É o surgimento do "money manager capitalism", em que o financiamento do desenvolvimento passa a ser secundário frente a ganhos financeiros de curto prazo (Minsky, 1992:28).

...e perda de eficácia das políticas de crédito convencionais

A emergência do mercado de capitais, embora fosse característica do modelo anglo-saxão desde o século XIX, passou a ter seu comportamento menos influenciado pelos bancos a partir do peso ascendente dos investidores institucionais, à margem da ação direta do banco central e da regulamentação bancária estrita. Políticas de crédito convencionais (via redesconto, juros favorecidos) perdem importância e efetividade, havendo necessidade de incrementar os esforços para a adoção de uma regulamentação financeira adequada, que enfatize o apoio ao setor real e coíba os surtos especulativos.

Circuitos financeiros autônomos...

A possibilidade de execução de políticas monetárias e de crédito autônomas, voltadas para o controle das taxas de juros de curto e longo prazos já era vista como problemática por Keynes à sua época, frente aos problemas trazidos pela autonomia da circulação financeira. Nos tempos recentes, tais limitações foram exacerbadas, ganhando, ainda, componentes adicionais. Tornou-se ainda mais difícil controlar o crédito pela política de reservas dos bancos centrais, com o sistema monetário e financeiro adquirindo um viés inflacionário. Por outro lado, o manejo da taxa de juros tem uma ligação muito mais estreita com os vultosos estoques de ativos financeiros acumulados, notadamente a dívida pública, e com os fluxos internacionais de capitais, em um ambiente em que o custo das transações financeiras deixou de ser um limitante das operações. Do ponto de vista da atuação das autoridades monetárias, mantém-se a alternativa de atuação sobre os juros, política na qual os preços dos ativos vêm ganhando importância frente ao comportamento dos preços correntes. Mas há uma maior preocupação com a

regulação, dadas as limitações da intervenção dos bancos centrais como prestamistas de última instância.

Este é o cenário que tem conduzido a transformações institucionais importantes no âmbito dos sistemas financeiros dos países desenvolvidos, a partir da disseminação de novas práticas financeiras, as quais serão examinadas, sob a ótica da contribuição à formação do capital, no capítulo 2. Antes disso, procede-se a seguir a uma tentativa de analisar as tipologias propostas de sistemas financeiros de países desenvolvidos, procurando avaliar, com base nos conceitos teóricos apresentados, a validade delas a partir das mudanças das finanças internacionais dos últimos quinze anos.

...implicando mudanças no âmbito institucional

Uma tipologia de sistemas financeiros

A análise feita no tópico anterior buscou privilegiar as categorias teóricas, remetendo-as ao contexto histórico. É necessário em um momento seguinte dar ênfase ao aspecto institucional. A preocupação não é encontrar o "modelo" a ser seguido no caso brasileiro e sim buscar identificar como ocorreram institucionalmente os processos de "finance" e "funding" e quais as implicações resultantes das mudanças das finanças internacionais em direção aos estágios 5 e 6.

Integrar teoria e aspectos institucionais

A INSTITUCIONALIDADE FINANCEIRA DOS PAÍSES DESENVOLVIDOS

A multiplicidade de formatos institucionais dos sistemas monetários e financeiros dos países desenvolvidos encontra uma classificação em Zysman (1983). A preocupação do autor era avaliar de que modo a estrutura do sistema financeiro condicionava o papel dos principais Estados desenvolvidos em promover políticas de ajuste industrial. Apontou três tipos básicos, em que o critério divisor é a forma de provisão de "funding" para o investimento empresarial e a estrutura do mercado monetário.

Tipologia de Zysman

O modelo anglo-saxão é aquele baseado no mercado de capitais. Os recursos produtivos são alocados por meio do sistema de preços, sendo estes estabelecidos competitivamente. O modelo de ajuste correspondente é liderado pelas empresas ("company led"), pois o governo não tem uma visão de longo prazo quanto ao desenvolvimento econômico, quando muito executando políticas compensatórias.

Modelo do mercado de capitais...

A estrutura correspondente é de segmentação entre as instituições, especialmente entre bancos de investimento e bancos comerciais, ficando estes restritos ao financiamento de curto prazo. Há um grande peso dos investidores institucionais, que fornecem a base de sustentação dos mercados de

...com propriedade do capital diversificada...

capitais. As relações de propriedade entre bancos e empresas são tênues, inexistindo grandes conglomerados produtivo/financeiros.

...e predomínio do 'open market'

O banco central, por sua vez, não atua por meio do controle do crédito, sendo as operações de mercado aberto o instrumento preferencial da política monetária (Zysman, 1983:8, 78, 269). Este último ponto é mais verdadeiro no caso dos EUA. Na Inglaterra, embora as operações de mercado aberto tenham sido introduzidas desde a década de 20, existiu uma política de crédito por meio da alocação feita pelos "clearing houses", de acordo com setores e volumes indicados pelo governo (Forsyth, 1987:150). Esta política perde importância com o crescimento do euromercado e com a política neoliberal adotada a partir dos anos 80.

Crédito com preços administrados...

Os países de desenvolvimento mais tardio tenderam a possuir sistemas de financiamento com base no crédito, especialmente em função do maior papel do Estado na organização da provisão de recursos. Isto se dá especialmente por meio dos sistemas baseados no mercado de crédito com preços administrados pelo governo. Japão e França são os exemplos típicos, mas também poderiam ser acrescentados, entre outros, Itália e países em desenvolvimento como Coréia do Sul e Taiwan.

...com liderança do Estado...

O sistema de preços administrados envolve a tentativa da burocracia governamental em orientar explicitamente o ajustamento econômico, ou seja, há liderança do governo. O Estado é um ator do processo e estabelece os termos por meio dos quais setores e empresas confrontam-se com o mercado, provendo recursos a grupos favorecidos ou criando condições para o ajuste dos segmentos não-priorizados (Zysman, 1983: 8, 91).

... ou crédito orientado pelo mercado...

Mas também é possível a existência, como no caso alemão, de mercados de crédito dominados pelas instituições financeiras. Estas têm influência na indústria e criam um modelo de negociação tripartite, na medida em que não há uma interferência direta (e sim negociada) do Estado na alocação de recursos.

... com conglomerados produtivos-financeiros e peso reduzido dos grandes fundos

Nos sistemas baseados no crédito, tende a haver uma menor segmentação institucional, com predomínio dos bancos universais. O papel dos investidores institucionais é pequeno, especialmente em função do predomínio de sistemas previdenciários públicos, em regime de repartição simples. Por outro lado, aparece um maior grau de relações de propriedade entre empresas e bancos. No caso de Japão e Alemanha, isto se verificou a partir de participações cruzadas entre empresas e bancos. Já na França houve grande peso do setor produtivo estatal e dos bancos públicos.

Não há uma tentativa de Zysman de aproximar sua classificação para as experiências dos países em desenvolvimento. No entanto, ela se presta a isto. Ao representar institucionalidades financeiras explicitamente voltadas para o desenvolvimento, o arcabouço do sistema de preços administrados recorrentemente aparece como o mais indicado para países em desenvolvimento. Tende a ser associado com políticas de crédito dirigido e presença de bancos de fomento.

Aplicação aos países em desenvolvimento...

É necessário investigar o formato das políticas financeiras adotadas na França e Japão, tanto para compreender o sentido preciso das políticas de crédito de preços administrados, como para analisar de que forma evoluíram a partir dos processos de internacionalização, globalização e securitização. Em estudo profundo realizado para analisar as transformações do sistema financeiro francês na primeira metade dos anos 80, Lagayette (1987) parte do conceito de finanças a preços administrados, procurando evitar uma associação simplista deste com o predomínio do crédito:

...parte do modelo de crédito administrado

O termo economia de endividamento, utilizado para caracterizar o sistema financeiro francês nos anos 70, não é plenamente satisfatório, uma vez que o desenvolvimento do endividamento não é contraditório com a existência dos mercados de capitais. A oposição entre dois esquemas de funcionamento do sistema financeiro (economia de endividamento e economia de mercado de capitais) coloca em jogo não apenas a importância maior ou menor do crédito, mas principalmente como o processo de ajuste entre as necessidades e capacidades de financiamento exprime-se sobre os agentes econômicos. (Lagayette, 1987:21)

O ajuste entre as necessidades de financiamento e oferta de recursos é feito via *criação monetária* e a taxa de juros, administrada, não cumpre o papel de afetar diretamente as quantidades ofertadas de crédito. Cabe às instituições financeiras o papel de compatibilizar a estrutura temporal de ativos e passivos, transformando recursos líquidos em créditos de longo prazo. A política monetária tem o papel de equacionar, de modo mais ou menos restritivo, os desequilíbrios resultantes sobre o mercado monetário:

Criação de moeda sustenta crédito de longo prazo...

A expressão "divisor de crédito" qualifica este encadeamento, oposto à descrição dada tradicionalmente ao mecanismo de criação monetária. A causalidade entre a base e a massa monetária (ou oferta de crédito) aparece aqui invertida: o refinanciamento junto ao banco central é um resultado do equilíbrio no mercado de crédito e não o contrário. (Lagayette, 1987:27)

O único instrumento de monitoramento da oferta de moeda era o "encladrement du crédit", o controle quantitativo *ex-ante* sobre os desequilíbrios potenciais produzidos no mercado monetário. Isso era efetivo uma vez que

...via controle quantitativo...

os bancos corriam o risco de iliquidez, sendo o custo do redesconto punitivo se o banco excedesse os limites estabelecidos (Zysman, 1983, 129).

...e ausência do interbancário

Havia baixa negociabilidade dos ativos bancários (as carteiras de títulos públicos eram reduzidas), limitando a obtenção de liquidez por meio do mercado interbancário (Miranda, 1992:223). Em outras palavras, é uma situação típica do que Chick chamou de estágio 4 do sistema financeiro, embora o estágio 3 não estivesse desenvolvido.

Refinanciamento de passivos...

As informações da Tabela 1.1 mostram como o processo de alongamento de prazos propiciado por este mecanismo foi expressivo frente aos passivos bancários abaixo de dois anos. O peso na formação bruta de capital fixo nos anos 70, com patamares de 25 a 40% entre 1975 e 1979, é igualmente digno de observação. O refinanciamento das dívidas das empresas francesas junto aos bancos a partir de 1974, com a retração da atividade econômica mundial, foi sancionado pela política de liquidez do banco central. Isso permitiu sustentar taxas de investimento mais altas nos anos 70 do que as verificadas nos EUA, RFA e Reino Unido, embora inferiores às japonesas. A prática de taxas de juros reais negativas, por sua vez, contribuiu para melhorar a lucratividade das empresas em uma situação depressiva (Lagayette, 1987:30-31).

TABELA 1.1

FRANÇA

TRANSFORMAÇÃO DE PRAZOS¹ REALIZADA
PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Em %	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Montante da transformação	32,3	36,8	48,3	43,8	48,9	73,3	57,4	50,6	68,5	88,4	62,3	64,2
Empréstimos de longo prazo												
Montante da transformação	9,0	11,2	19,7	17,6	15,7	36,0	26,2	20,7	26,3	39,8	28,4	31,4
F.B.C.F. ²												

(1) O montante da transformação efetuada pelas instituições financeiras é avaliado pela diferença entre o montante de créditos com mais de dois anos de prazo e o total de depósitos e outros passivos com mais de dois anos de prazo, aos quais são acrescidos os capitais próprios e reservas obrigatórias menos o ativo imobilizado.

(2) Formação bruta de capital fixo.

FONTE: Lagayette (1987: 25)

O funcionamento do sistema tem, contudo, um viés inflacionário. Ele viabiliza a manutenção de margens de lucro em um momento de retração econômica, processando uma transferência de renda para as empresas via crédito, contratado a taxas de juros reais negativas (Lagayette, 1987:22).

...tem viés inflacionário

Eliminar a inflação provocada pelo uso do sistema financeiro dominado pelo Estado na promoção do crescimento teria criado batalhas políticas que nenhum governo estava desejoso ou capaz de se engajar. A inflação servia para dissolver os conflitos sociais ao disfarçar a natureza dos conflitos governamentais. (Zysman, 1983:140)

O sistema financeiro japonês também caracterizou-se por um funcionamento "overlent", com bancos recorrendo ao redesconto do banco central para ajuste de suas posições de liquidez. A estrutura do sistema financeiro, moldada após a Segunda Guerra Mundial com forte influência norte-americana, reproduziu a segmentação institucional daquele país, basicamente separando bancos comerciais e bancos de investimento. Ainda, criou uma distinção entre bancos regionais e os "city banks", estes com limitação na abertura de agências (Levi, 1993:94).

Modelo japonês...

A política de crédito do governo japonês buscou integrar estes compartimentos estanques em torno da política de fornecimento de reservas do Banco do Japão. Para tanto, inibiu o surgimento do mercado interbancário, impedindo que os bancos regionais (superavitários pela base de aplicação predominantemente agrícola) financiassem os "city banks" (financiadores da indústria e cronicamente deficitários) em bases de mercado, a exemplo da relação entre bancos estaduais e nacionais nos EUA.

...liga-se à política de reservas do banco central...

A política de liquidez, a exemplo da França, foi feita via racionamento de quantidades, no mecanismo conhecido como "window guidance". O fornecimento de reservas não era automático, e sim condicionado à política de crédito do governo. O alongamento dos prazos era garantido tanto por meio da rolagem dos créditos de curto prazo dos "city banks" (impedidos de emprestar a prazos acima de dois anos) ou pela compra por estes de títulos de longo prazo emitidos pelos "long term credit banks" (Levi, 1994:24).

... com o 'window guidance'

A opção por um sistema apoiado no crédito, a taxas de juros administradas, buscou garantir que os lucros resultantes do processo de acumulação fossem retidos pelas empresas, garantindo-lhes a capitalização. A garantia para tanto foi uma forte restrição para a emissão de títulos negociáveis e abertura de capital das empresas. O mercado de títulos negociáveis de renda fixa foi utilizado como canal preferencial de financiamento da dívida pública e o mercado de capitais funcionou basicamente para organizar as relações patrimoniais entre bancos e empresas, especialmente em torno dos grandes con-

Limitações institucionais ao crescimento do mercado de capitais...

glomerados financeiro-produtivos, os "keiretsus". Dado o apoio dos bancos à liquidez empresarial e a seus programas de investimento, as corporações produtivas mantinham depósitos compensatórios de baixa remuneração junto aos bancos, inexistindo uma gestão financeira sofisticada de disponibilidades de caixa (Levi, 1993:10).

...e ao mercado monetário

Por sua vez, havia controles institucionais rígidos sobre a captação de recursos pelos bancos (tetos de taxas de juros), principalmente com a intenção de estimular o sistema de poupança postal, base de financiamento de investimentos públicos na área de infra-estrutura. O desenvolvimento do mercado monetário e de operações de mercado aberto era indesejado, não havendo interesse em negociar títulos públicos em bases de mercado.

Inexistência do redesconto seletivo diferencia a Alemanha...

Na Alemanha, a inexistência de uma política institucional em que o redesconto dos ativos creditícios dos bancos era a forma preferencial de introdução de reservas no sistema bancário foi a diferença distintiva frente aos sistemas japonês e francês. A exemplo do Japão, também se formou na Alemanha uma forte ligação das empresas com os bancos, em torno do conceito do "hausbank", que supre as necessidades de crédito empresarial de curto e longo prazo. Além disso, a relação entre bancos e empresas se dá via participações acionárias (principalmente minoritárias), por meio das quais os bancos participam da gestão empresarial. Esta solidariedade implica um papel reduzido do financiamento via emissão de títulos negociáveis, ao mesmo tempo em que facilita a reciclagem de passivos e a reestruturação empresarial (Acioli, 1993:3-6).

...mas há presença relevante de bancos de fomento

Embora o Estado não tenha tido o papel de interferir diretamente na alocação de recursos e não controlasse administrativamente a taxa de juros, há um peso importante do sistema de bancos oficiais, tanto regionais como federais, como será visto no item "A generalização do banco universal e as instituições especiais de crédito", p. 36. A existência ou não de bancos de fomento, assim, não é um divisor na caracterização dos sistemas financeiros dos países desenvolvidos.

Estrutura é dada para Zysman...

Emprestando da economia industrial os modelos de estrutura-conduta-desempenho, a tipologia de Zysman foi construída basicamente para incorporar um parâmetro estrutural na avaliação das políticas públicas de promoção do desenvolvimento. Embora não desconsiderasse a possibilidade de mudanças institucionais, preocupou-se predominantemente como uma dada estrutura condicionava as políticas adotadas (Zysman, 1983:78-79). Dado que as mudanças institucionais implicariam "batalhas políticas", Zysman mostrou uma discrição em transformações profundas, especialmente no caso dos sistemas de preços administrados: "Em essência, um sistema basea-

do no crédito de financiamento empresarial é difícil de reverter, e o Japão irá sem dúvida manter tal sistema em um futuro visível." (Zysman, 1983: 246).

A previsão do autor, no entanto, foi feita em momento pouco adequado. Foi afetada pela cada vez menor visibilidade e previsibilidade que caracterizam a evolução dos sistemas financeiros marcados pelo "liability management". As transformações da década de 80 implicaram impactos institucionais importantes nos países desenvolvidos, afetando justamente os sistemas creditícios com preços administrados.

...mas se transforma nos anos 80

A TRANSFORMAÇÃO DOS SISTEMAS DE CRÉDITO NOS ANOS 80

Do ponto de vista da acumulação de capital, os sistemas financeiros "fix-price" (Europa Continental, Japão) mostraram-se mais eficientes que o modelo "flex-price" (EUA, Reino Unido) (Cecco, 1987:8,9). Enquanto os sistemas financeiros de França, Alemanha e Japão garantiram maiores taxas de crescimento no pós-Segunda Guerra Mundial e políticas de ajustamento mais eficientes, o sistema com base no mercado de capitais (EUA e Reino Unido) distanciou-se ainda mais de políticas públicas com a ascensão neoliberal dos anos 80.

Êxito macroeconômico...

No entanto, são as práticas financeiras destes dois últimos países que vão passar a predominar a partir da década de 80, inclusive em função de estímulos dos próprios governos. Nos EUA e Reino Unido, ocorreu um processo inovativo induzido pelo mercado. Em outros países, como França, ele foi liderado pela própria política governamental, principalmente para criar novos mecanismos de financiamento da dívida pública e superar restrições externas (Boisseau, 1987:25).

...não evita mudança rumo ao modelo anglo-saxão

As políticas macroeconômicas dos anos 70 preservaram as margens de lucro empresariais e elevaram os déficits orçamentários dos países da OECD. As empresas privadas passaram a acumular ativos financeiros de curto prazo, transitando em direção a uma situação de "autosector", na terminologia de Hicks, movimento aguçado pela reversão da política de liquidez internacional dos EUA, a partir de 1979. O financiamento dos déficits públicos, por sua vez, passou a demandar novos formatos, contribuindo para que novos ativos fossem lançados, com ênfase no mercado monetário.

Elevação dos déficits públicos...

Do ponto de vista microeconômico, a internacionalização dos anos 70 e 80 lançou a concorrência bancária para a escala mundial, com ampla vantagem dos bancos internacionalizados e das práticas financeiras da "City" londrina e "Wall Street".

...internacionalização...

Os progressos tecnológicos em termos da informática e das telecomunicações, o fortalecimento da concorrência aliada à difusão das inovações

originadas nos euromercados ou nas praças financeiras anglo-saxãs empurraram os governos a encorajar uma diversificação da gama de ativos financeiros e a dessegmentação dos mercados de dinheiro. (Lagayette, 1987:14)

...e crise dos bancos comerciais

A política do dólar forte não apenas restabeleceu a confiança desta moeda como reserva de valor e meio de troca internacional. Ao abalar patrimonialmente os bancos comerciais com a crise do endividamento (especialmente no caso dos EUA), contribuiu para a generalização paulatina do padrão anglo-saxão, impulsionado pelo processo de securitização, com a importante exceção do caso alemão (a ser abordado mais adiante).

Transição na França...

A França em meados da década de 80, "...apesar de não ter rompido com sua lógica anterior e não poder ser portanto interpretada como uma economia de mercados de capitais...encontra-se... em uma situação híbrida", uma vez que este tipo de mutação se processa de forma progressiva e mesmo parcial (Lagayette, 1987:52).

...ligada a mudanças no regime cambial...

Um conjunto de fatores justificou esta transição. A constituição do Sistema Monetário Europeu e o funcionamento do mecanismo da taxa de câmbio, com bandas estreitas de flutuação (com a grande exceção da Inglaterra), passou a exigir um atrelamento das políticas monetárias européias à política do Bundesbank. Isso coincidiu com o momento de elevação das taxas de juros norte-americanas, impedindo a manutenção de taxas de juros reais negativas (Lagayette, 1987:36,37).

...e gestão monetária

A partir de 1979, há um endurecimento da política monetária francesa, com forte controle de crédito. Com o crescimento da dívida pública, o governo passou a utilizar preferencialmente a emissão de títulos negociáveis, abrindo mão da criação monetária como fonte de receita (Lagayette, 1987:97).

Desregulamentação das práticas financeiras na França...

Com a globalização crescente, as taxas de juros do mercado monetário doméstico e do interbancário do euromercado passaram a convergir. O mesmo ocorreu com as práticas e serviços ofertados pelos bancos, tendo em vista que a concorrência bancária se estabeleceu no mercado global. Perdeu sentido a regulamentação nacional, uma vez que os centros financeiros internacionais passaram a praticar a desregulamentação como forma de ganhar competitividade: "...a escolha da desregulamentação constitui freqüentemente uma opção pelo realismo face a um ambiente externo em evolução" (Lagayette, 1987:46).

...e crescimento dos mercados de capitais e de futuros

A liberalização também teve como objetivo consolidar Paris como um centro financeiro internacional. Em 1986, é criado o MATIF (Marché à Terme International de France) mercado a termo de instrumentos financeiros, para

operações com derivativos. Os dados das Tabelas 1.2 e 1.3 permitem verificar o grande crescimento das emissões domésticas de ações e bônus, cujo estoque alcança 58,6% do PIB em 1986, respondendo por 3/4 do financiamento das empresas. Não há, contudo, o abandono da política de crédito destinada ao fomento de segmentos específicos. Esta, porém, passa a contar principalmente com recursos orçamentários. O processo de securitização também não foi generalizado, envolvendo basicamente os grandes grupos empresariais.

No Japão, a elevação dos déficits fiscais e as pressões para a liberalização externa também geraram um impulso inovativo. Houve perda de importância crescente da "window guidance" a partir do crescimento do financiamento público via títulos negociáveis (maior importância do mercado aberto) e da emissão de títulos negociáveis pelas empresas (Suzuki, 1987:230).

Securitização avança no Japão...

TABELA 1.2
FRANÇA
EMIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
(EM % DO PIB)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ¹
Emissões Líquidas	2,2	2,0	3,2	2,7	3,4	4,1	4,8	6,0	6,7
Emissões brutas	2,9	2,8	4,1	3,5	4,4	5,3	6,0	7,3	8,4
• Ações ²	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	1,2
• Obrigações e títulos participativos	2,7	2,7	4,0	3,4	4,3	5,0	5,8	6,9	7,2

(1) Proporções calculadas a partir de uma estimativa do PIB com base em 1971.

(2) Ações emitidas em oferta pública.

FONTE: Lagayette (1987: 12)

TABELA 1.3
FRANÇA
CAPITALIZAÇÃO DA BOLSA EM PARIS
(EM % DO PIB)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Ações ¹	8,8	9,1	9,0	7,0	5,6	8,1	9,2	13,0	20,2
Obrigações ²	19,1	18,7	20,4	18,7	21,8	25,0	28,5	33,0	38,1
Total	27,9	27,8	29,4	25,7	27,4	33,1	37,7	46,0	58,3

(1) Ações nacionais.

(2) Inclui títulos participativos.

FONTE: Lagayette (1987: 12)

...nas emissões internacionais...

A liberalização das práticas financeiras teve início em 1980, com abolição de controles cambiais e progressiva redução dos tetos impostos sobre as taxas passivas praticadas pelos bancos, introduzindo o "liability management". O grande marco do processo foi o acordo EUA-Japão de 1984, com liberalização das emissões internacionais de bônus japoneses e maior liberdade para que os japoneses captassem nos mercados externos. A pressão norte-americana buscava, de um lado, garantir a internacionalização do iene, entendendo-se que as restrições existentes à emissão de títulos nesta moeda acentuavam o quadro de valorização do dólar prevalecente até 1985 (Osugi, 1990:9). Na segunda metade da década, porém, passou a predominar a preocupação de agilizar o fluxo de capitais para os EUA, de modo a financiar o crescente déficit em transações correntes deste país.

...mantendo-se as restrições internas

Esta liberalização não implicou, contudo, rever a segmentação institucional entre bancos comerciais e bancos de investimento. Também permaneceram os controles ao lançamento de bônus domésticos, com as emissões concentrando-se no mercado internacional. (Levi, 1993:12-15).

Alterações na política monetária e na gestão patrimonial das empresas e bancos no Japão...

A desregulamentação do mercado monetário, ligada ao crescimento da dívida pública japonesa, viabilizou o gerenciamento de liquidez por parte das empresas. Menos dependentes dos bancos e não mais atadas aos depósitos de reciprocidade, as empresas japonesas, a exemplo das francesas, adotaram padrão de gerenciamento financeiro em escala internacional. A captação das empresas superou em muito as necessidades de investimento, em função da abolição do "princípio da demanda real", que limitava as operações cambiais àquelas ligadas ao comércio exterior (Levi, 1993:15,28,29). As pequenas e médias empresas não participaram do processo de securitização, passando a crescer como clientes dos bancos. Estes, por sua vez, privados de participar da subscrição dos títulos negociáveis, buscaram novas práticas financeiras e novos clientes, o que implicou elevar o risco das operações, gerando a "economia da bolha" ao final dos anos 80 (ver item "Ciclo de preços dos ativos, política macroeconômica e regulação financeira", p. 80) Não se pode dizer, no entanto, que houve uma ruptura da ligação histórica entre empresas e bancos (Levi, 1993:43). A política oficial de crédito, com base em recursos fiscais e de investidores institucionais públicos, além da poupança postal, é extremamente importante no Japão de hoje. Mas o surgimento de uma política de gestão global da liquidez empresarial parece ser uma tendência mais permanente (Levi, 1993:43).

...invalidam o uso da tipologia de Zysman

Neste cenário, não é mais possível caracterizar a economia japonesa, e mesmo a francesa, como economias com base em sistemas de crédito com preços administrados pelo governo. Em sistemas financeiros em que há gestão de passivos e emissão de títulos securitizados, o controle do crédito não

é a forma dominante de alterar a disponibilidade de liquidez na economia. Nos anos 80 e 90, assim, parece mais indicada a tipologia proposta por Akyüz (e não a de Zysman), cuja ênfase está no papel desempenhado pelo mercado de capitais e nas relações de propriedade entre empresas e bancos, não fazendo sentido a polarização entre mercado de capitais e mercado de crédito (Akyüz, 1993:20).

No caso do modelo americano, prevalece o sistema orientado pelo mercado, em que as corporações obtêm financiamento preferencialmente no mercado de capitais. A propriedade das ações e bônus é fragmentada, sendo em grande parte detida pelos investidores institucionais e famílias. A Alemanha representa o padrão do sistema orientado pelos bancos, através do qual os bancos universais participam de todos os estágios do financiamento empresarial. Os bancos têm controle sobre as empresas via participações acionárias, sendo membros dos conselhos de administração. A poupança das famílias é detida preferencialmente na forma de depósitos bancários, com os créditos bancários representando uma grande proporção do financiamento da empresa.

Papel do mercado de capitais e relação banco-indústria é o critério divisor

Esta classificação dual comporta exemplos mistos. No Reino Unido, existem os bancos universais, mas estes não têm controle sobre as empresas. O inverso ocorre no Japão, onde prevalece o sistema de participações acionárias cruzadas encadeadas ("interlocked crossed share holding"). Os bancos japoneses também controlam fundos de pensão que investem em ações.

Casos híbridos

A polarização entre o modelo americano e o alemão é reforçada a partir da constatação de que o padrão de financiamento das empresas germânicas praticamente não se alterou nos anos 80 (Acioli, 1993:32). Apesar de medidas de desregulamentação do mercado de capitais, de modo a consolidar o país como praça financeira, a internacionalização dos bancos alemães foi reduzida e as emissões de títulos negociáveis domésticos não cresceram significativamente. Persistem dificuldades para a emissão de títulos e é desprezível a posse de ações pelas famílias.

Modelo alemão sem alterações profundas nos anos 80...

Não houve grande desregulamentação do mercado monetário, com o governo relutando em permitir que fundos mútuos de investimento fornecessem ativos remunerados líquidos, de modo a manter controle sobre a política monetária. Ao contrário da liberalização externa feita pelo Japão, o Bundesbank agiu para evitar o uso internacional do marco, limitando a emissão de instrumentos denominados nesta moeda (Dudler, 1987:169). A implementação de uma política monetária relativamente autônoma na Alemanha foi possível uma vez que o marco cumpre o papel de âncora do Sistema Monetário Europeu, com o país mantendo, ao longo dos anos 80, superávits em transações correntes.

...com grau de autonomia elevado da política monetária

*Continuidade do
predomínio do crédito
na Alemanha...*

Embora as empresas tenham apresentado elevação dos coeficientes de liquidez ao longo da década passada, tal aumento associou-se à ênfase no autofinanciamento de projetos de expansão. A importância dos créditos no financiamento das empresas, em queda no início dos anos 80, recuperou-se ao final da década (Acioli, 1993:20,31,32).

*banco universal
precoce...*

A implantação precoce do banco universal é um dos motivos apontados para que as inovações financeiras não tenham atingido significativamente a Alemanha. Com o banco universal, não houve espaço para a desintermediação bancária e a concorrência entre segmentos do mercado financeiro, uma vez que não houve competição entre instituições na captação de depósitos, tradicionalmente remunerados a taxas de juros reduzidas. (Dudler, 1987:160, 166)...

*...e ausência de ciclo
especulativo*

A política de crédito oficial permaneceu relevante, com grande peso de bancos públicos. No item "Ciclo de preços do ativos, política macroeconômica e regulação financeira", p. 80, será visto que a Alemanha constituiu-se em grande exceção na década de 80, na medida em que não apresentou um ciclo pronunciado de preços dos ativos (ações, propriedades) fomentado pelo crédito especulativo.

*Criação de fundos no
mercado monetário
alemão...*

As observações feitas acima quanto ao caso alemão não permitem, no entanto, descartar mudanças futuras em direção ao modelo anglo-saxão, face a mudanças recentes observadas tanto no mercado monetário, como no mercado de capitais. No caso do primeiro, a resistência do Bundesbank em permitir a criação de fundos mútuos de curtíssimo prazo foi finalmente vencida em 1994, frente ao crescimento das aplicações de residentes em fundos geridos por subsidiárias de bancos alemães em Luxemburgo.

*...deverão mudar a
política monetária e de
dívida pública...*

Há várias conseqüências desta medida. A tendência é que estes fundos angariem recursos de DM 1 trilhão em cinco a dez anos, com os bancos alemães competindo na administração dos fundos com corretoras locais e instituições estrangeiras. O crescimento do patrimônio dos fundos tende a tornar irrelevantes as metas de agregados como principal indicador da política monetária, a exemplo do ocorrido nos EUA. Por outro lado, as pressões para financiamento do déficit público devem conduzir o governo a ignorar as advertências do Bundesbank, emitindo títulos públicos com prazos mais curtos.

*...afetando o
financiamento produtivo*

Do ponto de vista do processo de "funding" para o investimento empresarial, os fundos de curto prazo, ao praticarem taxas de mercado, deverão reduzir expressivamente os depósitos a prazo e de poupança dos bancos, até o momento fonte farta e barata de recursos para o financiamento produtivo.

Com isso, prevê-se a necessidade de elevação dos juros passivos praticados pelos bancos (Gray, 1994:89-90).

Em outras palavras, o sistema alemão estaria ingressando no estágio 5, com todas as conseqüências já apontadas em termos da gestão patrimonial das empresas e impactos negativos no processo de formação de capital. Esta possibilidade é reforçada igualmente pelas modificações esperadas no âmbito do mercado de capitais, frente ao processo de privatização e reforma do sistema de previdência.

A necessidade de constituir fundos de pensão em bases de capitalização, assim como em outros países da Europa continental (ver item "O papel dos investidores institucionais", p. 67), tende a impulsionar as emissões domésticas de valores mobiliários. O programa de privatização também implicará alargar a base do mercado de capitais doméstico, especialmente a partir da privatização da Deutsche Telekom (prevista para 1996), avaliada em cerca de US\$ 33 bilhões (Pearson, 1994:37).

Não é possível prever se a Alemanha (e mesmo Japão) tenderá para um modelo próximo ao norte-americano, com pulverização da propriedade do capital a partir do crescimento dos investidores institucionais, desfazendo-se das históricas relações entre bancos e empresas não-financeiras. Se de um lado o processo inovativo e de desregulamentação tem exercido enorme força de atração nos mercados internacionais, o crescente advento de crises especulativas tem gerado reação por parte de organismos internacionais, governos e autoridades de regulação, como será abordado no capítulo 2.

Neste sentido, entende-se que a classificação de Akyüz pode manter-se como um instrumento útil para a discussão a ser feita para o caso brasileiro em que, por um lado, há um processo de aproximação de bancos com as empresas produtivas, por intermédio de participações acionárias. Por outro lado, contudo, há igualmente um peso crescente dos investidores institucionais, o que pode ser intensificado com os rumos da reforma da previdência, a ser discutido no capítulo 3.

A GENERALIZAÇÃO DO BANCO UNIVERSAL E AS INSTITUIÇÕES ESPECIAIS DE CRÉDITO

A desregulamentação das atividades financeiras, dando início à política de administração de passivos, e o processo de securitização contribuíram para o surgimento de pressões competitivas nos sistemas financeiros em que prevalecia a segmentação institucional.

Nos EUA, já a partir do final dos anos 60, bancos comerciais e instituições de poupança passaram a enfrentar uma acirrada concorrência por parte dos

Crescimento do mercado de capitais alemão...

...via fundos de pensão e privatização

Rumos da relação entre empresas e bancos nos países desenvolvidos....

...a serem analisadas no caso do Brasil

Pressões competitivas...

...e perda de mercado dos bancos comerciais nos EUA...

fundos mútuos criados pelos bancos de investimento, além do emergente mercado de "commercial papers". Com o crescimento do mercado de bônus nos anos 80, os bancos comerciais perderam participação relativa na parcela de mercado correspondente ao financiamento das grandes corporações, elevando as pressões para abolir a rígida separação entre bancos comerciais e de investimento.

...conduzem à desregulamentação...

O Glass Steagal Act dos anos 30 impediu que bancos comerciais norte-americanos participassem da subscrição de títulos privados, ao mesmo tempo em que os bancos de investimento foram proibidos de captar depósitos à vista. Mas nos anos recentes tem ocorrido uma progressiva redução destas barreiras, permitindo-se em alguns casos a atuação dos bancos no "underwriting" por meio de subsidiárias (Kaufman, 1993:25). A tendência nos EUA é que os bancos acabem tendo permissão para atuar plenamente na área de "underwriting" de títulos públicos e privados, a partir de subsidiárias. Para reduzir riscos, no entanto, deverá ser consagrado o princípio da separação dos ativos: os credores da subsidiária não têm direitos sobre os ativos dos acionistas do banco (Gilbert, 1993:6).

...também no Japão

No Japão, a nova lei bancária de abril de 1993 eliminou as principais distinções entre bancos comerciais e bancos de investimento, permitindo-se que instituições dos dois segmentos constituam subsidiárias na área do outro. Espera-se como resultado uma concentração do sistema e o desaparecimento de bancos regionais⁶ (Kasahara, 1994:15).

Integração entre bancos e seguradoras...

O advento do banco universal ou múltiplo, por meio de "holdings" bancárias ou não, significa a generalização da função financeira, especialmente havendo ingresso na administração de fundos de poupança contratuais (seguros e previdência). Ao lado da universalização bancária, a integração entre bancos e seguradoras tem ocorrido de forma crescente na Europa, embora não seja permitida nos EUA e Japão. A institucionalização da poupança tem levado os bancos a procurarem associações para venda de seguros aos seus clientes, ou mesmo constituição de empresas de seguros como subsidiárias.

...também ao nível dos produtos

O "bancassurance" também é resultante de movimento de diversificação por parte das seguradoras, que têm perdido clientes para grandes empresas que montam seguradoras "in-house". Seguradoras e fundos de pensão por vezes têm constituído bancos de investimento "in-house" para gerir suas carteiras de ativos. A integração entre bancos e seguros também tem se dado por meio de produtos híbridos, que associam seguros a produtos de poupança (ver item "O setor de seguros", p.162) (OECD, 1992:11-13, 43,59)

6. Os bancos de investimento e bancos regionais foram os principais afetados pela crise bancária do início dos anos 90 no Japão.

No entanto, a diversificação de produtos, ampliação das possibilidades de captação de liquidez, disseminação de instrumentos de gestão de riscos e atuação global, características dos sistemas financeiros dos anos 90, não significaram um maior comprometimento do capital financeiro privado com o financiamento de atividades que tradicionalmente têm maior risco, como o investimento. Em outras palavras, o cenário internacional mostra que não se reduziu o espaço ou a necessidade de atuação das instituições especiais de crédito, nome dado na bibliografia para as instituições financeiras de desenvolvimento. Mesmo em países desenvolvidos, o papel do Estado na alocação de crédito permanece muito importante.

Mantém-se espaço das instituições de fomento...

O exemplo dos EUA é ilustrativo. Neste país, um quarto dos empréstimos tem garantia governamental ou passam por instituições oficiais (Yoshino, 1994:35). Não se pretende aqui fornecer um retrospecto do histórico das instituições especiais de crédito ou uma listagem exaustiva das principais instituições existentes em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Entretanto, é importante destacar algumas características recentes, incluindo mudanças operacionais e formas de gestão⁷.

...com novas modalidades operacionais

Um exemplo claro de país em que o banco universal não excluiu o papel das instituições de fomento é a Alemanha. O governo mantém importante papel na alocação do crédito por meio do sistema de bancos regionais públicos, que representam 50% do total (Acioli, 1993:5). No plano federal, a principal instituição de fomento é a Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), atuando nos segmentos de exportação, proteção ambiental, pequena e média empresa, investimentos industriais e infra-estrutura. Operando essencialmente via segunda linha (repasse a outras instituições financeiras), a instituição contou com recursos de US\$ 12,6 bilhões em 1990. O "funding" da KfW é composto por recursos orçamentários e emissão de títulos no mercado doméstico e internacional. As taxas de captação são extremamente competitivas, tendo em vista que os títulos da KfW são vistos como desprovidos de risco, por serem redescontáveis junto ao Bundesbank (BNDES, 1991b).

Alemanha

Apesar da perda de espaço da política de controle seletivo do crédito via redesconto, o governo do Japão mantém o Programa Fiscal de Investimento e Crédito (PFIC), anualmente aprovado no Parlamento. Em 1991, contou com recursos de US\$ 270 bilhões, oriundos de depósitos de poupança e seguro de vida, ambos do sistema postal, contribuições previdenciárias do funcionalismo público e títulos e empréstimos com garantia governamental. Os recursos do PFIC financiam uma ampla gama de setores, como infra-estru-

Japão

7. Para uma análise mais aprofundada do papel das instituições financeiras de desenvolvimento, ver Freitas e Schwartz, 1991 e Yoshino, 1994.

tura (principalmente transportes), financiamentos habitacionais e pequenas e médias empresas. Recursos do programa também são emprestados ao Japan Development Bank, grande financiador de projetos industriais e de infraestrutura, que em 1990 contou com recursos de US\$ 8,7 bilhões.

Itália...

Na Itália, o destaque fica para o Istituto Mobiliare Italiano, "holding" financeira responsável por 20% do crédito de médio e longo prazo no país. Por meio de subsidiárias, controla fundos de investimento cujos recursos chegam a 30% do mercado. Atua como banco comercial e banco de investimento nos mercados internacionais de capitais, promoção de exportações, financiamentos imobiliários e para desenvolvimento.

México...

A reprivatização dos bancos múltiplos no México, nos anos 90, foi acompanhada de uma reestruturação dos bancos de fomento, com destaque para o papel da Nacional Financeira (NAFIN), criada há 60 anos. A instituição passou a atuar basicamente como banco de segunda linha, com ação preferencial junto a pequenas e médias empresas. Ao lado do apoio creditício, presta serviços de assessoramento nos mercados de capitais interno e externo. Possui vários fundos de ações, tendo participações no capital de pequenas e médias empresas. Sua fonte de recursos é essencialmente externa, junto ao mercado de capitais e instituições multilaterais (BNDES, 1991b)⁸.

Coréia do Sul...

No caso da Coréia do Sul, o Korean Development Bank (KDB), criado em 1954, possui atualmente ativos da ordem de US\$ 34,5 bilhões. Contando com recursos governamentais e com captação interna e externa via emissão de títulos, além de contas correntes, a instituição opera como banco múltiplo. Além de financiamentos para investimento e capital de giro e de administrar fundos, opera com fianças e avais em operações internas e externas. Com o desenvolvimento do mercado de capitais sul-coreano, tem atuado crescentemente em "underwriting", além de deter participações em empresas de interesse nacional. (Yoshino, 1994:36-37)

...e instituições de fomento sob controle privado

Outra instituição que merece destaque é a Korean Technology Development Corporation (KTDC). Sua atuação preferencial ocorre no desenvolvimento tecnológico, por meio de financiamentos, apoio a consultorias e operações de risco ("venture capital"). Embora tenha claramente uma ação de fomento, é majoritariamente controlada pelo setor privado, sendo o governo minoritário.

8. A reformulação da NAFIN é objeto de polêmica. Para muitos, ao limitar-se ao segmento da pequena e média empresa, a instituição teria perdido espaço na implementação de políticas de desenvolvimento, se comparada a instituições de outros países de renda média, como o Brasil (caso do BNDES) ou Coréia do Sul.

É importante destacar alguns pontos importantes da evolução apresentada, que apontam para o formato atual das instituições de fomento, especialmente levando em conta as transformações produtivas e financeiras recentes. Uma característica destas instituições é a lucratividade (BNDES, 1991b). Isto é fundamental na medida em que haja necessidade de se financiarem no mercado, propiciando, em conjunto com as garantias governamentais, baixas taxas de captação. Isto permite financiamentos compatíveis com o retorno de projetos em infra-estrutura e indústria.

Fomento não conflita com lucratividade da instituição...

Não é demais enfatizar este ponto. É muito corrente a visão de que os bancos de fomento não podem ter como única ênfase o lucro, já que têm uma orientação social, o que é correto. Totalmente distinta é a questão de que as operações devem ter retorno remunerador do capital público e privado neles investido. Isto evita tanto a descapitalização da instituição, como garante a competitividade microeconômica dos projetos apoiados.

...que evita a descapitalização

Decorre deste ponto a necessidade de que as instituições especiais de crédito operem também nos segmentos mais dinâmicos da atividade financeira, o que envolve principalmente o *mercado de capitais* (Yoshino, 1994:48). Como visto, as principais instituições de fomento em muitos países também adotam o perfil de banco múltiplo. Se são alijadas de participarem dos segmentos mais dinâmicos, as instituições especiais terão sua ação de fomento limitada. Ao mesmo tempo, atuarão com riscos crescentes, pois tenderão a se concentrar em pequenas e médias empresa, apoio ao desenvolvimento tecnológico etc.

Bancos de fomento devem atuar no mercado de capitais...

Algumas experiências históricas atestam a importância do papel de instituições de fomento, inclusive na participação em investimentos de risco. Na grande depressão dos anos 30 nos EUA, a RFC - Resolution Finance Corporation - banco de investimento público, injetou capital em empresas e bancos, sob a forma de ações preferenciais, influenciando mesmo na gestão das corporações. Na medida em que a recuperação se verificou, as ações foram recompradas pelas empresas (Minsky, 1993c:5), possivelmente com ganhos para o governo em função da valorização.

...como na depressão norte-americana...

Na França, a atuação dos "banques d'affaires" teve grande importância na estratégia de apoio ao crescimento industrial. Atuando por meio de participações em empresas, estas instituições alargaram a base de captação das empresas. O apoio governamental a processos de reestruturação empresarial, como do setor siderúrgico, deu-se pela conversão de dívidas em participações acionárias, detidas especialmente por bancos públicos (Zysman, 1983:159, 196,197).

...e reestruturação empresarial na França

*Novas modalidades de
operação e novas formas
de gestão*

Em síntese, é preciso que os bancos de fomento atuem como bancos de investimento, via participações acionárias, prestação de garantias, administração de fundos de investimento e "underwriting". Mas pelos riscos envolvidos neste tipo de operação, isto pode envolver a necessidade de buscar novas formas de gestão, assunto a ser tratado no capítulo 3.

2 Transformações nos mercados internacionais de capitais nos anos 80 e 90

É impossível procurar avançar na formulação de políticas financeiras voltadas para a formação de capital sem uma visão das profundas modificações verificadas no último quarto de século no cenário monetário e financeiro internacional. A globalização dos fluxos financeiros, o vigor dos mercados de capitais e novos e sofisticados instrumentos financeiros formam um pano de fundo para um maior entrelaçamento das políticas monetárias e cambiais, com redução do grau de autonomia de políticas nacionais.

Movimentos de fluxos de capitais de extrema volatilidade, que rapidamente se redirecionam em função das políticas macroeconômicas dos países centrais e de mudanças institucionais, têm derrubado mitos e gerado perplexidades. No caso de um país de industrialização recente como o Brasil, a inserção no fluxo internacional de capitais pôde avalizar dez anos de grande crescimento econômico nos anos 70. A reversão do fluxo, por sua vez, contribuiu decisivamente para mais de uma década de estagnação.

A introdução de novas práticas financeiras também gera surpresas. Empresas brasileiras, a partir de 1991, passaram a captar recursos no exterior, e mesmo empresas estatais têm sido bem-sucedidas em emitir American Depository Receipts (ADR) no mercado norte-americano. As inovações financeiras, a "engenharia financeira", parecem ter o poder quase mágico de quebrar as correntes que atavam o financiamento externo da economia brasileira.

Mas também é preciso estar atento às armadilhas. Sistemas financeiros governados pelo "liability management" e pela emissão de títulos negociáveis (os estágios 5 e 6 de Victoria Chick) têm maior autonomia de ação frente aos comandos de política dos bancos centrais. Ao contrário, estes muitas vezes ficam "prisioneiros do mercado".

Existe a tentação de confiar na liberalização agressiva, na crença de que esta produzirá os fluxos de financiamento adequados em termos de custos e prazos para os segmentos econômicos prioritários, de modo mais eficiente. Japoneses, turcos, chilenos, suecos, neozelandeses, norte-americanos, argen-

tinis, filipinos e mais recentemente, mexicanos, pagaram ou têm pago, ao longo dos últimos 15 anos, um preço muito elevado por terem acreditado nisso.

Os principais movimentos do sistema financeiro internacional são abordados no primeiro tópico, em particular os processos de securitização e globalização, peso dos investidores institucionais e o crescimento dos produtos derivativos.

A segunda parte do capítulo busca avaliar o formato atual dos riscos microeconômicos e do risco sistêmico, que se traduzem em novos desafios para as autoridades de regulamentação e supervisão. Isto porque a intensificação de ciclos de financiamento especulativo tem sido outra característica relevante no cenário internacional. A maior elasticidade do crédito em um contexto de liberalização e intensificação da concorrência tem acarretado oscilações mais bruscas nos preços dos ativos e problematizado a relação entre taxas de juro de curto e longo prazos. Crises financeiras de vulto têm ocorrido, em especial nos países desenvolvidos, com impactos muito fortes sobre as finanças públicas, prejudicando a acumulação produtiva.

O capítulo é encerrado com uma reflexão sobre políticas financeiras para países em desenvolvimento, no qual se procura formular o quadro geral de uma política financeira voltada para o desenvolvimento e formação de capital. Esta política deve ser coerente, em termos de seus aspectos micro e macroeconômicos, com as questões referentes ao "finance", de um lado, que tocam especialmente nas políticas monetária e cambial e no controle de capitais. De outro, deve envolver políticas voltadas para a constituição do "funding", especialmente a promoção do mercado de capitais interno e ações voltadas para incrementar a poupança contratual à disposição dos investidores institucionais.

Os fluxos internacionais de capitais e as novas práticas financeiras

As rupturas provocadas pelo fim do regime de taxas fixas de câmbio no início dos anos 70 e a política de valorização do dólar norte-americano ao final da mesma década criaram um quadro muito distinto daquele que vigiu no quarto de século imediatamente posterior ao final da Segunda Guerra Mundial. Ao lado de taxas de juros e câmbio "flex-price", grandes desequilíbrios em transações correntes passaram a se verificar entre as principais economias mundiais. Os movimentos de capitais internacionais, por sua vez, tornaram-se progressivamente menos dependentes do comportamento do comércio de bens e serviços produtivos.

Flexibilidade das taxas de câmbio...

...e desbalanços persistentes em contas correntes

Os anos iniciais da década de 90 têm sido marcados por duas tendências importantes. Em primeiro lugar, a despeito das freqüentes mudanças nas paridades cambiais (com destaque para a desvalorização do dólar frente ao marco alemão e ao iene), os desequilíbrios em transações correntes entre os principais países desenvolvidos têm se acentuado.

Hoje, em vários países, existe a opinião generalizada de que, se as taxas de juros de curto prazo são elevadas em proporções suficientes, pode-se atrair os fluxos de capitais necessários para financiar praticamente qualquer montante de déficit em transações correntes...De uma maneira geral, as autoridades se esforçam principalmente em financiar e não em reduzir os déficits em transações correntes. (Lamfalussy, 1989:28)

Persistência no déficit norte-americano...

Face a uma assincronia no comportamento das duas economias mais desenvolvidas – recuperação nos EUA e recessão do mercado doméstico no Japão – o déficit em transações correntes dos EUA elevou-se continuamente no início dos anos 90, superando US\$ 100 bilhões em 1993. Neste ano, a balança de receitas financeiras líquidas norte-americana foi virtualmente equilibrada, pela primeira vez desde o início da Primeira Guerra Mundial (BIS, 1994:79). Ao final de 1991, os EUA eram os maiores devedores líquidos do globo (US\$ 400 bilhões), mesmo valor da posição credora líquida japonesa (BIS, 1993:74-75).

...e surgimento do déficit alemão

O superávit japonês em transações correntes elevou-se de 1990 a 1993, especialmente frente ao crescimento junto aos países asiáticos. A maior novidade da década, no entanto, foi a violenta redução do saldo comercial alemão, produzindo um déficit em transações correntes, face aos esforços de integração com a ex-Alemanha do leste. Mas isto não impediu que o país fosse aquele que mais acumulasse reservas internacionais no ano de 1992, frente ao grande afluxo de capitais gerado pela crise cambial européia no segundo semestre do ano. No ano de 1993, manteve-se a tendência de déficit em transações correntes ao redor de US\$ 20 bilhões (BIS, 1994:83).

Intensificação dos fluxos de capitais...

Embora os desequilíbrios em transações correntes tenham crescido, não são suficientes para explicar o crescimento relativo dos fluxos de capitais nos anos 80 e 90, que pode ser visto por meio das Tabelas 2.1 e 2.2. Os fluxos para dentro e fora dos principais países desenvolvidos magnificaram-se em função da progressiva liberalização dos movimentos de capitais, atingindo-se, na década de 90, patamares muitas vezes superiores aos verificados nos anos 70.

...com predomínio dos movimentos de portfólio...

Os movimentos de capitais de portfólio têm sido muito superiores aos investimentos diretos para os países industrializados do G-7. Ultrapassaram inclusive as transações cambiais ligadas ao comércio de bens e serviços em meados da década passada nos EUA, Reino Unido e Japão, enquanto no caso de Alemanha, França, Itália e Canadá, isso é um fenômeno dos anos 90 (Gráfico 2.1).

TABELA 2.1
PADRÃO GLOBAL DO INVESTIMENTO DIRETO

	1976-80	1981-85	1986-90	1990	1991	1992	1993 ¹
em US\$ bilhões, médias anuais							
Saldas totais	39,5	43,0	162,8	217,4	184,5	173,5	173,4
Países industrializados	38,7	41,3	154,0	203,5	173,3	158,9	152,5
Dos quais: Estados Unidos	16,9	8,4	25,1	27,1	29,1	34,8	50,2
Japão	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2	13,7
Reino Unido	7,8	9,2	28,1	19,4	16,0	18,5	25,4
Outros Europeus	9,8	14,6	59,4	102,8	90,1	85,1	54,2
Países em desenvolvimento	0,8	1,7	8,9	14,0	11,2	14,5	20,8
Dos quais: Ásia	0,1	1,1	7,8	12,5	9,3	12,9	19,0
América Latina	0,2	0,2	0,6	1,0	1,2	0,3	0,5
Entradas totais	31,8	52,6	147,6	193,9	152,5	140,3	175,7
Países industrializados	25,3	34,9	124,1	161,0	111,0	85,9	101,5
Dos quais: Estados Unidos	9,0	19,1	53,1	48,0	24,0	2,4	31,5
Japão	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7	0,1
Reino Unido	5,6	4,3	21,7	32,5	16,2	16,8	14,5
Outros Europeus	8,7	9,9	38,8	63,6	57,5	54,1	50,7
Países em desenvolvimento	6,5	17,7	23,5	32,8	41,6	54,4	74,2
Dos quais: Ásia	2,1	4,9	13,7	20,2	23,3	32,7	47,5
Europa do Leste	0,0	0,0	0,2	0,6	2,5	3,4	5,0
América Latina	3,7	4,7	5,8	6,8	11,3	13,8	17,5

¹ Parcialmente estimado

FONTE: BIS (1994: 93)

TABELA 2.2
FLUXOS DE CAPITAL DE PORTA-FÓLIO

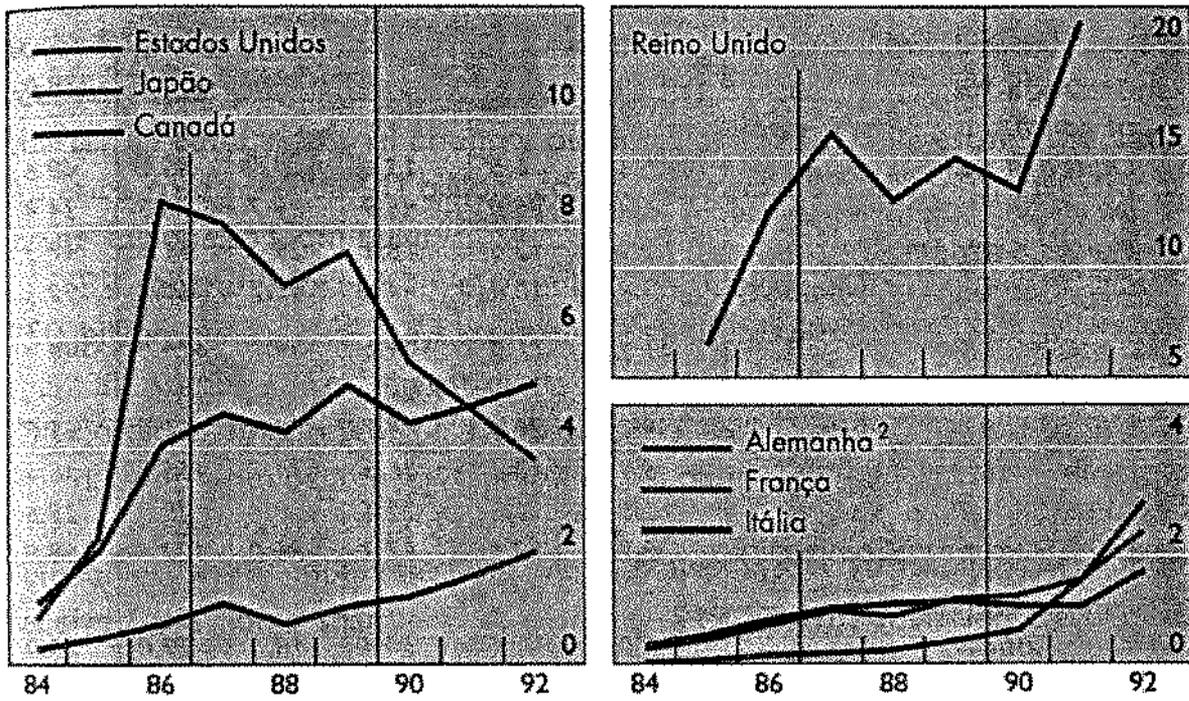
Países	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 ¹
em US\$ bilhões, médias anuais						
Saídas						
Estados Unidos	5,3	6,5	13,6	44,7	48,0	125,4
Japão	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7
Europa Ocidental	6,2	27,7	82,1	148,1	168,4	260,6
Dos quais: Reino Unido	2,3	13,5	26,6	51,6	55,4	142,4
Países em Desenvolvimento ²	8,7	3,6	3,5	10,7	10,5	20,5
Dos quais: Novos em industrialização da Ásia ²	0,1	0,2	1,2	2,3	2,3	3,1
Outros da Ásia	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	2,0
América Latina	0,2	0,1	2,3	7,7	6,4	14,8
Entradas						
Estados Unidos	5,2	29,4	44,7	54,0	67,2	103,9
Japão	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1
Europa Ocidental	16,7	25,9	99,1	185,5	221,8	396,5
Dos quais: Reino Unido	2,3	3,5	24,7	34,4	35,7	61,5
Países em Desenvolvimento ²	1,9	4,1	8,2	27,9	50,7	91,9
Dos quais: Novos em industrialização da Ásia ²	0,1	0,5	0,3	4,2	7,3	13,8
Outros da Ásia	0,2	1,7	1,3	0,9	0,4	9,7
América Latina	1,3	1,2	5,4	22,0	39,7	67,9

(1) Parcialmente estimado (2) Coreia do Sul, Taiwan e Singapura.

FONTE: BIS (1994: 152)

GRÁFICO 2.1

TRANSAÇÕES INTERNACIONAIS DE PORTAFÓLIO
COMO MÚLTIPLO DAS TRANSAÇÕES COMERCIAIS¹



(1) Transações brutas com títulos entre residentes e não-residentes divididas pela soma de exportações e importações de bens e serviços não-fatores

(2) Antes de julho de 1990, apenas Alemanha Ocidental

FONTE: BIS (1993:92)

...impulsiona mercados de câmbio.

Em consequência, o "turnover" (giro) diário dos mercados internacionais de câmbio atingiu cerca de US\$ 1 trilhão, contra US\$ 640 bilhões em abril de 1989 (Goldstein et alii, 1993:4)¹. O aumento do giro é dominado pelas transações entre os "dealers" do mercado. Estima-se que cada operação demandada por um cliente gera quatro ou cinco operações adicionais, em que os "dealers" fazem "hedge" de suas operações ou assumem posições especulativas em aberto (Goldstein et alii, 1993:5). O significativo volume de operações responde às oportunidades de arbitragem envolvendo os mercados monetários e cambiais globalizados, com a geração dos "mercados monetários sintéticos" (ver Quadro 2.1).

Padrões diferenciados entre América Latina e Ásia...

No caso dos países em desenvolvimento, chama atenção a estagnação relativa dos *investimentos diretos* na América Latina nos anos 80, mas já com uma significativa retomada nos anos iniciais da presente década (Tabela 2.1). A elevação dos investimentos diretos em países em desenvolvimento da Ásia ocorreu já na segunda metade dos anos 80, alcançando em 1993 entradas quase três vezes superiores às verificadas na América Latina. Situação inversa, no entanto, verifica-se quanto aos *investimentos de portfólio*, em que os fluxos de capitais (entradas) têm apresentado crescimento muito maior no caso da América Latina do que no caso das economias dinâmicas da Ásia (Tabela 2.2). Isso reflete o maior controle de capitais feito por estes países frente aos movimentos de liberalização ocorridos na América Latina.

QUADRO 2.1

MERCADOS MONETÁRIOS SINTÉTICOS

Supondo-se que um investidor tenha uma receita futura em marcos e um desembolso de caixa em dólares no presente, ele pode contrair um empréstimo no mercado monetário alemão, contra o seu recebível em marcos, e depois trocá-los no mercado à vista ("spot") por dólares. Mas, alternativamente, pode contrair um empréstimo em dólar no mercado monetário americano e vender o marco a termo ("forward") por dólares, os quais servirão para a liquidação do empréstimo.

Na segunda alternativa, a operação replica ou produz sinteticamente uma operação do mercado monetário alemão, o que leva ao conceito de mercado monetário sintético ("synthetic money market"). Para ser viável, a operação deve passar pelo mercado cambial norte-americano, o que aumenta a sua base de operações, conferindo-lhe maior liquidez. Isto por sua vez estimula ainda mais operações sintéticas, contribuindo para o peso dominante do dólar nas transações comerciais e financeiras (Goldstein et alii, 1993:33).

1. Dados do BIS são inferiores, indicando um "turnover"/dia de US\$ 880 bilhões em abril de 1992 (BIS, 1993:196). De qualquer modo, ambas as fontes destacam o descolamento destes valores dos fluxos de comércio.

O predomínio dos movimentos de portfólio nos fluxos internacionais de capitais deve -se principalmente às transações com "securities" (títulos negociáveis), com maior peso relativo do segmento de renda fixa ("bonds") sobre os de renda variável ("equity") (BIS, 1993:91).

...e primazia das 'securities'

O PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO E A DESINTERMEDIÇÃO BANCÁRIA

A emissão de títulos negociáveis de renda fixa, principalmente por parte de empresas não-financeiras, foi a forma por excelência do endividamento na década de 80. Já em sua primeira metade, a crise dos bancos, em função do endividamento excessivo dos anos 70, provocou uma inversão nos fluxos de financiamento internacional. Passou-se a um padrão de predomínio do *mercado de capitais* em detrimento do *mercado de crédito*² (ver Ferreira e Freitas, 1990a; BNDES, 1991a).

Securitização nos anos 80...

Ao longo dos últimos dez anos, há uma tendência de crescimento relativo do peso do mercado de bônus no financiamento internacional, como mostram os dados da Tabela 2.3. Ao final de 1983, o estoque de crédito bancário internacional (líquido de operações interbancárias) era cerca de quatro vezes superior ao financiamento líquido via bônus. Dez anos depois, observa-se que o estoque de créditos internacionais (US\$ 3.780 bilhões) é menos de duas vezes superior ao saldo de bônus internacionais (US\$ 1.849,8 bilhões). É oportuno, também, destacar o surgimento do mercado de títulos de curto e médio prazos ("euronotes"), cujo estoque atingiu US\$ 255,8 bilhões ao final de 1993.

...com crescimento do estoque de bônus...

As operações de crédito internacional (fluxo) superaram largamente as emissões líquidas de bônus nos anos 80. Em 1991, a emissão de bônus internacionais superou pela primeira vez o crédito bancário internacional líquido. A emissão bruta de bônus nos mercados internacionais atingiu US\$ 466,4 em 1993, contra US\$ 342,2 bilhões no ano anterior. Houve também crescimento das emissões líquidas, que alcançaram US\$ 183,8 bilhões, atingindo o maior valor da série (Tabela 2.3).

...frente ao estoque de crédito bancário líquido

Um quadro de fraca atividade econômica e a situação de crise vivida por alguns sistemas financeiros domésticos contribuíram para deprimir as operações de crédito dos bancos internacionais no início da década de 90. O crédito bancário internacional líquido teve grande contração em 1991, frente

Crédito internacional líquido retorna aos níveis do início dos anos 80...

2. A observação é válida no contexto do Euromercado e no caso dos mercados financeiros domésticos de alguns países centrais (EUA, Reino Unido, França). O mercado de capitais japonês doméstico apresentou desenvolvimento mais lento, embora o país tenha sido um dos maiores emissores nos mercados internacionais. A Alemanha, por sua vez, não apresentou, até os anos 80, mudanças significativas no padrão de financiamento de suas empresas, baseado essencialmente no crédito bancário, embora haja tendência de mudanças (ver Capítulo 1).

TABELA 2.3

FINANCIAMENTO LÍQUIDO ESTIMADO NOS MERCADOS INTERNACIONAIS

Componentes do financiamento internacional líquido	Estoques ao final de	Variações ¹										Estoques ao final de
		1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
Exigível Total dos Bancos Informantes com o Exterior ³	2.107,7	124,7	232,0	509,5	601,8	436,1	684,9	608,3	-54,7	189,9	274,7	6.464,9
Exigível em Moeda Estrangeira no Mercado Doméstico	450,6	27,5	63,4	147,7	163,0	74,8	122,2	106,0	-48,7	-25,7	-13,4	1.127,3
Menos: Redepósito Interbancário	1.318,3	62,2	190,4	452,2	444,8	250,9	397,1	249,3	-183,3	-30,8	96,3	3.812,3
A = Crédito Bancário internacional Líquido ⁴	1.240,0	90,0	105,0	205,0	320,0	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	165,0	3.780,0
B = Colocações Líquidas de "Euro-Notes"	0,0	5,0	10,0	13,4	23,4	19,9	8,0	33,0	34,9	40,4	72,7	255,8
Emissões Completadas Totais de Bônus Internacionais		105,6	161,9	220,9	180,5	221,6	264,7	239,8	319,7	342,2	466,4	
Menos: Resgates e Recompras		24,6	38,9	63,2	72,6	82,5	89,6	107,7	149,3	222,9	282,6	
C = Financiamento Líquido em Bônus Internacionais	320,0	81,0	123,0	157,7	107,9	139,1	175,0	132,1	170,5	119,3	183,8	1.849,8
D = A + B + C = Total do Financiamento Internacional	1.560,0	176,0	238,0	376,1	451,3	419,0	593,1	630,1	285,4	354,7	421,5	5.885,7
Menos: Dupla Contagem ⁵	60,0	31,0	58,0	81,1	51,3	69,0	78,1	80,1	40,4	74,7	121,5	705,7
E = Total do Financiamento Internacional Líquido	1.500,0	145,0	180,0	295,0	400,0	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	300,0	5.180,0

Nota: a inclusão pela primeira vez em setembro de 1990 das posições de bancos em cinco províncias alemãs do leste adicionou US\$ 20 bilhões à expansão registrada do exigível dos bancos com o exterior. Ao mesmo tempo, posições junto à ex-República Democrática da Alemanha foram realocadas para a Alemanha.

- (1) Dados dos bancos, e a partir de 1990, das colocações de "euro-notes", relacionam-se a mudanças nos estoques a taxas de câmbio trimestrais constantes. Os dados referentes a bônus são de fluxos, convertidos pelas taxas de câmbio prevalentes na data do anúncio.
- (2) Preliminar.
- (3) Bancos nos países do Grupo dos Dez mais Luxemburgo, Áustria, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Noruega, Espanha, Bahamas, Bahrain, Ilhas Cayman, Hong Kong, Antilhas Holandesas, Singapura e agências de bancos dos EUA no Panamá.
- (4) Exclusive, em base estimada, o redepósito entre os bancos informantes.
- (5) Bônus internacionais em carteira dos bancos, na medida em que são incluídos nas estatísticas bancárias como exigibilidade junto a não-residentes.

FONTE: BIS (1989: 106; 1992: 160; 1993: 99; 1994: 96)

a um grande crescimento nos dois anos anteriores. Em 1992, prevaleceu uma tendência de estagnação no primeiro semestre, revertida na segunda metade do ano com a crise monetária europeia (BIS, 1993:98). Nova queda foi observada em 1993, com o crescimento dos fluxos chegando a US\$ 165 bilhões, nível somente comparável à primeira metade da década de 80.

Duas observações adicionais devem ser feitas relativamente às informações da Tabela 2.3. O total do crédito internacional líquido inclui as aquisições de bônus pelos bancos, as quais atingiram saldo de US\$ 705,7 bilhões ao final de 1993, o que indica o interesse dos bancos em deterem ativos mais flexíveis (ver nota cinco da Tabela 2.3). As operações de crédito computadas, ainda, incluem operações de todos os prazos, enquanto as emissões de bônus e notas internacionais são tipicamente de médio e longo prazos (exceto os "euro-commercial paper"), estando excluídas as emissões internacionais de ações.

Para avaliar o peso relativo das emissões brutas de títulos negociáveis frente às operações de crédito no médio e longo prazos, é mais adequado observar a Tabela 2.4, que computa somente os empréstimos bancários sindicalizados, os quais são feitos tipicamente no médio prazo (Ferreira e Freitas, 1990:22). Em que pese a descontinuidade das fontes para os dados anteriores e posteriores a 1987, fica claro que os empréstimos sindicalizados deixaram de ser a principal fonte do financiamento internacional já em 1983. Apesar da recuperação verificada a partir do final da década de 80, os empréstimos sindicalizados permaneceram estagnados nos anos 90, sendo superados inclusive pelas emissões de euronotas.

No mercado de bônus internacionais, a grande variedade de alternativas de emissão é uma das marcas características. Além dos títulos com taxas nominais fixas e flutuantes ("floating rate notes"), é relevante o segmento de bônus conversíveis em ações e os bônus com "warrants"³. Este último apresenta grande flexibilidade, tendo em vista os diversos tipos de ativos que podem ser objeto da conversão: ações, "commodities", índices de bolsas de valores.

A composição das emissões líquidas de bônus internacionais (Tabela 2.5) mostra um claro predomínio das emissões feitas a taxas de juros fixas nos estoques existentes, com tendência de aumento de participação nos fluxos recentes. Refletindo a crescente internacionalização deste mercado, observa-se uma queda na participação relativa das emissões em dólar, embora con-

Bancos adquirem bônus e operam em prazos mais curtos

Estagnação dos empréstimos sindicalizados...

...e diversificação das emissões de bônus

Predomínio dos bônus a taxas fixas e queda relativa das emissões em dólar

3. O bônus com "warrants" combina um rendimento fixo com a conversibilidade parcial ou total do título em algum ativo. A parte conversível do título pode, inclusive, ser "destacada" e negociada separadamente nos mercados secundários (BNDES, 1991; Fortuna, 1993).

TABELA 2.4

FONTES DE FINANCIAMENTO NOS MERCADOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	<i>(Emissões brutas em US\$ Bilhões)</i>												
Empréstimos Sindicalizados	131,5	99,4	51,8	36,6	21,1	37,8	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	130,1
Euronotas ¹	1,0	2,3	3,3	18,8	49,5	69,5	102,2	93,2	81,6	73,2	87,9	134,6	158,7
Bônus	44,0	71,6	72,0	107,9	163,7	220,3	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0
Ofertas Internacionais de Ações	nd	nd	nd	nd	nd	nd	20,2	9,0	16,9	14,0	23,8	25,3	36,6
Dos quais:													
Recibos de Depósitos (ADR/GDR/Regra 144A)	nd	nd	nd	nd	nd	nd	4,6	1,3	2,6	1,7	4,6	5,3	9,5
Total	176,5	173,3	127,1	163,3	234,3	327,6	394,9	454,8	475,3	441,6	536,4	611,5	806,4
	<i>(Em porcentagem)</i>												
Empréstimos Sindicalizados	74,50	57,36	40,76	22,41	9,01	11,54	23,22	27,60	25,48	28,19	21,63	19,28	16,13
Euronotas ¹	0,56	1,33	2,60	11,51	21,13	21,21	25,88	20,49	17,17	16,58	16,39	22,01	19,68
Bônus	24,94	41,31	56,64	66,08	69,86	67,25	45,79	49,94	53,80	52,06	57,55	54,57	59,65
Ofertas Internacionais de Ações	nd	nd	nd	nd	nd	nd	5,11	1,98	3,56	3,17	4,44	4,14	4,54
Dos quais:													
Recibos de Depósitos (ADR/GDR/Regra 144A)	nd	nd	nd	nd	nd	nd	1,16	0,28	0,55	0,39	0,86	0,86	1,18
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(1) Inclui "eurocommercial paper" e notas de médio prazo, emissões de notas subscritas e não-subscritas.

Q85.: Devido à diferença de fontes, dados podem não ser estritamente comparáveis nos períodos 1981-86 e 1987-1993.

nd = não disponível

FONTE: Ferreira e Freitas (1990a: 42), de 1981 a 1986; Goldstein e Forkers-Landau (1994: 67), de 1987 a 1993

TABELA 2.5

TIPO E MOEDA DAS EMISSÕES DE BÔNUS INTERNACIONAIS

Setores e moedas	Emissões anunciadas ¹				Emissões líquidas				Estoques ao final de
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993	1993
	<i>em US\$ bilhões</i>								
Emissões Totais	241,7	317,6	343,8	481,1	132,1	170,5	119,3	183,8	1.849,8
Emissões a Taxas Fixas	166,2	256,2	276,7	373,1	80,8	142,0	115,3	193,7	1.389,9
Das quais: Dólar (EUA)	52,2	75,0	90,9	113,1	16,0	27,9	41,2	63,8	455,1
iene	30,2	39,1	39,6	49,2	24,8	20,7	3,6	14,3	233,6
Marco Alemão	7,3	12,2	29,2	50,2	1,3	4,8	17,1	27,0	142,0
"Floating rate notes"	42,5	19,0	42,9	68,5	28,2	3,5	23,7	44,7	263,3
Das quais: Dólar (EUA)	15,0	4,4	25,1	43,0	7,6	-5,1	14,8	31,7	157,1
Libra Esterlina	10,8	7,6	5,4	8,6	6,9	4,6	3,0	3,5	44,3
Marco Alemão	8,2	2,8	3,5	3,9	7,3	2,7	1,9	2,7	25,2
Titulos Conversíveis em Ações	33,1	42,4	24,2	39,6	23,1	25,0	-19,8	-54,6	196,7
Dos quais: Dólar (EUA)	19,5	24,9	12,9	19,5	15,9	15,1	-20,0	-54,8	110,0
Franco Suíço	8,2	7,0	5,3	9,8	4,1	2,3	-2,8	-3,6	43,8
Marco Alemão	1,9	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	-2,0	16,9

¹ Dados de fluxo a taxas de câmbio correntes

FONTE: BIS (1994: 107)

tinue sendo esta a principal moeda de denominação dos ativos. Recuperaram-se em 1992 e 1993 os títulos com taxas de juros flutuantes, enquanto os conversíveis foram afetados pelo fraco desempenho das bolsas, especialmente no caso das emissões japonesas.

A emissão de títulos de governos e organismos internacionais (60% das emissões internacionais líquidas de bônus em 1992) é uma tendência estrutural dos mercados de capitais internacionais (BIS, 1993:111,116), ligada principalmente à estratégia de emissão de bônus globais (ver Quadro 2.2). Em 1993, este percentual foi mais baixo (37%), o que não impediu que entidades governamentais e multilaterais fossem os maiores emissores nos mercados internacionais (BIS, 1994:110). A tomada de recursos de governos também tem explicado um certo revigoração dos empréstimos sindicalizados internacionais (Hagger, 1993:65-68). Espanha, Suécia e Reino Unido foram grandes tomadores destes empréstimos em 1991 e 1992, em operações principalmente destinadas a recompor as reservas internacionais para proteção frente aos ataques especulativos no âmbito do Sistema Monetário Europeu. (BIS, 1993:111).

*Importância das
captações de governos*

Há uma tendência recente de crescimento da emissão de títulos internacionais de curto e médio prazo, com rolagem garantida ou não por bancos (euronotas de curto e médio prazo e "euro-commercial papers", respectivamente). As informações da Tabela 2.6, atestam o dinamismo destes produtos. O rápido crescimento ocorre em um contexto de maior crescimento relativo dos instrumentos de médio prazo, com as colocações internacionais superando aquelas feitas nos mercados domésticos.

*Dinamismo de emissões
internacionais de notas
de médio prazo...*

O crescimento dos programas de emissão de euronotas de médio prazo está associado à grande flexibilidade das emissões em termos de prazos e moedas de denominação. Isto fez com que este instrumento superasse a característica de mero espaço intermediário entre títulos de curto e longo prazos⁴, constituindo-se em um formato alternativo aos títulos longos em função da possibilidade de rolagem, especialmente quando aumenta o "spread" entre taxas de juros de curto prazo e as taxas longas⁵. Mais da metade das emissões tem sido na forma de produtos estruturados (associação com produtos derivativos) e é crescente a colocação via "underwriting".

*...pela flexibilidade e
associação com
derivativos*

4. O dinamismo do mercado de notas de médio prazo tem ocorrido simultaneamente ao alongamento dos prazos de emissões de bônus, em função da busca, por investidores institucionais, de "hedge" quanto à maturidade de ativos e passivos. Em 1993, observou-se nos EUA várias emissões bem-sucedidas de bônus de 30 anos, além de três emissões com prazos de 100 anos (Goldstein e Folkerts-Landau, 1994:67).
5. Programa de emissão feito pelo Banco Mundial foi um marco neste mercado. A colocação foi feita em moedas múltiplas, com flexibilidade em termos de instituição de "clearing" e país de origem da legislação/regulamentação. Para garantir a liquidez, o Banco Mundial deu compromisso de recompra contínuo para os títulos (BIS, 1994:105; OECD, 1994:60).

TABELA 2.6

EMISSIONES DE NOTAS DE CURTO E MÉDIO PRAZOS NOS MERCADOS DOMÉSTICOS E INTERNACIONAIS

Setores e moedas	Emissões líquidas ¹								Estoques ao final de 1993	
	Doméstico ²				Internacional ³				Doméstico ²	Internacional
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	em US\$ bilhões									
Notas de Curto Prazo ⁴	96,1	-43,1	18,8	-11,4	18,9	16,5	12,1	-5,4	782,6	109,2
Dólar (EUA)	35,9	-29,7	17,0	8,6	10,6	10,2	14,6	-7,3	553,8	86,8
Iene	20,1	-26,9	-1,6	-10,3	0,5	-0,3	-0,2	-0,4	98,8	0,2
Franco Francês	12,0	5,3	-3,5	-7,6	0,0	0,0	0,2	-0,3	38,5	0,0
Peseta Espanhola	16,7	2,2	5,4	-4,7	0,0	0,1	0,2	-0,3	18,9	0,0
Dólar Canadense	-0,2	0,0	-2,4	1,2	0,0	0,1	0,1	0,4	17,3	0,5
Libra Esterlina	0,6	-0,2	0,2	2,3	1,4	0,3	0,0	2,5	8,0	4,2
Marco Alemão	0,0	5,4	5,1	-2,7	0,0	1,2	2,5	-0,7	6,8	2,8
Outras ⁵	11,1	0,7	-1,4	1,7	6,4	5,0	-5,4	0,6	40,6	14,7
Notas de Médio Prazo	24,7	43,6	93,7	62,9	14,2	18,4	28,3	78,1	296,7	146,6
Dólar (EUA)	24,0	42,4	34,4	33,6	6,4	7,0	11,2	31,1	210,4	63,9
Franco Francês	0,0	0,0	55,9	22,3	0,0	0,2	0,5	2,4	74,5	3,0
Libra Esterlina	0,7	1,2	3,4	7,0	0,4	1,4	2,8	6,2	11,8	10,2
Outros ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	9,9	13,8	38,4	0,0	69,6

(1) Mudanças nos estoques a taxas de câmbio constantes. (2) Emissões por residentes e não-residentes em moeda local no mercado doméstico; somente países da OECD, exceto Islândia e Turquia. (3) Emissões por residentes e não-residentes em moeda estrangeira. (4) Dados referentes a emissões domésticas referem-se apenas a "commercial paper"; dados em emissões internacionais referem-se a "euro-commercial paper" e outras "euro-notes" de curto prazo. (5) Inclui o ECU.

FONTE: BIS (1994: 104)

Securitização de recebíveis...

A tendência de emissão de títulos a partir da securitização de recebíveis ("asset-backed securities") também é muito importante, na medida em que representa uma alternativa para tomadores de risco de crédito mais elevado. O princípio que norteia tais operações é a segregação de ativos líquidos, seguros e rentáveis de uma empresa. Estes servem como lastro para emissão de um título negociável, reduzindo o risco e propiciando menores taxas de juros (Witterbort, 1991:77). Tal expediente tem sido utilizado inclusive por organismos internacionais como, por exemplo, o Eximbank norte-americano (Davis, 1993:97).

...e recibos de depósitos de ações.

A emissão internacional de valores mobiliários também foi impulsionada pela emissão de ADR (American Depositary Receipts)⁶ e de GDR ("Global Depositary Receipts") títulos negociados nas bolsas e mercados de balcão dos países centrais, representativos de ações caucionadas em mercados domésticos (Quadro 3.3 e Tabela 2.3)⁷.

6. Mais de 1.000 empresas já emitiram ADRs no mercado norte-americano (Glasgall et alii, 1993:57)

7. Para definições e maiores informações, ver BNDES (1991a) e Fortuna (1993).

A década de 90 também tem presenciado o retorno de países em desenvolvimento aos mercados internacionais, principalmente nas emissões de "securities". Em 1993, foram captados US\$ 59,4 bilhões em bônus internacionais (12,4% do total das emissões, contra 7% em 1992, em termos brutos). Do total emitido, US\$ 27,4 bilhões foram para a América Latina, com o México respondendo por mais de um terço deste valor. (Tabela 2.7). O maior crescimento relativo, no entanto, foi observado no caso da Ásia, cujas emissões brutas atingiram US\$ 20 bilhões em 1993, volume mais de três vezes superior ao observado em 1992. No caso de emissões líquidas (incluindo resgates e recompras), houve um crescimento significativo em 1993: US\$ 29,2 bilhões contra US\$ 12,5 bilhões em 1992 (BIS, 1994:110). O movimento ascendente da taxa de juros norte-americana ao longo de 1994 e a crise cambial mexicana deverão, no entanto, ter forte influência nos montantes captados em 1994 e, principalmente, 1995.

Emissões de bônus dos países em desenvolvimento...

O volume das emissões primárias de ações nos mercados internacionais⁸ por países em desenvolvimento é mais modesto, mas a participação relativa é maior se comparada ao mercado de bônus. O total emitido foi de cerca de US\$ 11,8 bilhões em 1993, o que representou 22,9% das emissões mundiais (Tabela 2.8). Neste mesmo ano, 54,5% do total emitido foram recibos de depósitos de ações, forma predominante na América Latina, enquanto na Ásia prevalecem as emissões internacionais em bolsas locais.

...e menor dinamismo nas colocações de ações

A compra de ações por investidores externos nos mercados secundários de países em desenvolvimento (principalmente na Ásia e na América Latina) alcançou cerca de US\$ 40 bilhões em 1993, contra US\$ 14 bilhões em 1992, sendo que os ativos dos fundos que investem nos mercados emergentes tinham patrimônio de US\$ 23,6 bilhões ao final de 1992 (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:50-56; 1994:84).

Atração dos mercados secundários...

Nos EUA, os fundos de investimento em mercados emergentes foram a sensação desta indústria no ano de 1993. Os ativos evoluíram para US\$ 9,2 bilhões contra US\$ 1,2 bilhão ao final do ano anterior, com o número de fundos passando de 21 para 39. O crescimento dos ativos refletiu, além do interesse do investidor, a valorização dos patrimônios: entre 40 e 74% no caso da América Latina e no intervalo de 63 a 105% no caso da região do Pacífico (Waggoner et alii, 1994:1b,5b). No ano de 1994, contudo, frente à crise cambial mexicana em dezembro, os fundos norte-americanos de investimento em mercados emergentes tiveram perda média de 9,6% (Waggoner et alii, 1995:5b)

...com fundos de investimento especializados...

8. Inclui emissões de ADR, GDR e emissões primárias internacionais de valores mobiliários listados em bolsas domésticas ("international placement shares listed in local stock market"), feitos principalmente nas bolsas asiáticas de Hong Kong, Singapura e mesmo China (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:54).

TABELA 2.7

**EMISSÕES DE BÔNUS INTERNACIONAIS POR PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO¹**

	em US\$ milhões					
	1989	1990	1991	1992	1993	1994 (1º Trim.)
Países em desenvolvimento	4.764	6.164	12.438	23.780	59.437	17.628
África	159	90	236	725		
Ásia	1.061	1.630	3.000	5.847	20.181	7.605
China	-	-	115	1.289	2.929	1.500
Hong Kong	193	66	100	185	5.785	1.305
Índia	450	274	227	-	546	439
Indonésia	175	80	369	494	485	659
Malásia	425	-	-	-	954	230
Coreia do Sul	258	1.105	2.012	3.208	5.864	1.273
Singapura	-	105	-	-	-	-
Taiwan	100	-	160	60	79	318
Tailândia	-	-	17	610	2.247	1.728
Filipinas	-	-	-	-	1.293	154
Europa	2.171	1.856	1.960	4.561	9.638	875
Bulgária	101	-	-	-	-	-
Antiga Checoslováquia	-	375	277	129	-	-
Hungria	878	888	1.186	1.242	4.796	69
Turquia	1.190	593	497	3.190	3.905	785
Eslováquia	-	-	-	-	240	21
Oriente Médio (Israel)	-	-	400	-	2.002	1.958
Hemisfério Ocidental	833	2.589	7.242	12.577	27.396	6.313
Argentina	-	21	795	1.570	6.233	1.460
Brasil	-	-	1.837	3.655	6.619	1.095
Chile	-	-	200	-	433	-
México	570	2.306	3.782	6.100	10.783	3.307
Colômbia	-	-	50	-	566	250
Trinidad e Tobago	-	-	-	100	125	-
Uruguai	-	-	-	100	140	100
Venezuela	263	262	578	932	2.348	-
Outros	-	-	-	-	90	150
Itens Selecionados						
Emissões de Notas de Médio Prazo	-	-	375	1.215	3.713	374
Argentina	-	-	-	40	940	-
Brasil	-	-	-	110	422	35
México	-	-	375	665	1.741	150
Venezuela	-	-	-	400	-	-
Outros	-	-	-	-	621	189
Total da emissão de bônus nos mercados internacionais	255.785	229.915	308.730	333.694	480.997	139.820
Parcela dos países em desenvolvimento nas emissões totais (%)	1,9	2,7	4,0	7,1	12,4	12,6

(1) Inclui emissões de euro-notas de médio prazo.

FONTE: Goldstein e Folkerts-Landau (1993: 51; 1994: 126)

TABELA 2.8

EMISSÕES INTERNACIONAIS DE AÇÕES POR PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO

	Em US\$ Milhões				
	1990	1991	1992	1993	1994 (1º Trim.)
Países em Desenvolvimento	1.262	5.436	9.259	11.865	4.018
África	-	143	270	8	-
Ásia	1.040	1.022	4.732	5.673	2.508
China	-	11	1.049	1.908	351
Hong Kong	-	-	1.250	1.264	72
Índia	-	-	240	331	1.310
Indonésia	633	167	262	604	342
Coreia do Sul	40	200	150	328	150
Malásia	-	-	382	-	-
Paquistão	-	11	48	5	-
Filipinas	53	159	392	64	2
Taiwan	-	-	543	72	-
Tailândia	100	209	145	466	174
Singapura	214	125	272	-	-
Bangladesh	-	-	-	19	-
Europa	124	91	67	202	330
Hungria	68	91	33	17	-
Turquia	56	-	34	184	330
Polônia	-	-	-	1	-
Oriente Médio	-	60	127	257	4
Israel	-	60	127	257	4
Hemisfério Ocidental	98	4.120	4.063	5.725	1.176
Argentina	-	356	372	2.793	197
Brasil	-	-	133	-	300
Chile	98	-	129	271	96
México	-	3.764	3.058	2.493	583
Panamá	-	-	88	-	-
Venezuela	-	-	283	42	-
Outros	-	-	-	127	-
Emissões globais de ações nos mercados internacionais	8.152	15.548	22.632	51.654	12.900
Participação dos países em desenvolvimento nas emissões globais (%)	15,5	35,0	40,9	22,9	31,1

FONTE: Goldstein e Folkerts-Landau (1993: 53, 1994: 127)

... e estagnação dos empréstimos bancários

Já os empréstimos bancários para países em desenvolvimento atingiram US\$ 18,7 bilhões em 1993 (US\$ 17,0 bilhões em 1992) (Tabela 2.9). Este modesto crescimento, contudo, foi acompanhado de elevação de "spreads" e redução de prazos. As operações, destinadas principalmente ao financiamento de comércio exterior, "project financing"⁹ e securitização de ativos ("asset-backed"), concentraram-se na Ásia (US\$ 13,4 bilhões) com total de apenas US\$ 2,4 bilhões para a América Latina.

Limitação ao ingresso de capitais de curto prazo na Ásia

Os países asiáticos têm direcionado suas necessidades de financiamento crescentemente para os mercados de títulos, através de políticas de estímulo aos mercados de capitais e políticas progressivas de liberalização dos movimentos de capitais (BIS, 1994:111), como mostra o crescimento das captações de bônus em 1993. Contudo, vale destacar que nestes países, o controle dos fluxos de capitais restringe aplicações especulativas de curto prazo (como a aquisição de ações em mercado secundário), privilegiando o apoio à formação de capital.

Potencial dos mercados acionários e privatização...

Em síntese, os anos 80 foram, de um modo geral, marcados pelo dinamismo dos mercados internacionais de bônus, mas há motivos para acreditar que os anos 90 assistirão a um crescimento relativo da importância dos mercados acionários. Entre 1985 e 1992, as privatizações acumuladas no mundo alcançaram o montante de US\$ 328 bilhões, estimando-se que este valor possa ser duplicado até o ano 2000 (Moreira, 1994:105). A expectativa de programas de privatização de grande envergadura, especialmente na Europa Ocidental (Alemanha, França, Itália) é compatível com a necessidade que estes países têm de criarem fundos em regime de capitalização para o segmento previdenciário. Tais fundos preferem ações como forma de fazer "hedge" de membros ativos do mercado de trabalho (ações acompanham melhor a progressão salarial do indivíduo), enquanto os títulos de renda fixa são mais indicados para lastrear despesas com pagamentos dos já aposentados (Brady, 1993:30).

... crescimento do mercado de capitais...

O movimento das finanças internacionais em direção a um maior peso dos títulos negociáveis (ações e bônus) aparece como uma tendência irreversível, não podendo ser associado meramente a um efeito passageiro decorrente da crise dos bancos internacionais nos anos 80. O maior peso do mercado de capitais está associado à globalização financeira e, particularmente, ao perfil de aplicação dos investidores institucionais.

... e a importância das políticas de desenvolvimento domésticas

O retorno do fluxo de capitais para os países em desenvolvimento da Ásia e América Latina faz parte deste contexto, observando-se, no caso dos países

9. No capítulo 4, será abordado como o "project financing" tende a ser a forma da possível retomada de créditos sindicalizados para países em desenvolvimento.

asiáticos, um maior peso relativo dos investimentos diretos e menor contribuição do capital especulativo de curto prazo. A crise cambial mexicana, contudo, mostrou os limites de uma inserção internacional baseada na valorização cambial e elevado déficit em transações correntes, afetando o fluxo de capitais para a América Latina como um todo. A recuperação de um fluxo de capitais de longo prazo e do investimento direto em bases regulares dependerá de uma política que consiga articulá-lo com uma política de desenvolvimento sustentável.

A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Assim como a evolução dos anos 70 esteve condicionada pelas estratégias dos eurobancos, as tendências dos mercados internacionais de capitais têm dependido do crescimento dos portfólios e das estratégias globais dos "money managers" (investidores institucionais) nos anos 80 e 90. Este comportamento reflete diretamente a mudança dos fluxos internacionais de capitais após o desaparecimento do superávit dos países da OPEP e o crescimento dos desajustes em transações correntes dos países industrializados, alterando a preferência pelo *tipo de ativo* que serve de lastro para o acúmulo das dívidas internacionais, com rejeição aos passivos bancários:

Principais credores líquidos, a RFA e o Japão e outros países industrializados tendem efetivamente a colocar uma grande parte de seus excedentes em valores mobiliários ou em títulos a curto prazo. Este comportamento explica-se de um lado pelas preferências tradicionais dos investidores destes países (sociedades de investimento, fundos de pensão) em matéria de aplicações e, de outro lado, pela percepção de um risco elevado associado às instituições financeiras, estando estas engajadas em operações cuja rentabilidade, e mesmo o bom término, se tornaram incertos (Lagayette, 1987:108).

A modificação dos ativos preferidos pelos credores líquidos implicou um passo adicional no processo de integração dos mercados de capitais internacionais. Nos anos 60 e 70, os excedentes em dólares gerados pelo déficit do balanço de pagamentos americano e os superávits em transações correntes da OPEP estimularam a internacionalização financeira. Duas dimensões estão envolvidas neste processo de internacionalização. Houve, em primeiro lugar, uma *desregulamentação* das operações realizadas entre residentes e não-residentes, mas em direção aos centros internacionais "off-shore", localizados nas principais praças financeiras internacionais (Londres, Luxemburgo) ou em paraísos fiscais (Bahamas, Grand Cayman etc.). A segunda dimensão é de natureza institucional e significou a *instalação dos principais bancos internacionais* nestes centros financeiros (Freitas, 1989). Os instrumentos de captação dos bancos foram principalmente os certificados de depósitos e títulos a taxas flutuantes (FRN), com grande dinamismo do mercado interbancário

*Desintermediação
financeira*

*Internacionalização
do capital bancário e
fluxos de empréstimos
nos anos 70*

TABELA 2.9

CRÉDITO BANCÁRIO POR PAÍS DE DESTINO

	Em US\$ Bilhões			
	1990	1991	1992	1993
Países em desenvolvimento ¹	21,0	27,0	17,0	18,7
Países em desenvolvimento importadores de petróleo	20,9	16,7	14,1	18,5
Africa	0,6	0,2	0,6	0,3
Ásia	12,0	13,6	10,5	13,4
China	1,5	2,3	2,7	3,8
Índia	0,7	-	0,2	-
Indonésia	3,9	5,0	1,8	2,0
Coreia do Sul	2,0	3,5	1,8	2,1
Malásia	0,5	0,2	1,2	1,4
Paquistão	0,4	0,1	-	-
Papua Nova Guiné	0,1	0,3	-	-
Filipinas	0,7	-	-	-
Taiwan	0,8	0,7	0,8	0,8
Tailândia	1,3	1,6	2,0	3,3
Outros	0,1	-	-	-
Europa	4,9	1,9	2,1	2,3
Bulgária	-	-	-	-
Hungria	-	0,1	0,2	0,1
Turquia	1,8	1,6	1,8	1,9
Antiga URSS	3,0	-	-	-
Outros	0,1	0,2	0,1	0,3
Oriente Médio	0,1	-	-	0,1
Hemisfério Ocidental	3,3	1,0	0,9	2,4
Argentina	-	-	-	0,4
Brasil	-	-	0,2	0,3
Chile	0,3	-	0,4	0,3
Colômbia	-	0,2	-	0,1
México	1,6	0,6	0,2	0,4
Uruguai	-	0,1	-	-
Venezuela	1,4	-	0,2	0,8
Outros	-	0,1	-	0,1
Outros países em desenvolvimento	0,1	10,0	2,9	0,2
Kuwait	-	5,5	-	-
Arábia Saudita	0,1	4,5	2,9	0,2

(1) Exclui centros bancários "off-shore".

FONTE: Goldstein e Folkerts-Landau (1993: 57, 1994: 86)

(Ferreira e Freitas, 1990a). Ligado ao desempenho do Euromercado, o processo de internacionalização foi essencialmente *bancário*, com franco predomínio da intermediação financeira convencional desempenhada pelos bancos comerciais internacionalizados.

A crise dos grandes bancos internacionais e a nova percepção de risco dos anos 80 tornaram problemático o financiamento dos déficits em transações correntes dos países desenvolvidos nos mesmos moldes. No início da década, a turbulência e a incerteza do cenário macroeconômico mundial tornaram imprescindível a associação entre segurança e liquidez nos portfólios dos agentes privados. A emissão de títulos públicos inicialmente cumpriu este papel. "Nos nossos dias, os mercados diretores são os mercados de dívida pública. Estes últimos evoluem com políticas orçamentárias totalmente independentes, que se tornaram completamente divergentes entre si no início dos anos 80" (Aglietta et alii, 1990:316). A segurança propiciada pelos títulos públicos tem seu melhor exemplo no caso dos EUA. Considerados universalmente como títulos de risco zero, os "treasury bonds" têm taxas de juros que são o piso internacional de referência para as demais emissões públicas e privadas. O déficit público dos EUA cumpre assim um papel fundamental no financiamento de seu déficit em transações correntes, o qual é em boa parte lastreado em títulos públicos, carregando implicitamente o aval do Tesouro¹⁰.

Crise bancária e papel da dívida pública frente aos déficits 'gêmeos' nos EUA

A persistência dos déficits em transações correntes nos EUA e em outros países industrializados ao longo dos anos 80 passou a reclamar novas formas de "ancoragem" dos recursos dos agentes superavitários. A diversificação e técnicas de "hedge" fazem parte da estratégia dos administradores de fundos, demandando também ativos privados. Mas manteve-se a preocupação com a liquidez e a segurança, o que excluiu a concentração em passivos bancários.

Novas formas de ancoragem...

A emissão de eurobônus atendeu a estes requisitos, representando o aval dos grandes grupos internacionais privados à continuidade do processo de acumulação financeira. Para tanto, foi fundamental a ligação da órbita financeira a novas fronteiras de expansão para o capital produtivo, com destaque para a revolução tecnológica no terreno da microinformática. Esta, inclusive, forneceu o substrato técnico para o gerenciamento complexo das novas práticas financeiras internacionais, tanto do ponto de vista operacional, como de monitoramento de riscos, por meio de modelos e "softwares" de complexidade crescente.

...com títulos negociáveis privados...

10. Ao final de 1990, o estoque de títulos públicos norte-americanos era de US\$ 3,4 trilhões, com US\$ 2,6 trilhões em poder do público. O movimento médio diário de transações era de cerca de US\$ 400 milhões com estes papéis, implicando um "turnover" (giro) do total do estoque em poder do público a cada oito dias (Goldstein et alii, 1993:5).

...incluindo ações

A persistência dos desequilíbrios em transações correntes e as oportunidades de arbitragem decorrentes da liberalização dos controles de capitais passou a demandar, em seguida, uma ligação crescente com os mercados acionários, ou seja, títulos representativos do patrimônio privado, com o fluxo internacional de capitais ganhando um componente de "interpenetração patrimonial" (Barros e Mendes, 1994:177). Isto superou o formato anterior baseado no investimento direto, o qual se liga a estratégias de médio e longo prazo de internacionalização produtiva, passando a envolver principalmente investimentos de portfólio, mais adequado ao perfil dos "money managers", que exigem liquidez de suas aplicações para fazer frente à constante mudança de expectativas.

Globalização...

O crescimento dos investimentos de portfólio implicou o acesso a mercados organizados de inversão (bolsas de valores e de futuros) que estavam escassamente internacionalizados, pela maior complexidade que cerca a regulamentação dos mercados domésticos de emissão e negociação de valores mobiliários de renda variável. O euromercado manteve um papel importante (via eurobônus), mas tornou-se insuficiente. Foi necessário o ingresso na etapa da globalização financeira, associada a um papel crescente dos mercados de capitais.

...exige integração dos mercados 'on-shore'

A globalização pressupõe a internacionalização e a liberdade dos movimentos de capitais, ou seja, envolve a possibilidade dos residentes transacionarem com não-residentes localizados em mercados "off-shore". Mas envolve um passo adicional, a integração dos mercados financeiros e de capitais domésticos, com residentes de um país transacionando com os residentes "on-shore" de outra nação. "Em um sistema financeiro globalizado, em que a mobilidade dos capitais é total, não há mais diferença significativa entre o mercado interno e o mercado internacional de ativos denominados em uma dada moeda." (Aglietta et alii, 1990:278)

Harmonização regulatória...

A complexidade do processo está em não depender apenas da liberalização e desregulamentação dos fluxos de capitais, como ocorreu nos anos 70. Exige um trabalho de aproximação entre a legislação e regulamentação das instituições e normas domésticas, que apresentam diferenças no que toca aos instrumentos utilizados, forma de negociação e, principalmente, quanto ao grau de informação ("disclosure") exigido sobre o emissor de títulos, especialmente no caso de ações ("equity"). A globalização, desta forma, é mais lenta no caso dos mercados de títulos de longo prazo:

Os mercados de câmbio e monetários parecem quase totalmente globalizados, enquanto os mercados de bônus podem ser considerados internacionalizados mas ainda não globalizados e o mercado acionário está se internacionalizando rapidamente. (Jun, 1990:1)

A lenta progressão deste movimento pode ser ilustrada pelo mercado de bônus. Coube a um organismo multilateral a introdução do conceito de "global bond" (ver Quadro 2.2). Emitido pela primeira vez em 1989 pelo Banco Mundial, o bônus global é transacionado simultaneamente nos mercados internacionais e domésticos. Por possuir maior liquidez, tem maior aceitação pelos investidores institucionais (BIS, 1993:116).

.. títulos globais...

Ainda mais difícil é o processo de internacionalização e globalização dos mercados acionários. Mesmo no âmbito dos países desenvolvidos, há grandes diferenças no desenvolvimento dos mercados domésticos e no papel que cumprem dentro da estrutura de financiamento empresarial. Isto se reflete na dimensão dos mercados secundários, normas de emissão, grau de informação do público e procedimentos contábeis, dentre os mais importantes.

...mas limitações nos mercados acionários

QUADRO 2.2

O BÔNUS GLOBAL

São títulos cuja colocação é feita de modo simultâneo nos mercados de capitais da Europa, Estados Unidos e Ásia. A negociação ocorre entre estas regiões e dentro delas. A negociação nos mercados domésticos (como nos EUA) não enfrenta as exigências feitas no caso dos eurobônus.

Apesar do crescimento deste segmento, muitas emissões denominadas de globais não atendem perfeitamente a definição, com distribuição muito concentrada em determinada região. A distribuição ampla e diversificada do título global é fundamental para que o papel adquira uma liquidez diferenciada, a qual deve compensar, via redução do prêmio de risco, os maiores custos da estrutura de emissão. A base ampla de investidores garante também sua negociabilidade nos mercados nacionais, permitindo ao investidor lidar com "market makers" locais.

As informações da Tabela 2.10 mostram que o mercado de bônus globais é fortemente dominado por emissões do setor público e organismos multilaterais, que respondiam, respectivamente, por cerca de 50 e 25% do estoque total emitido, até maio de 1994. Dentre as emissões de empresas públicas, destacaram-se empresas de serviços públicos canadenses, com várias operações feitas a partir de 1990, ocupando o primeiro lugar entre emissores individuais. Destaca-se, também, o percentual crescente das emissões deste tipo de instrumento dentre os bônus externos.

A maior parte das emissões é feita em dólares norte-americanos (60%) e canadenses (20%), com o iene representando 10%. O volume mínimo das primeiras emissões era de cerca de US\$ 1 bilhão, mas há tendência de redução neste valor. Os prazos são de 2 a 30 anos, sendo os mais típicos entre 5 a 10 anos. Os principais tomadores de recursos têm feito emissões com papéis de prazos variados.

A Tabela 2.11 mostra que após 1992 houve diversificação dos países emissores, envolvendo mesmo países em desenvolvimento. A maioria das emissões até meados de 1994 com "ratings" bem mais reduzidos ("noninvestment grade"), desmentindo a visão inicial de que este seria um mercado de acesso muito restrito (OECD, 1994:55-61).

TABELA 2.10
OFERTA DE BÔNUS GLOBAIS POR SETOR¹

Em US\$ Milhões

	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ²	Total
Governo Central	-	-	-	2.000	12.000	4.601	18.601
Governos estaduais e locais	-	-	-	3.000	10.656	3.093	16.749
Bancos Públicos	-	-	-	404	748	1.864	3.016
Empresas Públicas	-	1.077	7.504	4.047	1.192	1.480	15.300
Bancos	-	-	-	186	-	1.206	1.392
Instituições financeiras privadas	-	4.905	4.592	7.286	750	900	18.433
Empresas privadas	-	-	-	1.000	1.000	-	2.000
Organismos Internacionais	1.500	3.648	3.320	7.212	8.046	1.521	25.247
Total	1.500	9.630	15.416	25.135	34.392	14.665	100.738
<i>Bônus globais como percentual de todos os bônus externos</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>8</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	

(1) Convertido em US\$ pela taxa de câmbio do momento de emissão.

(2) Janeiro a Maio.

FONTE: OECD (1994: 57)

TABELA 2.11
OFERTAS DE BÔNUS GLOBAIS POR NACIONALIDADE¹

Em US\$ Milhões

	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ²	Total
Argentina	-	-	-	-	1.000	-	1.000
Austrália	-	-	-	-	683	-	683
Canadá	-	1.077	7.350	6.945	11.913	4.423	31.708
China	-	-	-	-	-	1.000	1.000
Dinamarca	-	-	-	-	-	150	150
Finlândia	-	-	-	2.000	1.000	360	3.360
França	-	-	-	186	-	-	186
Alemanha	-	-	-	-	-	1.206	1.206
Itália	-	-	-	-	5.500	2.752	8.252
Japão	-	-	-	1.000	-	-	1.000
México	-	-	-	-	-	1.000	1.000
Noruega	-	-	-	-	-	189	189
Portugal	-	-	-	-	1.000	849	1.849
Suécia	-	-	-	404	3.500	315	4.219
EUA	-	4.905	4.592	7.286	1.750	900	19.433
Outros ³	1.500	3.648	3.474	7.314	8.046	1.521	25.503
Total	1.500	9.630	15.416	25.135	34.392	14.665	100.738

(1) Convertido em US\$ pela taxa de câmbio do momento de emissão.

(2) Janeiro a Maio.

(3) Principalmente organismos internacionais.

FONTE: OECD (1994: 59)

A incorporação dos mercados acionários dos países em desenvolvimento no processo de globalização traz adicionalmente o obstáculo da polarização entre o patrimônio público e privado. No caso de países com grandes segmentos produtivos estatais e abalados por crises do financiamento público (como a América Latina), a falência do instituto da garantia pública (aval do Tesouro) dificulta o processo. As políticas de privatização emergem como o formato necessário para garantir a adesão destes países ao movimento da globalização, associadas ao saneamento das contas públicas.

Privatização e ajuste fiscal nos países em desenvolvimento...

Já no caso dos países do leste europeu, há passos preliminares em gestação. O arcabouço jurídico não estabelece com clareza a distinção entre o público e o privado, sendo essencial a introdução de uma legislação de falências. Ao vincular o insucesso empresarial ao patrimônio dos controladores (e não mais ao Estado), a lei de falências é parte indispensável do funcionamento de uma economia de mercado¹¹. Na sua ausência e na presença de uma crise das finanças públicas, inviabiliza-se o financiamento empresarial privado.

...e leis de falências no leste europeu

A globalização garante o acesso dos investidores ao conjunto amplo de instrumentos negociados nas diversas economias permitindo, desta forma, monitoramento de riscos. Elevam-se as oportunidades de gestão da riqueza e de financiamento de atividades produtivas. Mas também crescem as oportunidades de arbitragens de natureza especulativa, conseqüência do aprofundamento dos mercados secundários. Nos últimos dez anos, os movimentos de portfólio passaram a predominar frente às operações de comércio nos mercados cambiais.

Arbitragens especulativas...

Neste contexto, as óticas fundamentalistas de longo prazo (apoiadas nas variáveis macroeconômicas básicas) não permitem explicar a direção e velocidade dos movimentos corretivos de curtíssimo prazo. Advertências a respeito não mais se limitam aos "catastrofistas", sendo cada vez mais enfáticas nas análises periódicas de membros do "staff" do FMI:

...independem dos fundamentos macroeconômicos

Ao longo da última década, os mercados internacionais de capitais têm financiado de modo suave um padrão de grandes desequilíbrios de transações correntes sem precedentes. Isto tem sido possível em parte devido à internacionalização dos portfólios dos investidores... Parece provável que o processo de internacionalização dos portfólios tem muito a caminhar, podendo continuar a acomodar desequilíbrios substanciais por algum tempo.

No entanto, também há o perigo de que uma mudança súbita no sentimento do mercado possa romper este processo. O problema é ilustrado

11. A atenção quanto a este ponto decorreu de observação de Hyman Minsky, em palestra proferida no Instituto de Economia da Unicamp, em setembro de 1993. Para uma análise das reformas financeiras dos países do leste europeu, chamando atenção para a introdução ou aperfeiçoamento da legislação de falências, ver BIS (1993:42-52).

pelos eventos que se seguiram à quebra da bolsa em outubro de 1987...
(Allen et alii, 1990:9)

...as finanças marcadas pela compra e retenção dos ativos ["buy and hold finance"] estão dando lugar às finanças motivadas pela transação ["transaction-driven finance"], conduzindo à observação de que não é mais claro o que significa um "investimento de longo prazo". O aumento da liquidez permite aos investidores moverem-se rapidamente para dentro e fora de posições de investimentos internacionais e domésticas...avanços na tecnologia das transações financeiras...reduziram os custos de transação ao ponto de que servem menos e menos como um impedimento ao rearranjo dos portfólios quando as expectativas mudam. (Goldstein et alii, 1993:4)

*Alongamento dos prazos
não impede liquidez
crescente*

A amplitude de alternativas de financiamento abertas a partir do processo de globalização financeira tem combinado a possibilidade de elevação dos prazos de emissão de títulos negociáveis com o aumento de liquidez propiciado pela profundidade dos mercados secundários. A gestão de riscos, contudo, é de complexidade crescente, especialmente levando-se em conta as possibilidades trazidas pela gestão de passivos, frente à instabilidade das paridades cambiais relativamente aos diferenciais de taxas de juros. A atuação dos investidores institucionais reflete este cenário, com instituições mais voltadas para a compra e posse de ativos (fundos de pensão, seguradoras) e outras que atuam mais na arbitragem e por meio de ganhos de capital (fundos mútuos de investimento e, particularmente, os fundos "hedge").

O PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

*Crescimento dos ativos
dos 'money managers'...*

O papel preponderante dos fundos de investimento (mútuos, de pensões e seguradoras) no cenário financeiro internacional expressa-se em estimativas de que deteriam até US\$ 14 trilhões de ativos, sendo US\$ 8 trilhões nos EUA (Stevenson, 1993:2). Estimativa mais conservadora é apresentada na Tabela 2.12. Os cem maiores administradores de fundos nos EUA e os cem maiores na Europa teriam sob seu controle ativos de US\$ 8,1 trilhões ao final de 1991. Há um predomínio das aplicações no segmento de renda fixa (38,2%) em relação a ações (30,8%), enquanto cerca de 11,4% das carteiras são investidas no exterior.

*...ligado à
institucionalização das
poupanças*

O crescimento dos ativos geridos por estes investidores é reflexo da elevação significativa do percentual das poupanças de famílias detidas pelos investidores institucionais dos países do G7 (Tabela 2.13), com a exceção da Itália. O vertiginoso crescimento dos ativos à disposição dos "money managers" faz parte do movimento de institucionalização das poupanças que acompanha o envelhecimento das populações.

TABELA 2.13

A INSTITUCIONALIZAÇÃO DA POUPANÇA

Países	Fundo de pensão e seguradoras do ramo vida			Instituições de investimento coletivas			Total		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
Ativos financeiros como percentual dos ativos financeiros das famílias									
EUA	17,8	21,1	23,5	2,2	5,0	7,7	20,0	26,0	31,2
Japão	13,8	16,6	20,8	1,8	3,6	5,6	15,6	20,2	26,4
Alemanha	19,4	24,2	27,1	3,2	4,8	8,1	22,6	29,0	35,1
França	8,0	11,2	14,7	2,7	12,4	21,7	10,6	23,6	36,3
Itália ^{1,2}	1,6	0,9	3,2 ³	n.d.	2,1	2,9 ³	n.d.	2,9	6,1 ³
Reino Unido ¹	39,9	49,9	53,7 ³	1,6	3,1	4,9 ³	41,5	53,1	58,6 ³
Canadá	19,4	23,3	26,7	1,0	1,6	3,0	20,4	24,9	29,7

(1) Ativos totais. (2) Valor histórico. (3) 1989.

FONTE: BIS (1992: 194)

Investidores institucionais
nos EUA

A Tabela 2.14 mostra o peso de cada tipo de investidor institucional nos EUA. Os fundos de pensão têm a maior participação relativa (38,2%), seguidos pelas seguradoras (29,7%). O conjunto formado pelos fundos mútuos e "bank trusts" (administração de fortunas de pessoas físicas) é igualmente expressivo (28,4%). Prevê-se que somente os fundos de pensão alcancem US\$ 7,6 trilhões em ativos globais ao final de 1996, dos quais US\$ 880 bilhões seriam investidos no exterior (Goldstein et alii:1993:145).

TABELA 2.14

ATIVOS DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS DOS EUA POR TIPO DE INVESTIDOR

Em Bilhões de US\$

	1981	1986	1987	1988	1989	1990
Fundos de pensão	891,2	1.791,7	1.934,3	2.352,0	2.484,0	2.491,3
Privados	667,0	1.322,2	1.417,3	1.662,0	1.748,1	1.735,0
Públicos	224,2	469,5	517,0	690,0	734,9	756,3
Seguradoras	559,0	992,8	1.011,2	1.258,8	1.826,8	1.935,2
Cias. de investimento das quais:	248,3	727,0	790,4	816,0	1.035,6	1.121,9
Fundos mútuos	241,4	716,5	769,9	777,8	982,0	1.069,1
"Bank trusts"	334,9	614,6	693,4	645,8	747,6	785,6
Outros	66,0	136,9	176,6	133,4	152,1	187,0
Total	2.099,4	4.263,0	4.605,9	5.206,0	6.246,1	6.520,4

FONTE: Goldstein et alii (1993: 66)

Os patrimônios dos fundos de pensão europeus são substancialmente menores se comparado aos EUA. Em meados de 1994, o Reino Unido (US\$ 717 bilhões), Holanda (US\$ 261 bilhões), Suíça (US\$ 150 bilhões) e Alemanha (US\$ 106 bilhões) concentravam a maior parte dos ativos, enquanto França (US\$ 41 bilhões), Itália (US\$ 11 bilhões), Espanha (US\$ 10 bilhões) e Bélgica (US\$ 7 bilhões) possuíam ativos inferiores aos existentes no Brasil, com os três últimos perdendo inclusive para o Chile (Cooper, 1994:54).

Fundos de pensão europeus

Não se obteve dados quanto aos ativos das seguradoras européias, ao contrário do Japão, em que este foi o único segmento para o qual se obteve informações. Os administradores de seguros japoneses teriam ativos de cerca de US\$ 923 bilhões em março de 1991 (Goldstein et alii, 1993:67). A companhia de seguros da poupança postal (Kampo), de propriedade do governo, administra ativos no valor de US\$ 580 bilhões, sendo provavelmente um dos maiores investidores institucionais do mundo (Stevenson, 1993:24).

Seguradoras no Japão

Havia ao final de 1993 um total de 4.385 fundos mútuos de investimento nos EUA. Somente 30% destes operavam no mercado monetário (ativos em títulos públicos e "commercial paper"), contra 70% em 1982. O valor dos ativos destes fundos, que garantem liquidez aos cotistas, era de US\$ 1,8 trilhão ao final de 1993, cifra expressiva frente ao total dos depósitos bancários (US\$ 2,5 trilhões) (Stevenson, 1993:11-12). A diversificação dos fundos mútuos de investimento norte-americanos é ampla. Além dos fundos de ações tradicionais (que podem variar em termos do perfil mais ou menos agressivo da carteira), há outros especializados em empresas pequenas e médias, ou que operam concentrados em segmentos diversos: meio ambiente, biotecnologia, ciência e tecnologia, saúde, serviços financeiros, setor imobiliário, mineração, serviços de utilidade pública. No caso dos fundos externos, há fundos globais (investem no mercado americano e internacional de ações), internacionais (só ações estrangeiras), regionais (Europa, Ásia, América Latina) ou nacionais (Japão, Canadá) (Waggoner, 1994:5b).

Fundos mútuos nos EUA....

Os fundos mútuos europeus contam com ativos de cerca de US\$ 900 bilhões, carregando em geral títulos de curto prazo e bônus (Stevenson, 1993:27). A exceção fica por conta do Reino Unido, onde predominam as ações. Neste país, os investidores institucionais detêm mais de 50% do estoque de ações, contra um percentual médio de 12% verificado na Europa continental (Makin, 1993b:63).

...e Europa

O peso dos investidores institucionais nos mercados internacionais de bônus e ações é crescente. Estima-se que US\$ 2,5 trilhões em títulos negociáveis (US\$ 1,3 trilhões em ações) eram de propriedade de não-residentes. Deste total, US\$ 1 trilhão era detido por investidores dos EUA e Reino Unido

Inversões internacionais dos investidores institucionais...

(Goldstein et alii, 1993:140, 145). O investimento externo dos fundos de pensão norte-americanos aumentou US\$ 46 bilhões somente em 1993, com ativos junto a não-residentes atingindo US\$ 260 bilhões (7% em mercados emergentes). Este valor pode alcançar cifras de US\$ 700 bilhões em 1998, apresentando 11 a 12% do total de ativos (Brady, 1994:36).

...inclusive no Chile

A tendência de investir externamente excedentes dos fundos de pensão também tem atingido países em desenvolvimento, como o Chile. A partir de 1994, as administradoras de fundos de pensão chilenas poderão alocar um máximo de 12% de seus ativos totais (US\$ 16 bilhões ou 40% do PIB ao final de 1993) junto a não-residentes. A liberalização para investimentos no exterior também abrangeu seguradoras e fundos mútuos (Prado, 1994).

Diversificação de riscos em mercados emergentes...

As aplicações externas dos investidores institucionais têm buscado, também, oportunidades lucrativas nos mercados emergentes. Estes não apresentam, de um modo geral, correlação significativa com os movimentos dos preços das ações negociadas nos países centrais, ou mesmo entre si (Glasgall et alii, 1993:55-57). Há fundos mútuos que colocam até 10% de seus patrimônios em mercados emergentes (Ásia e América Latina), mas a posição de fundos de pensão e seguradoras é mais conservadora (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:58).

...com convergência na crise no caso da América Latina

O movimento dos investidores institucionais em busca de diversificação de riscos e elevada rentabilidade nos países emergentes da América Latina, contudo, foi consideravelmente abalado pela crise cambial mexicana, que mostrou que em um momento de crise, há uma forte convergência no comportamento dos mercados acionários. Isto decorre da necessidade dos fundos de investimento especializados de venderem ações para atender aos resgates dos cotistas, o que faz com que as vendas ocorram em vários mercados (para minimizar as perdas) e concentradas nos ativos e mercados de maior liquidez.

Crescimento dos fundos de pensão com o envelhecimento populacional

Conquanto os fluxos de capitais de curto para os países emergentes da América Latina possam apresentar retração em decorrência da crise mexicana, é importante dar destaque para o movimento que sustenta o crescimento dos ativos dos fundos de pensão, já que são estes investidores, ao lado das seguradoras, que se constituem em fontes por excelência de recursos de longo prazo. A elevação da expectativa de vida, os problemas gerados pelo desemprego estrutural e novas relações de trabalho (principalmente na área de serviços) têm produzido um movimento mundial de revisão dos sistemas previdenciários públicos. Estimativas indicam que, nos países avançados, a relação entre trabalhadores ativos e inativos pode passar do patamar atual de 20% para mais de 30% no Japão e cerca de 40% nos EUA e na Europa no ano 2040 (Stevenson, 1993:2-4).

Duas definições são básicas para caracterizar os sistemas de previdência. Nos regimes de repartição simples, aposentadorias e pensões são financiadas diretamente pela contribuição da força de trabalho ativa. Mesmo que exista alguma reserva técnica ou que o pagamento seja no todo ou em parte assumido pelo empregador privado (como existe na Alemanha), não se constituem fundos capitalizados em bases atuariais, de modo a garantir o equilíbrio financeiro futuro.

Regime de repartição simples

Em um sistema de capitalização, as contribuições de empregados e empregadores constituem um fundo coletivo ou individual. A soma dos ingressos capitalizados servirá de base para a assunção futura das despesas, com apropriação dos juros e dividendos dos ativos financeiros adquiridos. Há dois formatos básicos dos fundos constituídos sob o regime de capitalização. Os fundos de benefício definido garantem ao aposentado ou pensionista um nível pré-determinado de remuneração, em geral uma fração parcial ou integral dos últimos salários recebidos. A contribuição de empregados e empregadores deve ajustar-se para garantir o atendimento das obrigações. Por outro lado, fala-se em fundos de contribuição definida quando parte-se de um nível dado de aporte de recursos de empregados e empregadores, sem existência de compromisso com o valor do benefício, que poderá ser apropriado de uma só vez (resgate integral) ou em parcelas periódicas.

Regime de capitalização com benefícios ou contribuições definidas

A tendência observada em escala mundial é pela manutenção de um sistema de cobertura universal obrigatório com base na repartição simples, com garantia governamental, acompanhado de um regime complementar voluntário em bases de capitalização¹².

Tendências de reformulação

Nos EUA, a evolução recente mostra um maior crescimento relativo dos planos com base na contribuição definida, especialmente a partir de fundos individuais patrocinados por empresas (planos "401(k)") ou mesmo mantidos exclusivamente pelos indivíduos (IRA, "individual retirement accounts"). Os fundos de benefício definido têm se mostrado extremamente onerosos para as empresas. Muitas delas utilizaram os recursos excedentes dos fundos para custear planos de aposentadoria antecipada, dentro de planos de racionalização de mão-de-obra, ou para elevação do custeio de despesas de saúde dos empregados. Conjugados com um período de taxas de juros baixas até o final de 1993, estes fatores geraram problemas de "underfunding"¹³ (Rosenberg, 1993:109-113). Em função deste problemas, tem ocorrido um intenso processo de reestruturação dos fundos de pensão, a cargo de ban-

Crescimento da contribuição definida nos EUA com 'underfunding' do benefício definido

12. Para uma análise comparada dos regimes previdenciários em países desenvolvidos e em desenvolvimento, bem como sobre as perspectivas de reforma, ver ABRAPP (1992).

13. O caso mais significativo é o da General Motors, que no início de 1994 acumulava uma dívida de US\$ 20 bilhões junto ao fundo de pensão de seus empregados. Esta dívida atingiu fortemente os resultados da empresa, uma vez que a legislação norte-americana exige que seja lançada no balanço.

cos de investimento, com ênfase no alongamento dos prazos dos ativos de renda fixa, ao lado do uso mais intenso de operações com futuros e opções (Rosenberg, 1993: 114).

Tendências da reforma previdenciária na Europa

No caso da Europa, os déficits nos sistemas previdenciários públicos ameaçam assumir características explosivas no século XXI, dado o predomínio dos regimes de repartição simples¹⁴. Este quadro tem conduzido à elevação da idade mínima da aposentadoria, aumento das contribuições e redução dos benefícios (Makin, 1993a:53). A prevalecer a sistemática vigente, a média de contribuição, atualmente correspondente a 17% dos salários, chegaria a 35% em 2020 (Dwyer, 1993). A adoção de fundos em regime de capitalização é uma tendência no caso da Alemanha, França, Itália, Espanha, Bélgica e Grécia (Brady, 1993:31). Isto associa-se também com objetivos de alargar a base do mercado de capitais, a partir de processos de privatização (Makin, 1993a:53-54).

'Hedge funds'...

Um outro tipo de investidor institucional também tem chamado grande atenção nos mercados internacionais nos anos 90. Trata-se do "hedge fund" (Quadro 2.3). Embora tenha uma composição de carteira que não o distingua a princípio dos fundos mútuos convencionais, há uma diferenciação fundamental. Enquanto os fundos mútuos convencionais (tanto nos mercados monetários, como de "securities") de um modo geral têm como passivo o capital próprio, dividido em frações ideais ou cotas, os fundos "hedge" contraem empréstimos bancários a partir de sua base de capital, trabalhando muitas vezes com forte índice de alavancagem financeira. A ação dos mesmos é essencialmente especulativa, em geral no caso dos fundos macro operando "off-shore" (oposta, portanto, ao sentido "clássico" do termo "hedge") (Goldstein et alii, 1993:5).

...como 'market leaders'

O capital próprio dos fundos "hedge" confere-lhes grande margem de manobra nos mercados de derivativos. Na medida em que os ajustes de margens nos contratos envolvem um percentual pequeno (3 a 4%) do valor contratado, são possíveis alavancagens de até 1:100 (Weiss e Weber, 1994:46). Além do poder de mercado, estes fundos têm assumido papel de "market leaders" nos mercados internacionais de divisas, destacando-se no ataque especulativo contra o Sistema Monetário Europeu em 1992 (Goldstein et alii, 1993:11).

14. Segundo estimativas da OECD, o valor presente em termos líquidos dos passivos previdenciários alcançaria duas vezes o PIB no Japão, França, Itália e Canadá, correspondendo a mais de uma vez e meia o PIB na Alemanha e Reino Unido (BIS, 1994:33).

A proliferação dos produtos derivativos é uma característica distintiva dos sistemas financeiros internacionais após o colapso do sistema de taxas de câmbio fixas em 1971. Já nos anos 70, a lógica dos mercados organizados de futuros e opções, tradicionalmente voltados para operações com "commodities" e ações, é estendida para transações com taxas de juros e de câmbio, como prova de que estas variáveis passaram a ter um comportamento "flex-price".

QUADRO 2.3

OS FUNDOS "HEDGE"

Os fundos "hedge" baseados no mercado norte-americano ("on-shore") são em geral um condomínio fechado (com carência de um a três anos para resgate de cotas) de até 99 investidores, com investimento mínimo inicial de US\$ 1 milhão. Com estas características, evitam as normas de regulação da Securities and Exchange Commission (SEC), com reduzidas exigências de "disclosure", aumentando a flexibilidade operacional. A remuneração do administrador do fundo "hedge" em geral situa-se em 20% dos lucros obtidos, contra 2 a 3% em um fundo mútuo convencional (Weiss e Weber, 1994:45-46).

Estima-se que existam de 800 a 900 fundos "hedge", com um volume de capital expressivo (entre US\$ 75 e 100 bilhões) se comparado ao capital agregado dos grandes bancos de investimento norte-americanos (US\$ 27 bilhões) e mesmo frente aos grandes bancos comerciais (US\$ 90 bilhões) (Goldstein e Folkets-Landau, 1994:7). Há estimativas de que o volume possa ser muito maior (US\$ 160 bilhões) tendo em vista a falta de informações quantos aos fundos que operam "off-shore". Neste caso, praticamente não são regulamentados. Os investimentos mínimos são menores, não há limite para participantes e em geral são condomínios abertos, com resgate de cotas permitido em bases mais frequentes. A garantia de maior liquidez, por sua vez, contribui para um comportamento mais agressivo. (Bennett e Shireff, 1994:98).

A definição "clássica" do fundo "hedge" é de um investidor institucional que combina operações nos mercados à vista e a termo. A operação característica é a compra de ações associada à prática da "short sale" (venda a termo a descoberto) como proteção contra a queda dos preços, com muitos fundos operando com uma visão genuína de "hedge". O segmento especulativo é composto principalmente pelos fundos "macro" ("offshore"), que operam globalmente. Adotam estratégias mais ousadas e trabalham com maiores índices de alavancagem. Têm preferência pelos mercados de divisas e bônus, combinados com o uso intenso de produtos derivativos, como futuros e opções. Os quatro maiores "macro funds" (Quantum, Tiger, Steinhardt e Omega) detêm cerca de 50% dos ativos dos fundos "offshore".

Estes fundos são considerados os investidores mais alavancados nos mercados internacionais, na proporção de 5 a 20 vezes o capital próprio. Os empréstimos obtidos pelos "hedge funds" têm como garantia de principal os títulos adquiridos, com constituição de margens variáveis para garantir os encargos financeiros (Goldstein e Folkets-Landau, 1994:7).

*...com operações de
balcão...*

Nos anos 80, um conjunto novo de derivativos passou a ser negociado em operações de balcão (mercados "over the counter", OTC). Isto permitiu que as operações de "hedge" pudessem ser realizadas sob encomenda, com flexibilização de prazos, moedas, taxas de juros, valores e formatos dos contratos. Dentre os mais significativos, deve-se mencionar os "swaps" de taxas de câmbio e taxas de juros, mediante os quais dois agentes trocam fluxos de pagamentos referidos a moedas ou taxas de juros diferentes (tipicamente, neste último caso, taxas fixas contra flutuantes), respectivamente.

*...e valor nominal não
registrado em balanço*

Os fluxos de pagamento são frações de um determinado valor nominal, sendo este último conhecido como o valor nominal da operação. Este é apenas uma referência para um fluxo de pagamentos, na medida em que não há pagamentos de principal¹⁵. O importante é que não há a contabilização patrimonial dos valores nominais, que são extra-balanço (operações "off-balance-sheet"). Nos mercados organizados (bolsas), as variações diárias do preço do produto, moeda ou taxa objeto da operação são ajustadas continuamente, via margens de garantia depositadas pelas duas partes.

*Graus de liquidez
diferem nos mercados de
bolsa e balcão*

A existência de produtos padronizados e homogêneos garante maior grau de liquidez aos contratos de derivativos negociados em bolsa. Para isto também contribui o papel exercido pelas bolsas na liquidação dos contratos e custódia das garantias. No caso de "défaul" de uma das corretoras, a bolsa em geral garantirá a liquidação dos contratos, recorrendo a empréstimos se necessário. O mesmo não ocorre nos mercados de derivativos OTC, tendo em vista que não há transparência neste tipo de operação. Estas são moldadas caso a caso, possuindo pouca ou nenhuma liquidez no mercado secundário.

*Diversificação dos
derivativos e
intensificação dos
volumes negociados...*

Além dos "swaps", outros produtos derivativos são negociados em mercado de balcão, como opções de câmbio, contratos a termo de taxas de juros ("forward rate agreements"), "caps" (tetos de taxa de juro), "floors" (pisos de juros) e "collars" (combinação de teto e piso).¹⁶ Os dados da Tabela 2.15 permitem ver que o valor do estoque dos produtos derivativos (em termos do valor nominal) alcançava cerca de US\$ 10 trilhões ao final de 1992. O predomínio das operações OTC (US\$ 5,3 trilhões) deveu-se ao papel destacado dos "swaps" de taxas de juros (US\$ 3,85 trilhões). Em 1993, no entanto, houve uma expressiva aceleração dos derivativos de bolsa, faltando dados dos mercados de balcão. O valor nominal dos produtos derivativos ligados a taxas de juros e de câmbio cresceu 385% entre 1987 e 1991, passando de 31 para 106% dos ativos internacionais dos bancos, o que indica o crescimento relativo destes novos produtos frente ao crédito bancário (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:24).

15. A grande exceção são os "swaps" de câmbio, em que os pagamentos recíprocos envolvem troca de principal.

16. Para definições, consultar BNDES (1991a), Fortuna (1993) e Carvalho (1991).

TABELA 2.15

MERCADOS PARA PRODUTOS DERIVATIVOS SELECIONADOS

Instrumentos	Estoque do valor nominal					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	Em US\$ Bilhões					
Derivativos de bolsa	1.306,0	1.768,3	2.291,7	3.523,4	4.640,5	7.839,3
Futuros de taxas de juros	895,4	1.200,6	1.454,1	2.157,1	2.902,2	4.960,4
Opções de taxa de juros ¹	279,2	387,9	599,5	1.072,6	1.385,4	2.362,4
Futuros de câmbio	11,6	15,6	16,3	17,8	24,5	29,8
Opções de câmbio ¹	48,0	50,1	56,1	61,2	80,1	81,1
Futuros de índices de bolsa	27,8	41,8	69,7	77,3	80,7	119,2
Opções de índices de bolsa ¹	44,0	72,2	96,0	137,4	167,6	286,4
Derivativos de balcão (OTC) ²	3.450,3	4.449,4	5.345,7	..
"Swaps" de taxa de juros	1.010,2	1.502,6	2.311,5	3.065,1	3.850,8	..
"Swaps" de câmbio ³	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	..
Outros derivativos ligados a "swaps" ⁴	561,3	577,2	634,5	..

(1) Compra e venda. (2) Dados colhidos apenas pela International Swaps Derivatives Association (ISDA); os dois lados dos contratos entre membros da ISDA são informados apenas uma vez; exclui "forward rate agreements", opções de câmbio, contratos de câmbio a termo e derivativos ligados a ações e "commodities". (3) Ajustado para informações de ambas as moedas; inclui "swaps" combinados de juros e câmbio. (4) Tetos ("caps"), pisos ("floors"), teto e piso ("collars") e opções de "swaps" ("swaptions").

FONTE: BIS (1994: 112)

A intensificação da utilização de derivativos tem se dado principalmente intra-bancos. Em função da queda de rentabilidade associada às transações convencionais, com grandes clientes atendendo suas necessidades de recursos nos mercados de capitais, os bancos têm atuado de forma agressiva nos mercados de derivativos OTC. Visando administrar suas exposições de risco, fazem novas operações em sentido contrário para garantir o "hedge" (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993: 24-26). Além dos bancos, corporações dos EUA e Ásia vêm recorrendo crescentemente a derivativos, ao lado de alguns governos europeus. As autoridades reguladoras têm apresentado o receio de que empresas atuando nos mercados de derivativos muitas vezes não buscam proteção contra o risco, e sim ganhos especulativos, dada a postura agressiva dos bancos em venderem tais produtos.

...com atuação agressiva de bancos e empresas

Uma tendência recente tem sido o uso de derivativos associados a mercados acionários ("equity derivatives"). Estes derivativos podem estar ligados aos índices de bolsa de valores (prêmio pago a partir de um dado patamar do

Derivativos ligados ao mercado acionário...

índice da bolsa), ou à fixação de um máximo e mínimo para a cotação da ação ("collar") ou mesmo envolver a troca de um fluxo de pagamentos em renda fixa (taxa de juros fixa ou flutuante) contra um índice de uma bolsa (Makin, 1991:116).

...e produtos estruturados

A associação da emissão de bônus com produtos derivativos (inclusive de "equity") gerou um segmento emergente de produtos estruturados. Estes têm sido a base do dinamismo do mercado de notas de médio prazo (1 a 2 anos). Estruturas inovadoras têm servido como base de emissões realizadas inclusive por governos (Suécia) e pelo Banco Mundial, vinculando o pagamento de uma taxa (por exemplo, Libor + "spread") a um determinado evento (por exemplo, se alguma taxa de juros de referência estiver entre 3 e 5% a.a.). Se o valor da taxa de juros de referência situar-se dentro do intervalo acordado, é feito o pagamento dos juros contratados (Libor + "spread"); caso contrário, nada é pago como juros (Bennett, 1994:53). Também tem ocorrido lançamentos de papéis com prêmio vinculado ao nível de índices de bolsa de valores (Parsley, 1993:130).

'Hedge' dos operadores de câmbio...

O uso de derivativos e técnicas de "hedge" é fundamental nos mercados monetário e de câmbio. Permite que operações de triangulação sejam feitas nos mercados internacionais, implicando redução de custos e aumento da liquidez, levando à constituição de operações "sintéticas" (ver Quadro 2.1). O giro aumentado dos mercados cambiais amplia o papel dos bancos, já que eles se constituem em "market makers" das operações. Assumem riscos cambiais dados pelo conjunto das operações "spot" e "forward", além das demais operações com derivativos de câmbio ("swaps", opções).

...com exigência de modelos sofisticados para administração de riscos

A complexidade do gerenciamento destas posições leva à necessidade de utilização de modelos sofisticados, de modo a garantir uma posição "hedge" (ver Quadro 2.5). Por outro lado, o banco pode estar protegendo-se de certos eventos que não ocorrerão, assumindo custos de "hedge" excessivos do ponto de vista da concorrência no mercado, simplesmente por não conseguir identificar certas correlações entre taxas de juros e taxas de câmbio. A concorrência no mercado de derivativos, com redução da rentabilidade, tem trazido a necessidade de modelos mais sofisticados para identificar correlações entre variáveis, os quais apenas possíveis de serem rodados em super-computadores (Parsley, 1993:29).

Riscos das operações de 'hedge'

Um "hedge" é sempre uma operação de risco, já que existe a possibilidade de inadimplência da contrapartida (risco de crédito), a qual, nos mercados organizados, é minorada pela constituição de margens de garantias. Por outro lado, poucas operações de "hedge" são perfeitas, uma vez que os instrumentos financeiros utilizados como "hedge" possuem geralmente al-

gumas diferenças como prazos de maturação, vencimentos de juros e outros. A liquidez dos instrumentos utilizados também conta, pois o risco aumenta se o "hedge" é feito com um instrumento ilíquido, face à possibilidade de algum evento não-antecipado.

QUADRO 2.4

GERENCIAMENTO DE RISCOS NOS MERCADOS DE OPÇÕES E O CONCEITO DE "DYNAMIC HEDGING"

Se um banco é o vendedor ("writer") de uma opção de venda de uma moeda a um dado preço, corre o risco de ter de comprar a moeda no momento do exercício (se houver) no mercado "spot" e entregá-la ao comprador da opção ("buyer") por um preço menor do que o vigente no mercado. Se o diferencial superar o prêmio recebido na venda da opção, terá prejuízo.

Uma possibilidade de "hedge" seria comprar a moeda à vista no momento de venda da opção. Mas isto implica carregar a moeda até o vencimento, o que é inadequado já que a opção pode não ser exercida. Por meio do modelo Black-Scholes, é possível estimar uma probabilidade de que a opção seja exercida, na medida em que a paridade da moeda varie nos mercados cambiais. Se esta variação ocorrer no sentido de desestimular o exercício da opção ("out-of-money"), o valor da opção no mercado secundário se reduz; caso contrário ("in-the-money"), seu valor se eleva. A cada opção é atribuído um valor de zero a um, denominado "delta", que representa a mudança no valor da opção associada a cada unidade de variação da paridade cambial.

O valor de delta é crescente com a possibilidade de exercício da opção, indicando um maior risco para o banco. Mas como o que importa é o conjunto das operações feitas em cada moeda, podendo haver compensações, o modelo fornece um parâmetro delta ponderado ("delta-weighted"). A partir do resultado final, o banco constrói o seu "hedge" com posições nos mercados cambiais à vista e a termo. O "hedge" assim efetuado é denominado de opção sintética ("synthetic option"), pois implica criar, por meio de uma série de posições "spot" e "forward", uma "opção" que equilibra o portfólio dos bancos em termos do risco cambial.

Mas há uma série de complicadores. O valor de delta varia em função do comportamento dos diferenciais de taxas de juros entre países. Se este diferencial sobe, é percebido pelo modelo como indicio de movimento compensatório a uma maior desvalorização futura da moeda cuja taxa de juros se elevou (ou seja, cai o valor presente da moeda). Também ocorrem mudanças a partir de oscilações da própria taxa de câmbio e do desvio-padrão projetado entre as paridades.

Surge, assim, a necessidade de um monitoramento constante ("dynamic hedging"), em que a partir de um nível mínimo de oscilação nas variáveis, ordens de compra e venda de divisas são geradas automaticamente. O modelo, contudo, não prevê a possibilidade de descontinuidades abruptas, como por exemplo no caso de um realinhamento de paridades no Sistema Monetário Europeu ou a desvalorização recente do peso mexicano. Isto elevaria acentuadamente o valor de delta, deixando o banco desprotegido ("underhedged") (ver Goldstein et alii, 1993:34-35).

*'proxy hedging' e
especulação*

As características nem sempre adequadas dos derivativos existentes nos mercados organizados, a falta de liquidez das operações OTC e a busca de ganhos por meio da identificação de correlações entre variáveis leva ao conceito de "proxy hedging" ou seja, o uso de um instrumento com características diferentes do ativo para o qual se busca proteção, mas que possui algum grau de correlação com ele. Por exemplo, caso se espere uma queda nas bolsas internacionais, uma alternativa é diversificar em mercados emergentes. Se o mercado de títulos é baixista, o mercado de "commodities" pode ser uma boa alternativa (Robinson, 1994:129). Esta visão é típica dos administradores de fundos, muitas vezes comprometidos com índices mínimos de rentabilidade de suas carteiras, ou com remuneração vinculada a ela. Desta maneira, o "hedge" passa a ter um elemento especulativo, dado pelo grau de correlação do instrumento utilizado com o ativo detido, elevando riscos.

*Estímulo aos mercados
organizados de
derivativos dadas as
crises recentes*

A tentativa de se reduzir os riscos associados aos produtos derivativos tem conduzido as autoridades de regulação a estimularem os contratos padronizados organizados em bolsas, ao mesmo tempo em que estas têm flexibilizado as condições de negociação para ganhar mercado. Os bancos, em contrapartida, procuram crescentemente oferecer serviços de "clearing" e chamadas de margens de garantia nas operações de derivativos OTC. Contudo, o grau de liquidez dos mercados OTC é um problema praticamente insolúvel, dada a característica sob encomenda das operações. Existe uma crescente preocupação com o uso destes instrumentos, na medida em que muitas empresas produtivas têm assumido posições especulativas de vulto nestes instrumentos, sofrendo pesadas perdas em função de mudanças inesperadas. Posições especulativas são muitas vezes resultantes da tentativa de recuperar perdas em outras operações (BIS, 1994:118).

*Problemas com
derivativos exige
monitorar riscos
assumidos pelos bancos*

O uso de derivativos como forma de transferir e desvincular riscos ("unbundling") pode justificar-se em termos da eficiência econômica e competitividade, tanto nos mercados monetários como em mercados de capitais, tendo sido utilizados crescentemente por governos e órgãos multilaterais. A proliferação dos derivativos, contudo, traz uma série de inquietações, especialmente frente ao seu intenso uso pelos administradores de fundos e mesmo algumas empresas. Entende-se que os derivativos em si não são a fonte do problema, na medida em que, essencialmente, transferem riscos de um agente econômico para outro. As perdas associadas a derivativos ocorrem essencialmente em função da própria instabilidade do cenário econômico internacional, atestando que estes produtos não podem transferir riscos de modo perfeito. Além disso, os riscos aparecem quando há uma concentração excessiva de uma determinada posição em uma instituição, o que é ainda mais grave quando o agente econômico assume uma posição especulativa alavancada em crédito bancário, a qual não pode ser suportada ade-

quadamente pelo seu capital próprio. Isto chama atenção para a atuação dos bancos neste mercado e as razões pelas quais estariam assumindo riscos eventualmente excessivos na aplicação de seu capital e no financiamento a clientes especuladores, como os fundos "hedge".

Ciclos de preços de ativos, política macroeconômica e regulação financeira

O que parecia ser uma visão associada a algumas "cassandras" isoladas, como Henry Kaufman (o "senhor catástrofe") nos EUA ou os sempre atentos trabalhos do BIS¹⁷, hoje já passou a ser uma realidade explicitamente reconhecida pelos organismos internacionais como FMI e Banco Mundial. Os desenvolvimentos recentes elevaram a instabilidade financeira. (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:30-31).

Aumento da instabilidade financeira...

As análises de membros do "staff" do FMI têm enfatizado, como explicação para as crises financeiras recentes, o papel agressivo dos bancos e outras instituições não-bancárias na busca de novos clientes em um ambiente liberalizado. Neste novo cenário, que contrasta com a estabilidade mostrada após a Segunda Guerra Mundial, as instituições financeiras passaram a aceitar novos riscos, por exemplo elevando sua participação no financiamento imobiliário e assumindo posições especulativas no mercado de derivativos OTC.

... ligada à competição e novos riscos assumidos pelos bancos

...uma pergunta crucial a ser feita como prelúdio à discussão dos problemas bancários correntes nos países industrializados, após um período longo de estabilidade no pós-guerra, é por que os problemas bancários se tornaram tão generalizados e ocorreram com tanta frequência....pelo menos uma linha comum atravessando muitas das crises bancárias recentes merece menção. Esta linha é o reconhecimento que as pressões competitivas que emergem da liberalização financeira não apenas elevam a eficiência: também carregam riscos, na medida em que bancos e outras instituições financeiras mudam seu comportamento para evitar a redução do tamanho das instituições ["institucional downsizing"] (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:3).

Analisando o mesmo fenômeno, o BIS enfatiza o comportamento dos ciclos dos preços dos ativos ("asset-price cycles"). A elevação do crédito aquece o valor dos ativos, gerando posteriormente crises de liquidação, quando a retração da oferta de crédito ou movimento de liquidação das posições deruba o movimento altista.

Ciclo dos preços dos ativos

Os preços dos ativos têm desempenhado um papel de destaque no presente ciclo de negócios, tanto em termos da amplitude de suas flutuações

17. As inquietações produzidas pelas novas práticas financeiras constavam em estudo clássico do BIS sobre inovações financeiras realizado há oito anos. Ver BIS (1986).

como pelo impacto exercido sobre as instituições financeiras e atividade econômica. É claro que tais oscilações de curto prazo não são novas; o último episódio similar ocorreu no início dos anos 70. O que chamou atenção nos movimentos recentes dos preços dos ativos não é somente seu tamanho absoluto e abrangência geográfica; é também o fato de que ocorreram em um cenário de taxas de juros positivamente ajustadas à inflação. Um exame dos dois episódios [ciclos das décadas de 70 e 80] sugere que a característica distintiva da experiência recente foi a ampla disponibilidade de crédito no bojo de políticas orientadas para o ajustamento estrutural da indústria financeira, voltadas para o mercado (BIS, 1993:155).

Redução do papel dos bancos dificulta monitoramento dos riscos

Um primeiro ponto de preocupação diz respeito à *proliferação de títulos negociáveis*. De um lado, foram uma resposta dinâmica dos sistemas financeiros à crise dos grandes bancos internacionais, sendo mais adequados ao perfil dos novos agentes superavitários, os investidores institucionais. Mas isto representou uma perda do papel dos bancos em centralizar informações e gerenciar riscos. Em um padrão de financiamento mais apoiado no mercado de capitais, a necessidade de maior transparência das informações das empresas ("disclosure") é um processo bem mais complexo, envolvendo inclusive custos de "rating" (ver Quadro 3.6). A perda de papel dos bancos, por sua vez, reduz o espaço do banco central e de órgãos de regulação em monitorar os riscos, que agora envolvem um conjunto mais amplo de intermediários. Destacam-se os investidores institucionais, com complexas lógicas atuariais e cujo comprometimento com metas predefinidas de rentabilidade pode acentuar o caráter especulativo das aplicações.

Securitização intensifica efeito riqueza

O predomínio dos títulos negociáveis acentua o efeito riqueza, dado que as oscilações de preços passam a ser cotadas diretamente nos mercados secundários (Lagayette, 1987:186-187). Como alerta Henry Kaufman, isto é magnificado pelos fundos de investimento. A queda dos preços dos títulos em um mercado baixista tende a deprimir o consumo, mesmo quando o cotista não realiza as perdas mudando de posição, o que não ocorria quando a preferência era por passivos bancários (Stevenson, 1993:38).

Bolhas especulativas e ônus fiscal

A apreensão também aparece do ponto de vista da excessiva elasticidade de crescimento do crédito, de modo autônomo frente aos fundamentos macroeconômicos, gerando bolhas especulativas (Lagayette, 1987:152-153). "...em tal ambiente, as demandas de crédito podem ser mais facilmente acomodadas, assim como as pressões especulativas." (BIS, 1993:168). As bolhas especulativas associam-se à busca pelos bancos de novas fontes de rentabilidade, especialmente em países onde a segmentação institucional impediu que participassem do "underwriting", perdendo os grandes clientes de bom risco. O financiamento à compra de valores mobiliários em mercados secun-

dários (a circulação financeira) tem magnificado os movimentos de preços dos ativos, inclusive a partir de agentes que se especializaram neste tipo de atividade, como os "hedge funds". A contrapartida da bolha especulativa é, freqüentemente, a acumulação involuntária de dívida pública, dada a necessidade do governo em intervir em crises financeiras por meio da socialização de prejuízos:

No nível macro, está em grande medida envolvida uma "riqueza ilusória", na medida em que detentores de ativos contra as instituições sobrestimam o valor destes ativos. Estatísticas orçamentárias podem ser seriamente distorcidas, na medida em que nestas condições o governo está freqüentemente acumulando de fato passivos ocultos, especialmente onerosos quando denominados em moeda estrangeira e junto a não-residentes. (BIS, 1993:173)

A novidade é a vinculação do ciclo de crédito enquanto *determinante exógeno* do ciclo de preços dos ativos, de forma relativamente autônoma frente ao ciclo de negócios. Isto conduz a um cenário de inflação dos preços de ativos ("asset-price inflation") seguido de crises de deflação de dívidas ("debt deflation"). A prática de taxas de juros reais dos anos 80 não foi suficiente para inibir este processo, apenas exigindo que a variação dos preços dos ativos seja relativamente maior para que se obtenha o ganho de capital.

'Asset- price inflation'...

As decisões de endividamento também podem ser de uma natureza mais especulativa, quando os agentes buscam tirar proveito de ganhos de capital antecipados. Do lado da oferta, o desejo dos intermediários financeiros em emprestar aumenta quando os preços dos ativos sobem porque eleva a capacidade do tomador em fornecer garantias. Nos estágios posteriores de alta dos preços dos ativos, ganhos de capital antecipados podem se tornar a força dominante e se desconectarem dos fundamentos subjacentes da economia real (BIS, 1993:164).

O ciclo de preços dos ativos nos principais países desenvolvidos mostrou uma amplitude de oscilação mais acentuada nos anos 80, se comparado à década anterior, como pode ser visto no Gráfico 2.2. Ao mesmo tempo, na maior parte dos países (exceto Reino Unido e Dinamarca), a sensibilidade do preço dos ativos ao comportamento da atividade econômica se elevou, indicando uma maior autonomia frente ao ciclo de negócios (Tabela 2.16) A Alemanha foi o único país em que não se verificou nenhum movimento cíclico acentuado em termos dos preços dos ativos.

... acentua-se nos anos 80.

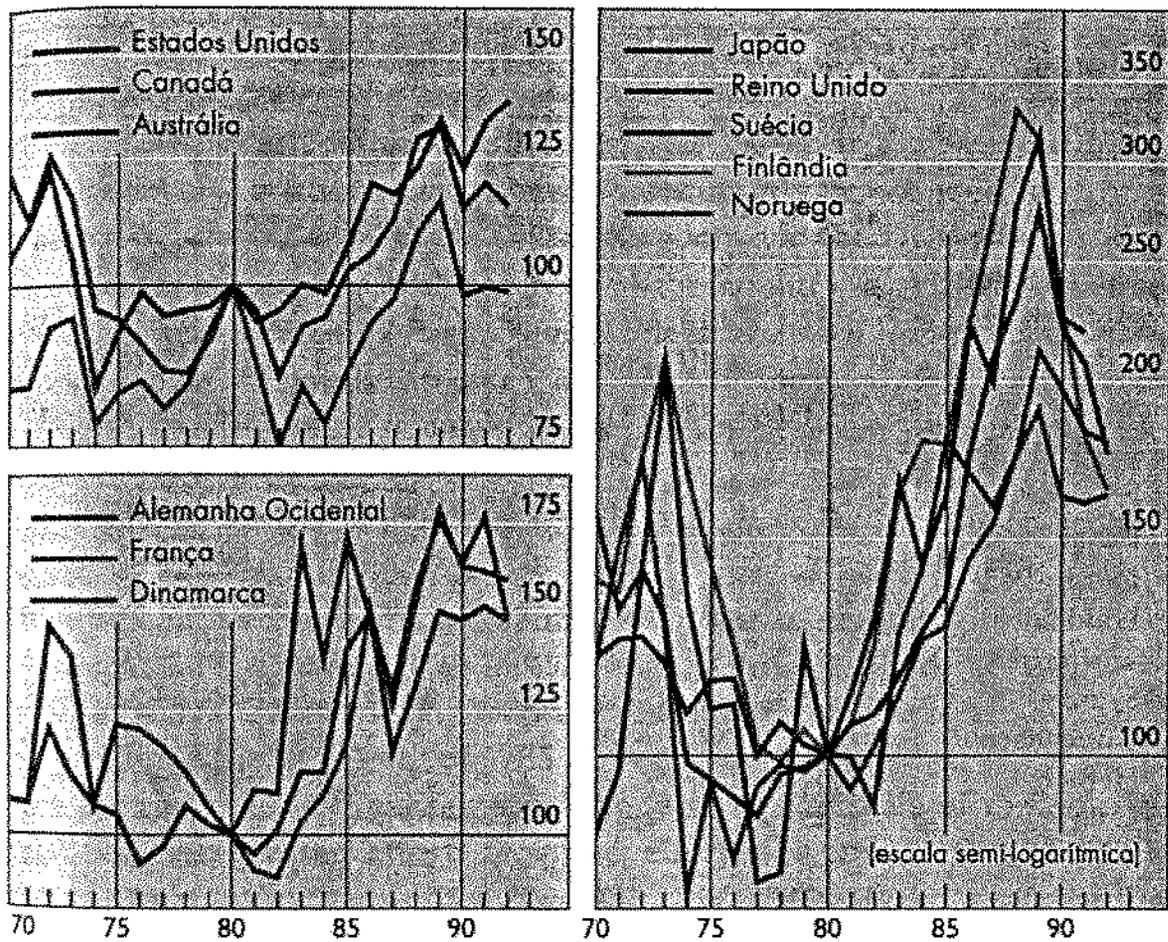
Além de mais pronunciado, o ciclo de crescimento dos preços dos ativos mostrou, nos anos 80, maior peso das variações do preço das propriedades. Estes são menos voláteis que os preços das ações, que tiveram importância maior na especulação dos anos 70, em um contexto de juros reais mais

Preços dos ativos e juros reais...

GRÁFICO 2.2

PREÇOS AGREGADOS DOS ATIVOS REAIS

1980 = 100



Nota: O índice de preços dos ativos reais é uma média ponderada dos índices de preços de ações e de propriedades imobiliárias comerciais e residenciais, deflacionados por índices de preços ao consumidor. Os pesos são baseados na composição da riqueza do setor privado.

FONTE: BIS (1993: 160).

reduzidos e mesmo negativos. A maior importância do comportamento dos preços dos ativos subverte o próprio sentido do conceito de taxa de juros real. Esta é em geral resultante da comparação das taxas de juros nominais com a variação dos preços da produção corrente, e não em relação a índices de preços de ativos. Se estes últimos estão em ascensão, a taxa de juros "real" pode estar subestimada (Goodhart, 1994:9).

...ultrapassam visão de Minsky.

A referência a este ponto traz a necessidade de fazer uma qualificação às formulações de Minsky. A "hipótese da instabilidade financeira" (item "A hipótese da instabilidade financeira", p.19) associa-se a um ciclo de crédito ligado ao ciclo de negócios, governado pelo investimento (a circulação industrial de Keynes). Embora o autor não descarte a especulação, ela não é o movimento principal, como no período de crescimento findo em 1973 na economia mundial (no mesmo sentido, ver Braga, 1993:41). O crescimento dos preços dos ativos relativamente aos preços da produção corrente – fator que Minsky associava a condições positivas para o processo de acumulação de capital – está, nos dias de hoje, mais ligado a ciclos especulativos alavancados pelo crédito bancário (a circulação financeira), conduzindo muitas vezes a crises bancárias.

Crises bancárias dos países industrializados...

Ao final da década passada e início dos anos 90, este foi o caso dos EUA, Japão, Suécia, Noruega e Finlândia, (ver Quadros 2.6 a 2.8), gerando impacto fortemente negativo para as finanças públicas. Em menor escala, uma crise no segmento imobiliário ocorreu também no Reino Unido no início da década de 90. Neste país, a retração no valor das propriedades gerou uma situação de "negative equity", com o valor das hipotecas superando o preço dos ativos imobiliários adquiridos, com efeito depressivo sobre o consumo (BIS, 1993:13).

TABELA 2.16

SENSITIVIDADE DOS PREÇOS AGREGADOS DOS ATIVOS REAIS AO CRESCIMENTO ECONÓMICO NOS DOIS CICLOS¹

Países	Anos 70	Anos 80	Países	Anos 70	Anos 80
EUA	1,14	1,48	Austrália	1,02	1,68
Japão	3,12	3,18	Dinamarca	3,19	2,31
Alemanha	1,36	1,82	Finlândia	2,43	6,35
França	n.d.	4,11	Noruega	3,82	5,75
Reino Unido	4,05	3,39	Suécia	0,30	6,88
Canadá	0,60	1,41			

(1) Aumento percentual do vale ao pico no índice de preços agregado de ativos reais dividido pelo aumento percentual do PIB do vale ao pico.

FONTE: BIS (1993: 163)

QUADRO 2.5

A CRISE DO SISTEMA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NOS EUA NOS ANOS 80

Nos Estados Unidos, houve uma grande crise envolvendo o segmento de crédito imobiliário e bancos que financiaram aquisições alavancadas. Os problemas tiveram origem no início da década de 80, tendo em vista a competição aguda entre bancos e instituições de poupança, de um lado, e bancos de investimento ("securities houses"), de outro. Os primeiros passaram a perder clientes e depósitos para os últimos, especialmente em função da existência legal de tetos de juros (a regulação "Q") em um contexto de altas taxas de inflação.

Em busca de novas oportunidades de negócios, os bancos ingressaram em atividades de alto risco e retorno, com destaque para as operações de alta alavancagem, como as compras de empresas a partir de financiamentos ("leverage buyouts"). A lógica destas operações implicava obter ganhos de capital na reestruturação e vendas de grupos empresariais, uma vez que os fluxos de caixa operacionais das empresas adquiridas eram em geral insuficientes para pagar o serviço da dívida (Cintra, 1993b:14). Com maior liberdade operacional decorrente da desregulamentação feita no início da década de 80, as instituições de poupança (e também bancos) expandiram agressivamente suas operações no segmento imobiliário.

A reversão do crescimento do preço dos ativos imobiliários e propriedades ao final da década precipitou a maior crise bancária dos EUA desde a década de 30. Os gastos do governo para socorrer bancos e principalmente instituições de poupança atingiram 3,7% do PIB, enquanto o apoio total (do governo e dos fundos de seguros de depósitos) atingiu média anual de 1,5% do PIB (US\$ 81,3 bilhões) entre 1988 e 1991, contra 0,3% do PIB (US\$ 12,5 bilhões) no período 1980-87 (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:2; BIS, 1993:171). No ano de 1992, as despesas públicas relativas à cobertura do seguro de depósitos e à crise das associações de poupança e empréstimo foram de monta suficiente para explicar a ocorrência de um déficit primário, contra um superávit primário em 1991. (BIS, 1993:34).

TABELA 2.17

JAPÃO

GANHOS DE CAPITAL EM TERRAS E AÇÕES (EM % DO PNB NOMINAL)

Ano	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Terra	11,1	12,2	22,6	74,6	117,7	43,8	77,7	54,3	-44,5	-63,6
Ações	10,7	12,3	10,5	36,1	21,7	47,5	48,5	-71,8	-1,1	-32,9
Total	21,8	24,5	33,1	110,7	139,4	91,3	126,2	-17,5	-45,6	-96,5

FONTE: Kasahara (1994: 8)

QUADRO 2.6

A CRISE BANCÁRIA NO JAPÃO NA DÉCADA DE 90

A crise financeira no Japão, por sua vez, teve determinantes similares ao caso norte-americano. Seguiu-se a uma política de desregulamentação que liberalizou as taxas passivas pagas pelos bancos nos depósitos e o acesso a mercados externos, além de conferir maior liberdade operacional às instituições. Também teve como causa a busca de novas atividades pelos bancos, em função da erosão da rentabilidade sobre as atividades tradicionais (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:12-13; BIS, 1993:166). A exemplo do caso norte-americano, o processo de desregulamentação não foi completo, na medida em que ainda não se processara a abolição da segmentação institucional entre bancos comerciais e bancos de investimento (Aglietta, 1992:9).

O movimento especulativo no Japão teve como base a valorização do iene na segunda metade dos anos 80 e a redução da taxa de desconto bancário a níveis historicamente baixos (2,5% a.a. até o final de 1989). O nível dos preços dos ativos encontrava-se em patamar reduzido, inferior ao norte-americano, sendo impulsionado pela liquidez farta. As empresas passaram a emitir ações e bônus conversíveis (simples ou com "warrants"); na medida em que as expectativas de valorização permitiam "coupons" baixos nos títulos. Os bancos comerciais, por sua vez, enfrentando queda de rentabilidade, emprestaram crescentemente a pequenas e médias empresas e elevaram a atuação no segmento de crédito imobiliário, fazendo disparar os preços das propriedades (Levi, 1993:35-39).

Entre 1985 e dezembro de 1989, o índice Nikkei da bolsa japonesa cresceu mais de 200%, contra um crescimento de 24% da renda nacional. Pelas informações da Tabela 2.17, os ganhos de capital frente ao PNB do país foram vultosos entre 1986 e 1989, especialmente no segmento de propriedades. Em algumas regiões de Tóquio e Osaka, o preço das propriedades cresceu acima de 100% (Kasahara, 1994:1). Ao mesmo tempo em que havia um "boom" no preço das ações, não houve redução nas taxas de juros de longo prazo compatível com a redução dos juros de curto prazo. Ao contrário, a inflação no preço dos ativos ameaçou contaminar os preços correntes pelo efeito riqueza (Akyüz, 1992:18; Aglietta, 1992:12). A queda dos preços dos ativos ocorreu quando o governo iniciou reversão da política monetária de juros baixos em 1990, gerando expressivas perdas de capital (Tabela 2.17). Para os bancos, isto representou uma queda no "rating" e desenquadramento dos limites de capital mínimos, pela redução dos preços das ações (Kasahara, 1994:7).

A liberalidade dos requisitos contábeis no Japão permitiu ocultar em parte o problema, mas estima-se que os créditos problemáticos alcançariam um terço do total (BIS, 1993:173). A crise da bolha especulativa no Japão mostrou uma inadequação dos mecanismos de supervisão na passagem para uma economia de mercado de capitais. No formato anterior, a supervisão estava internalizada na intimidade das relações banco-empresa, (especialmente no "keiretsu"), o que se perdeu com o crescimento da negociação com títulos negociáveis (Aglietta, 1992:15).

QUADRO 2.7

AS CRISES BANCÁRIAS DOS PAÍSES NÓRDICOS

Até o final dos anos 70, Suécia, Noruega e Finlândia tinham sistemas financeiros com base no "acionamento de crédito", com existência de tetos de juros, crédito dirigido e controles de capitais. Políticas de liberalização foram empreendidas como resposta à concorrência crescente imposta aos bancos por instituições financeiras não-bancárias e também em função da elevação dos déficits públicos (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:149).

Impulsionado pelas medidas de liberalização e por taxas de juros de curto prazo reduzidas, o crédito aqueceu o preço dos ativos imobiliários, ocorrendo também expansão de crédito de consumo e para serviços. A reversão ocorreu primeiro no caso da Noruega, em 1987, e acabou gerando perdas ainda maiores no caso da Finlândia. No caso sueco, a deterioração da situação dos bancos foi agravada pelas elevadas taxas de juros mantidas em 1992 para defender a paridade da coroa frente ao marco (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:4-7).

Uma lição destas experiências é que a liberalização exige uma reestruturação prévia da supervisão bancária. Isto porque em um regime de crédito dirigido, a regulamentação e supervisão estão implícitas na adesão dos bancos à política de crédito oficial. No entanto, ao menos no caso da Finlândia, as forças que impulsionaram o crédito foram tão expressivas, que mesmo um reforço da fiscalização poderia não ter evitado a crise (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:9).

A injeção de capital representou a estatização de diversas instituições, principalmente na Finlândia e Suécia, deixando os governos com a tarefa da reprivatização (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:10, 1994:75). Os recursos utilizados contribuíram decisivamente para deteriorar as finanças públicas e o nível de atividade e emprego. No caso finlandês, agravado pelo colapso das exportações para a União Soviética e alto endividamento externo, o desemprego passou de 3,5 para 15% entre 1990 e 1993 (BIS, 1993:21).

Estima-se que estas crises tenham sido extremamente custosas para os governos dos três países, atingindo perdas totais de US\$ 20 bilhões. Os prejuízos assumidos pelos governos resultaram em despesas correspondentes a 4,0%, 6,4% e 8,2% do PIB de Noruega, Suécia e Finlândia, respectivamente (Goldstein e Folkerts-Landau, 1994:75). A situação dos bancos afetados apresentou melhora substantiva em 1993, em decorrência da redução das taxas de juros de curto prazo que acompanhou o abandono de políticas de taxas de câmbio fixas, viabilizando a elevação de "spreads".

A grande exceção dentre os principais países industrializados foi a Alemanha. Seu sistema financeiro praticamente não teve mudanças estruturais nos anos 80 e 90 e não ocorreu grande ciclo no preço dos ativos (BIS, 1993:167). Os bancos alemães mantiveram o papel de apoiar pela via creditícia os investimentos e reestruturação industrial de suas empresas. Não se envolveram no financiamento a "leverage buy outs" nos EUA (ao contrário dos bancos japoneses) (Cintra, 1993b:23) ou a "hedge funds" (Bennett e Sheriff, 1994: 27).

...e a exceção alemã

Concorrência invalida o princípio da seleção adversa

Um comentário deve ser feito com relação ao ponto comum destas crises, relacionado ao comportamento dos bancos. Pressionados pela maior competição, os bancos tendem a ter um comportamento de adesão ao risco. Como destacaram Stiglitz e Greenwald (Quadro 1.1), nestas circunstâncias parece não valer o princípio da seleção adversa. Operações de alto risco são as únicas que podem trazer uma rentabilidade compatível com a manutenção do espaço de mercado das instituições.

Parâmetros de 'finance' e de 'funding' para uma política financeira

Estas tendências, além de poderem comprometer a situação fiscal, vieram acompanhadas da desregulamentação das atividades financeiras domésticas e dos fluxos de capitais internacionais, retirando graus de liberdade da política econômica. Do ponto de vista da formulação de uma política financeira voltada para o desenvolvimento sustentado e para a formação de capital fixo, surgem dois problemas: (i) identificar as dificuldades causadas pelo "liability management" para a condução da política macroeconômica, especialmente frente aos parâmetros básicos (juros e câmbio) que são relevantes para as decisões de investimento de longo prazo, o que está referido ao "finance"; e (ii) buscar identificar de que modo a regulamentação pode constituir-se em um instrumento de apoio ao financiamento de longo prazo em um contexto de liberalização e globalização, dada a superação de políticas de crédito domésticas amparadas no redesconto do banco central ou em direcionamentos de depósitos, o que está relacionado com o "funding".

DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E POLÍTICA MACROECONÔMICA

Limites das políticas de crédito keynesianas...

O ingresso do sistema bancário nas etapas da gestão de passivos e securitização (estágios 5 e 6) não apenas conferiu ao sistema financeiro um caráter mais instável e especulativo. Também acarretou limitações na capacidade de implantação de políticas macroeconômicas autônomas, com implicações importantes do ponto de vista do financiamento do investimento. Em outras palavras, a condução da política macroeconômica perdeu a capacidade de se orientar estritamente de acordo com a visão "keynesiana clássica", em que a política de juros do banco central tinha um papel ativo (ainda que limitado) no apoio às decisões de investimento.

...e perda de efetividade do controle dos agregados monetários

Mas tampouco isto representou a vitória da visão monetarista. Se, como afirmou Keynes, os movimentos quantitativos da moeda podem ser relativamente independentes da trajetória da taxa de juros, cabe afirmar que houve um movimento progressivo de perda de controle público sobre a determinação da oferta monetária (o efeito quantidade), de um lado, acompanhado de uma menor eficácia do monitoramento das taxas de juros (o efeito preço), de outro.

Dentro dos estágios de Victoria Chick, o maior poder de controle sobre a quantidade e preço da moeda ocorre no estágio 4, especialmente se o estágio 3 não se completou. A situação "overlent" dos bancos faz com que dependam do redesconto do banco central. Se há controle de capitais, supervisão bancária eficiente e financiamento adequado do déficit público, é possível racionar a expansão do crédito e monitorar a taxa de juros dentro dos objetivos macroeconômicos e de políticas de desenvolvimento, garantindo o alongamento dos empréstimos bancários. Este é o quadro que prevaleceu, a grosso modo, na França e no Japão, até o final dos anos 70 (ver capítulo 1).

...se comparado ao contexto do estágio 4.

Para os EUA, no entanto, a política monetária passou a se fazer via mercado aberto a partir do final dos anos 50. A necessidade de garantir a convertibilidade do dólar em ouro gerou oposição do Federal Reserve a políticas de expansão da liquidez via redesconto (Miranda, 1992:118). A partir dos anos 70 e 80, houve um processo de generalização do mercado aberto como forma de monitoramento da liquidez e dos juros, em substituição a políticas baseadas no redesconto.

Generalização do mercado aberto...

A gestão monetária por intermédio do mercado aberto é a base da formulação clássica do "mecanismo de transmissão da política monetária"¹⁸. Prevalece o "liability management", e a política é feita preferencialmente via compra e venda de títulos públicos, em combinação com o redesconto. A idéia por trás deste mecanismo é a ação do banco central no mercado monetário, através de sua política de fornecimento de reservas, buscando alterar a taxa de juros de curto prazo de modo a alterar as expectativas nos mercados de ativos reais e financeiros, bem como influir na formação dos preços correntes e nas decisões de gasto em consumo e investimento.

..e importância do mecanismo de transmissão da política monetária

Do ponto de vista desta tese, importa ver os efeitos das mudanças financeiras recentes com relação aos efeitos do mecanismo de transmissão no gasto produtivo, o que torna necessário estudar a relação entre taxas de juros de curto e longo prazos. O mecanismo clássico de transmissão possui três supostos implícitos: (i) as variações de taxas de juros de curto prazo e quantidade da moeda são inversamente correlacionadas (demanda de moeda negativamente inclinada); (ii) as variações da taxa de juros de curto prazo se transmitem em variações na mesma direção das taxas de juros de longo prazo; e (iii) a variação destas últimas condiciona as decisões de gasto, especialmente no caso do investimento.

Hipóteses do mecanismo de transmissão

A partir do estágio 5, a definição de liquidez está em constante mutação e associa-se a ativos remunerados, perdendo-se o sentido clássico do conceito

Inovações financeiras e demanda de moeda instável...

18. Para uma descrição didática deste mecanismo, ver Barros (1993).

de "preferência pela liquidez". A disseminação de inovações financeiras no sistema de pagamentos implicou reduzir a relação entre juros de curto prazo e agregados monetários. Isto gerou o "colapso da estabilidade da maior parte das funções de demanda da moeda" (Goodhart, 1994:7) e, conseqüentemente, a imprevisibilidade da velocidade de circulação. O requisito (i) não se verifica e os agregados monetários mais amplos ou estritos mostraram-se inadequados como metas intermediárias da política monetária.

A perda de importância das metas monetárias também é resultante do crescimento relativo dos mercados de capitais e da institucionalização da poupança, com redução de importância dos passivos monetários. Isso tem gerado uma tendência ampla de uso das metas monetárias apenas como sinalizadores da direção da política, sem maior comprometimento em atingi-las (como no Japão, EUA, Alemanha, Suíça, França, Itália e Espanha). Tendência recente é estabelecer apenas metas finais, definindo-se metas de inflação como objetivo da política monetária (caso de Reino Unido, Canadá, Suécia, Finlândia e Nova Zelândia) (BIS, 1994:128).

A relação entre taxas de juros de curto e longo prazo mostrou, nos anos iniciais da década de 90, padrões de resposta novos, especialmente frente às expectativas inflacionárias. No caso de países em que os juros de curto prazo caíram rapidamente, nem sempre os juros de longo prazo se reduziram proporcionalmente (a "yield curve" tornou-se mais vertical), frente a expectativas de elevação da inflação no longo prazo, o que limita o papel do estímulo monetário. A redução das taxas de empréstimo também foi bloqueada pela elevação dos "spreads" bancários. Estes mantiveram-se atipicamente elevados frente à taxa do interbancário, tendo em vista a política dos bancos de recuperarem rentabilidade, face às perdas decorrentes da crise bancária do final da década de 80 (BIS, 1993:136, 138).

A elevação significativa das taxas de curto prazo (reduzindo as expectativas de inflação nos médio e longo prazos), por sua vez, nem sempre é eficiente para reduzir as taxas de longo prazo, atestando a dificuldade da política monetária em afetar o formato da "yield curve" no sentido desejado. O requisito (ii), deste modo, também tem se mostrado de difícil previsibilidade. A credibilidade geral da política econômica é um parâmetro necessário para que movimentos na taxa de curto prazo possam afetar a "yield curve". Uma política de redução de juros de curto prazo, como defendida por Keynes, pode inclusive elevar as taxas de juros de longo prazo, na medida em que estimule expectativas de elevação da inflação no futuro.

A institucionalidade financeira também tem importância na rapidez do mecanismo de transmissão. No caso dos EUA, Japão, Reino Unido e Canadá, o maior emprego de empréstimos a taxas flutuantes implica impacto mais

...com abandono de metas monetárias nos países desenvolvidos

Mudanças na inclinação da 'yield curve'...

...com relação instável entre juros de curto e longo prazo

Importância das institucionalidades nacionais no mecanismo de transmissão

veloz de mudanças na taxa de juros de curto prazo sobre a demanda de crédito. Alemanha e França, por sua vez, têm grande parte das dívidas contratadas a juros fixos, retardando os efeitos de uma política de taxa de juros (BIS, 1994:138). O peso relativo do financiamento via mercado de títulos também é importante, uma vez que, como já destacado, a grande maioria das emissões de eurobônus é feita com juros fixos.

A relação entre as taxas de juros de longo prazo e o gasto em consumo e investimento (requisito (iii)) também tem se comportado de modo menos previsível a partir da década de 80. No caso do crédito destinado à construção residencial, estudos mostram que a demanda de crédito ficou relativamente mais inelástica aos aumentos dos juros no caso dos EUA (Mauskopf, 1990). Mas esta inelasticidade, observada nas experiências de Japão, Reino Unido, Suécia, Noruega e Finlândia, gerou mais problemas que vantagens, ao produzir crises de deflação de preço de ativos, com elevado custo social.

Crédito imobiliário inelástico aos juros...

Não há dúvida de que os rapidamente mutáveis contornos do sistema financeiro complicaram a tarefa das autoridades. Onde as taxas de juros tomaram o lugar do racionamento de crédito como o principal mecanismo governando a concessão de crédito, seus níveis tenderam a fornecer uma indicação enganosa do aperto das condições creditícias, especialmente frente a uma demanda significativa (BIS, 1993:167).

No caso do investimento produtivo, há dois efeitos contrários. A demanda de crédito para aquisição de máquinas e equipamentos é menos sensível à elevação da taxa de juros de longo prazo, uma vez que a necessidade de adequação das empresas ao "upgrading" tecnológico e a normas de qualidade associa-se a maiores taxas de retorno. Os grandes prejudicados são os *projetos de criação e expansão da capacidade produtiva*, exatamente aqueles que ficavam sobre o abrigo da política de crédito seletiva do banco central, no caso dos países com sistemas financeiros de preços administrados (Lagayette, 1987:79; Mauskopf, 1990). Os prazos longos de maturação destes investimentos impedem ou tornam proibitivo o uso de produtos derivativos que pudessem, por exemplo, transformar taxas de juros flutuantes em taxas fixas, prática que envolve geralmente prazos mais curtos.

...mas aumento da capacidade produtiva é prejudicado

Ao mesmo tempo, em um ambiente financeiro globalizado, cresce em importância a relação entre as taxas de juros e a taxa de câmbio, sendo esta última um parâmetro fundamental para a política financeira. Os acontecimentos ocorridos nos mercados cambiais europeus em 1992 e 1993, intensamente analisados em estudos dos organismos internacionais, são ilustrativos dos efeitos gerados pela liberalização dos movimentos de capitais em um contexto de domínio dos "money managers". Os ensinamentos deste episódio são importantes para a experiência brasileira, levando-se em conta a abertu-

Liberalização do fluxo de capitais e relação câmbio-juros...

ra financeira iniciada em 1991 e a adoção recente de uma política de bandas cambiais, no bojo de um plano de estabilização.

*...são ilustrados pela
crise europeia de 1992*

A crise do sistema monetário europeu em setembro de 1992 foi precipitada pela rejeição do Tratado de Maastricht no plebiscito dinamarquês e dúvidas quanto ao resultado na França. As expectativas de desvalorização também foram estimuladas pela abertura de um grande diferencial positivo entre as taxas de juros alemãs e norte-americanas, favorecendo pressão de alta sobre o marco. O que se seguiu foi a tentativa dos agentes em liquidarem ativos denominados em moedas fracas (libra esterlina, lira, peseta espanhola, franco) de retorno mais alto, pela percepção de que o realinhamento de paridades anularia os ganhos dados pelo diferencial de juros.

Magnitude dos ataques...

Embora os ataques especulativos e realinhamentos não fossem novidade no funcionamento do Sistema Monetário Europeu - SME, uma característica distintiva foi a violência e o volume com que se desenvolveram. Somente o ataque contra o franco francês em setembro de 1992 exigiu operações de defesa que alcançaram cerca de US\$ 7 a 9 bilhões em certos dias, contra US\$ 1,5 bilhão em ataques anteriores (Goldstein et alii, 1993:13). As operações de defesa das moedas fracas envolveram vendas totais de cerca de US\$ 200 bilhões em moedas fortes (especialmente o marco) (BIS, 1993:188). Além dos fundos comunitários destinados à defesa das paridades, diversos bancos centrais contraíram empréstimos em moedas fortes junto a bancos privados (Goldstein et alii, 1993:13-14).

*...compromete
integração monetária*

O legado deixado pelo movimento foi arranhar de modo profundo o funcionamento do SME. A libra e a lira tiveram desvalorizações expressivas após abandonarem o sistema de paridades. A peseta foi desvalorizada em três ocasiões, ao mesmo tempo em que Portugal, Espanha e Irlanda reintroduziram controles cambiais. Finalmente, em julho de 1993, adotou-se uma margem ampla de flutuação (banda larga) para as moedas remanescentes (15%), permanecendo somente a guilda holandesa na faixa estreita (2,25%), frente ao marco.

*Ação dos fundos 'hedge'
e crédito especulativo*

Um dos aspectos importantes da crise especulativa foi o papel ativo dos fundos "hedge", que atuaram como sinalizadores dos ataques especulativos, a partir de posições altamente alavancadas. O apoio dos bancos aos ataques especulativos no âmbito do SME, refinanciando em moedas fracas os passivos empresariais contratados em moedas fortes alcançou magnitudes suficientes para reverter a queda do crédito bancário internacional líquido, que apresentara forte retração em 1991 (Tabela 2.3). "As instituições financeiras privadas podem ter conseguido usar os ganhos nas negociações nos mercados de câmbio para cobrir perdas em outras linhas de negócios." (BIS, 1993:7)

A tentativa de enfrentar a especulação nos mercados de câmbio acabou derrotada. Por outro lado, a tentativa de defender as paridades cambiais por intermédio da política de taxas de juros mostrou-se, na maior parte dos casos, inconsistente, na medida em que havia motivos para crer que a elevação das taxas de juros não seria sustentável por períodos longos (Goodhart, 1994:13). A tentativa de acompanhar as altas taxas de juros alemãs foi inviável no caso de países com elevados déficits fiscais (Itália) ou com quadro de fraca atividade econômica e elevados índices de desemprego (Reino Unido, Espanha). No caso dos países nórdicos não pertencentes ao Sistema Monetário Europeu, mas que vinham ancorando sua moeda no marco (Suécia, Noruega e Finlândia), havia o problema adicional da situação de crise de seus sistemas bancários.

Elevação inconsistente das taxas de juros...

A necessidade de elevar significativamente e consistentemente os juros de curto prazo para defender as paridades e inibir o financiamento especulativo merece dois comentários adicionais. Como política que visa recuperar a credibilidade da paridade cambial, ela é ameaçada pelas técnicas de "hedge" envolvidas nos portfólios dos investidores institucionais. Estes, na medida em que adotam modelos automatizados de gestão de risco, podem produzir comportamentos diversos do figurino convencional. No caso do "dinamic hedging" (Quadro 2.5), a elevação do diferencial de juros é interpretada como uma compensação pela desvalorização esperada entre as moedas, indicando como prudente a venda, e não a compra, da moeda cuja taxa se elevou. Em outras palavras: a expectativa de que haja uma desvalorização altera a composição das carteiras contra a moeda pressionada, cuja taxa a termo ("forward") fica abaixo da taxa à vista ("spot") (Goodhart, 1994:15-16).

...inclusive pelo 'hedge' dinâmico

Um aspecto interessante da estratégia de "hedge" dinâmico...é que quando uma taxa de câmbio está sendo ativamente defendida por meio de um aumento da taxa de juros...o programa de "hedging" ordena instantaneamente uma venda da moeda fraca. Se um grande número de participantes implementasse tais programas, a efetividade da defesa via taxa de juros de uma moeda fraca poderia ser enfraquecida. (Goldstein et alii, 1993:35)

Por outro lado, a credibilidade da política de taxa de juros é aumentada na medida em que ela seja feita *seletivamente*, ao menos temporariamente. No caso da França, a elevação das taxas de juros do mercado monetário, para defesa do franco, foi isolada temporariamente da taxa de redesconto de alguns ativos. Isso impediu grande elevação no custo do "funding" bancário e retração do crédito, especialmente para pequenas e médias empresas (Goldstein et alii, 1993:55).

Redesconto seletivo aumenta credibilidade da política...

A credibilidade de uma política de elevação das taxas de juros do mercado monetário para defender uma moeda pode ser maior em países em que o

banco central pode limitar ou retardar o impacto sobre outras taxas de juros via influência seletiva sobre os custos do financiamento bancário...O impacto dos arranjos de financiamento seletivos do banco central nos custos de captação dos não-bancos domésticos depende do espaço para segmentar os mercados de "funding". É geralmente limitado, mesmo no curto prazo, mas pode ajudar no enfrentamento de uma breve crise. (BIS, 1993:150-151)

...a qual depende também do peso dos juros flutuantes

Expediente semelhante existe na Alemanha, Bélgica, Holanda e Espanha e Suécia. Pelo contrário, no caso inglês, a rápida transmissão dos juros de curto prazo aos empréstimos empresariais e crédito imobiliário, contratados em grande parte a juros flutuantes, tornaram insustentável uma elevação prolongada dos juros no mercado monetário. Em outros países, em que o crédito de longo prazo é fornecido a taxas fixas por instituições especiais, como a Itália, há maior grau de liberdade para políticas ativas de taxas de juros (embora neste país a dívida pública elevada seja, por outro lado, um limitante).

Política de crédito convencional com eficácia reduzida...

A experiência recente mostra, em síntese, que em sistemas financeiros liberalizados, a política monetária perde excessivos graus de liberdade na política de estabilizar as expectativas e garantir o financiamento adequado do processo econômico. No tocante ao mecanismo de transmissão da política monetária, políticas de juros de curto prazo reduzidos podem não afetar na mesma proporção as taxas de juros de longo prazo, seja pela antecipação de expectativas inflacionárias, seja pela elevação dos "spreads" refletindo os riscos ou efeitos do endividamento passado ("distress borrowing") sobre os patrimônios empresariais ou bancários. O efeito positivo de uma redução nas taxas de juros de curto prazo sobre o gasto empresarial só se dá após longos períodos, na medida em que consiga produzir um efeito de redução da relação serviço da dívida/rendimentos correntes (BIS, 1993:8).

...e problemas na gestão cambial.

As políticas de taxas de juros elevadas, por sua vez, têm se mostrado insuficientes para limitar movimentos especulativos nos mercados de câmbio e de ativos, particularmente frente a uma postura agressiva dos bancos, muitas vezes buscando recuperar perdas ocorridas em outros mercados. A sofisticação das técnicas de gerenciamento de risco, por sua vez, tem gerado maior automatismo na reação dos investidores, freqüentemente em direções opostas ao suposto pelas lógicas convencionais.

Importância da gestão seletiva da liquidez

A formação de capital, particularmente no caso de projetos de ampliação da capacidade produtiva de longa maturação, tem sido a grande perdedora deste processo, especialmente nos países em que se generalizaram empréstimos concedidos a taxas de juros flutuantes. Neste sentido, vale destacar a necessidade de recuperar a utilização de mecanismos seletivos de redesconto, como apontado nas análises do BIS e de técnicos do FMI. O redesconto

preferencial de determinados ativos não seria um mecanismo de “funding” para o crédito de longo prazo, a exemplo das experiências japonesa e francesa dos anos 60 e 70, mas sim um mecanismo de proteção para a produção em períodos de taxas de juros elevadas necessárias para combater surtos especulativos. Por meio de tal expediente, o banco central sinalizaria o compromisso de refinarçar seletivamente ativos ligados à circulação industrial, praticando condições punitivas no caso de operações ligadas a surtos de crédito especulativo.

TENDÊNCIAS DA REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRA

O ingresso dos sistemas financeiros no estágio do “liability management” foi associado a um comportamento mais agressivo de instituições bancárias e não-bancárias, frente à maior liberdade operacional propiciada por políticas de desregulamentação dos mercados financeiros domésticos e redução ou abolição dos controles de capitais de curto prazo. Em consequência, o crédito especulativo acabou conduzindo a um grande número de crises financeiras, que forçaram uma redefinição dos aparatos de regulamentação e supervisão, processo conhecido como a reregulamentação (Ferreira e Freitas, 1990c).

Liberalização e reregulamentação nos países desenvolvidos

As crises bancárias dos anos 80 colocaram em cheque a efetividade de mecanismos de proteção ao investidor, como o seguro de depósitos, tanto pelo risco moral (“moral hazard”) que suscitaram, como pela insuficiência dos recursos. Nos EUA, a crise do setor de poupança e empréstimo forçou uma reforma do sistema de seguros de depósitos, por meio do FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act), de 1991.

Fracasso do seguro de depósitos...

Dois princípios fundamentais foram introduzidos. Por meio do “prompt corrective action” (ação corretiva pronta), o FDIC (Federal Deposit Insurance Corp.) passou a ter poderes de agir tão logo identifique problemas na instituição. Bancos subcapitalizados são proibidos de pagar dividendos e devem apresentar plano de capitalização, passando também a ter restrição de abertura de agências e de efetuar aquisições (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:20). No caso da relação capital/ativo ficar abaixo de 2%, pode ser iniciado o fechamento do banco (Kaufman, 1993:15).

...e reforço da ação preventiva na reforma do FDIC

Intimamente associado ao “prompt corrective action” está a filosofia da “least cost resolution” (resolução do custo mínimo). O critério da ação é garantir o menor custo social e fiscal, o que pode implicar o resgate de bancos de grande porte, cujo fechamento possa ameaçar o sistema como um todo. Ao mesmo tempo, pode haver a opção de fechar bancos pequenos e médios, se isto for menos custoso.

Ação corretiva pronta e princípio do custo mínimo

Monitoramento preventivo de juros e riscos...

É importante citar que o FDICIA restaurou a possibilidade, dez anos após a abolição da regulação Q, dos tetos de juros passivos. Estes podem ser estabelecidos quando a instituição passa a pagar juros significativamente mais altos que a média do mercado, em decorrência de elevação de seu risco microeconômico (Akyüz, 1993:18). As contribuições dos bancos ao seguro de depósitos passaram a ser feitas em função do risco (Kaufman, 1993:7-11).

...mas problemas na mensuração de capital

As mudanças implicaram o reconhecimento da necessidade de aumentar o poder público de interferência na gestão dos bancos de forma preventiva, face ao fracasso e risco moral associados aos mecanismos de proteção (seguro de depósitos e ação de credor de última instância do banco central). A ação preventiva, contudo, não deixa de apresentar uma série de problemas, especialmente no que diz respeito à agilidade de mensuração do capital e ativos a preços de mercado e inadequação dos critérios de mensuração de risco (Kaufman, 1993:12-13).

Limitações dos requisitos de capital do BIS...

No item precedente, foi visto como sistemas financeiros governados pela gestão de passivos libertam-se das amarras da autoridade monetária, trazendo a necessidade de que sejam regulamentados por meio de restrições patrimoniais, como apontou Victoria Chick (p. 3). Um marco importante da regulação foram as diretrizes de capital do BIS, estabelecidas em 1988. Fixou-se uma relação capital/ativo mínima de 8%, com o capital sendo classificado em duas camadas de acordo com sua liquidez (níveis 1 e 2, com 50% para cada). No entanto, a experiência tem mostrado que há uma série de falhas nesta sistemática, destacando-se (Goodhart, 1994:21-29):

...e suas limitações

- (i) os requisitos do BIS não harmonizaram regras contábeis ou regras de provisionamento de créditos em liquidação, implicando efeitos diferentes entre países dos mesmos níveis de capital; e nem sempre houve um controle efetivo dos requisitos de capital definidos;
- (ii) a ênfase dos requisitos sobre a atividade dos bancos tem efeitos diferenciados em que predomina a separação entre bancos comerciais e de investimento (como nos EUA) se comparado a países em que há o banco universal ou múltiplo (Alemanha), implicando vantagens competitivas para os bancos de investimento;
- (iii) como já destacado, não se avançou na avaliação de riscos para cada tipo de ativo; assim, um título do governo da Turquia tem peso zero, enquanto um empréstimo à General Motors tem peso de 100%;
- (iv) não há avaliação de outros riscos (risco de taxa, risco de liquidez, risco de câmbio) que não o de crédito
- (v) a abordagem é de blocos de risco aditivos, não havendo análise da posição conjunta, incluindo instrumentos de "hedge"; não há avaliação dos riscos envolvidos com derivativos.

A mensuração do capital e dos ativos bancários, especialmente a partir do papel crescente de títulos negociáveis, é outro problema existente. As dramáticas oscilações nos preços dos ativos (títulos negociáveis e ativos fixos) torna crucial o papel das reavaliações patrimoniais, que ficaram sujeitas às legislações locais. Há países em que são proibidas tanto para títulos como para ativos fixos (EUA, Canadá, França e Suécia); outros permitem a reavaliação no caso dos títulos, mas não dos ativos fixos (Japão e Áustria), enquanto alguns fazem o inverso (Bélgica, Austrália, Dinamarca e Irlanda). Nos países em que a reavaliação é permitida, freqüentemente é feita em bases casuísticas, de modo a permitir maior alavancagem em períodos favoráveis. É o caso de países europeus, que usam as reavalições dentro de uma política de "reservas ocultas" (The Banker, 1991).

O problema das reavaliações patrimoniais...

As proposições de reforma implicam mudar o foco dos critérios de blocos de ativos para o monitoramento dos próprios modelos de gestão de risco das instituições, geralmente sofisticados programas informatizados. Isso seria combinado com a possibilidade de intervenções preventivas (nos moldes do "prompt-corrective action" implantado pelo FDICIA), se o nível de capital chegasse a patamares mínimos (Goodhart, 1994:21-29).

...e supervisão dos modelos de gestão de riscos

Em 1993, estudos foram iniciados pelo Comitê da Basileia para aprimorar os requisitos de capital definidos pelo BIS em 1988. As propostas apresentadas envolvem a incorporação de requerimentos de capital ligados a risco de mercado (predominantemente ligado à taxa de juros) e risco cambial. Busca-se também definir diferentemente os riscos no caso das carteiras de empréstimos dos bancos (de prazo mais longo) se comparado às atividades deles na negociação com ativos ("trading"), incorporando neste caso uma visão do risco conjunto das posições. Avanços também foram propostos no que se refere ao desconto de posições "hedge" dos requisitos de capital, expresso no conceito de "netting", embora de modo limitado frente ao desejo dos bancos¹⁹.

Risco de juros e câmbio nas exigências de capital

Em abril de 1995, o BIS anunciou a proposta de dar aos bancos a opção de usar a abordagem de blocos aditivos de capital ou facultar o uso de modelos internos de gestão de risco. Estes modelos geralmente definem um "valor sujeito a risco" ("value at risk"), a quantia máxima que os bancos estimam estar sujeito a perda. Este valor deveria ser mantido durante um espaço de duas semanas, devendo existir cobertura de capital para ele de no mínimo três vezes. A adoção do modelo deve também ser acompanhada pela imple-

Opção dos bancos pela adoção do 'value at risk'

19. Embora uma carteira de ativos pode estar perfeitamente protegida contra variações de juros e câmbio por meio do uso de derivativos, estes últimos comportam risco de crédito. O "netting" só pode ser feito quando os compromissos não envolvem riscos de crédito diferentes, o que requer que sejam estabelecidos com a mesma contrapartida ou no caso de haver uma vinculação contratual entre as operações, necessária no caso de falências (Goldstein e Folkerts-Landau, 58-61).

mentação de unidade independente de gerenciamento de risco pelos bancos (The Economist, 1995).

'Disclosure' para títulos negociáveis...

Esforços também têm sido envidados no sentido de harmonizar a regulamentação dos bancos comerciais com aquela vigente para bancos de investimento, na medida em que a fronteira entre estas instituições tem se reduzido gradualmente. No entanto, permanece válida a tese de que, no caso das operações destinadas ao mercado de capitais, a ênfase deve estar mais na proteção ao investidor e na proteção ao mercado, especialmente via "disclosure" (Goldstein e Folkerts-Landau, 1994:16).

...e derivativos...

A mais nova fonte de inquietação dos organismos internacionais e nacionais de regulamentação é o envolvimento "oculto" dos bancos em operações de derivativos OTC (de balcão), crescentemente assumindo posições de risco junto aos clientes. O risco do derivativo é apenas uma pequena fração do valor nocional, de cerca de 2 a 4% no "swap" de juros e percentual pouco maior no "swap" de câmbio, que envolve a troca de pagamentos de principal. Mas como estas transações são fora de balanço, não há freqüentemente um grau de informação adequado. Tampouco é claro o risco conjunto assumido pela posição de um banco, o que implicaria uma análise detalhada do grau de "hedge" de sua carteira global, tarefa que envolve grande dificuldade em função da contínua mudança de posição.

...frente a perdas recentes

A assunção de posições especulativas (e não de "hedge") no mercado de derivativos também passou a ser feita por empresas não-financeiras, como ficou revelado na falência da Metallgesellschaft alemã (perdas de mais de US\$ 1 bilhão em operações a termo com petróleo) e os prejuízos de cerca de US\$ 200 milhões da Procter & Gamble nos EUA ("swaps" de juros e outros) (Murray, 1994:39). Ao menos no segundo caso, as operações não eram visíveis nos demonstrativos contábeis, sendo desconhecidas dos acionistas.

Estímulo aos derivativos de bolsa...

De modo a atenuar o risco associado às operações com derivativos, os bancos têm criado subsidiárias capitalizadas que visam obter "rating" máximo para seus produtos. Mas os órgãos de regulação insistem em trazer os derivativos OTC para os mercados organizados, em que as operações são mais seguras, frente à padronização e constituição de margens de garantia. Uma Diretiva da Comunidade Européia, por sua vez, estabeleceu que as operações fora de balanço devem aparecer em separado, discriminando-se as operações especulativas daquelas feitas como "hedge". Mas há dificuldades em traçar tal linha divisória (Cooke, 1992:54), especialmente se a operação de "hedge" é feita por meio de um instrumento "proxy", envolvendo naturalmente uma posição especulativa.

As recomendações recentes quanto às operações com derivativos têm enfatizado a necessidade de que as instituições elevem o grau de "disclosure" de informações, não apenas quanto aos negócios feitos, mas também quanto à forma de monitoramento dos riscos. A auto-regulação também é estimulada, recomendando-se que as instituições criem unidades de monitoramento de riscos independentes das unidades de negócios, prática recomendada pelo BIS (Goldstein e Folkerts-Landau, 1994:63-64).

... e auto-regulação

Embora as margens de risco das transações com derivativos sejam uma fração pequena do valor nocional, o encadeamento por elas gerado em escala mundial aumenta a chance de que crises localizadas se generalizem. Isto é acentuado pelo fato de que o "hedge" de uma operação é feito através de uma ou mais operações adicionais.

Encadeamento de operações...

A gestão dos riscos dos bancos, como foi assinalado, se faz por meio de modelos cada vez mais sofisticados, com custos crescentes de informatização. Mas mesmo os modelos mais eficientes, que tendem a incorporar a correlação entre variáveis, geram decisões que não funcionam se houver unanimidade de decisões, o que tende a acentuar a volatilidade dos movimentos de preços (Parsley, 1993:32). A desagregação e transferência de riscos no plano microeconômico pode elevar o risco sistêmico.

... e convergência de opiniões elevam risco sistêmico

Requisitos de capitalização e "disclosure", fortalecimento da ação preventiva, limitações operacionais, critérios de reavaliação patrimonial e outros são requisitos indispensáveis em um ambiente financeiro dos estágios 5 e 6. Mas parecem não ser tudo. As políticas de liberalização financeira trouxeram como ensinamento o paradoxo da desregulamentação.

Limite da desregulamentação...

A experiência dos países em que a crise financeira irrompeu indica que, ao menos que acompanhadas por políticas macro e micro apropriadas, a desregulamentação pode paradoxalmente conduzir a mais, e não menos, envolvimento governamental (BIS, 1993:181)

A gestão emergencial das crises financeiras deve ser suplementada por medidas de longo prazo necessárias à prevenção da recorrência do problema. Uma lição chave a ser extraída das dificuldades recentes é que a prevenção exige políticas que se reforcem mutuamente nos planos macro e micro, com a visão de garantir a disciplina financeira. (BIS, 1993:180)

As políticas macro e micro apropriadas devem incluir uma política financeira que iniba o crédito especulativo e privilegie a formação de capital. Este é o ensinamento profundo a ser extraído das transformações financeiras recentes.

... e necessidade de uma política financeira

Políticas financeiras para países em desenvolvimento

*Liberalização e crises
financeiras*

A definição de políticas financeiras para países em desenvolvimento esteve indissolúvelmente ligada, a partir dos anos 70, ao debate da desregulamentação financeira e da elevação das taxas de juros, como formas de aumentar a poupança disponível para financiar o desenvolvimento econômico²⁰. No entanto, experiências de liberalização financeira em países em desenvolvimento também implicaram crescimento do financiamento especulativo e crises de liquidação. Ao final dos anos 70 e início dos anos 80, ocorreu a crise financeira dos países do Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai), seguida na década passada por crises na Turquia, Filipinas, Nova Zelândia (Akyüz e Kotte, 1991).

Como em muitos outros países, taxas de juros domésticas mais elevadas e a liberalização financeira foram introduzidas como medidas para estabilizar a economia, e não para melhorar a eficiência do sistema financeiro em um arcabouço de um conceito mais geral de política industrial; e as reformas financeiras também terminaram em crise. (Akyüz e Kotte, 1991:47)

*Crise recente da
Venezuela...*

O crise bancária venezuelana de 1994 é um dos episódios mais recentes, ilustrando como a concorrência pode conduzir as instituições financeiras a abandonar o princípio da seleção adversa, mesmo no contexto de economias em desenvolvimento. A partir da liberalização das taxas de juros em 1989 e frente à perspectiva de implantação do banco universal e abertura externa, os bancos venezuelanos passaram a agressivamente competir por depósitos, com elevação dos juros passivos.

*...comprometendo as
conta fiscais*

O Banco Latino, segundo maior do país, passou a enfrentar grandes problemas de inadimplência, inclusive em decorrência de empréstimos concedidos para o próprio grupo econômico controlador da instituição. Ao final de 1993, o Banco Latino sofreu intervenção frente aos problemas de liquidez que enfrentava, o que precipitou "corridas" dos depositantes de oito bancos de menor porte, que acabaram por ser virtualmente estatizados. O socorro público aos nove bancos atingiu US\$ 6,4 bilhões ou 14% do PIB da Venezuela em 1993 (Goldestein e Folkerts-Landau, 1994).

*Exemplos dos 'tigres
asiáticos'*

Ao contrário destas traumáticas experiências liberalizantes, a experiência de Coreia do Sul e Taiwan nos anos 80 garantiu taxas de poupança macroeconômica em patamar de 30%. Não houve preocupação em liberalização das taxas de juros e fluxos de capitais. Manteve-se uma política de crédito ativa, com ajustes refletindo correções de distorções resultantes do crescimento (Ferreira et alii, 1991b:160-162). A formação de capital foi encoraja-

20. A liberalização financeira foi corroborada pela "teoria da repressão financeira" (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

da por subsídios de taxas de juros e direcionamentos de crédito e incentivos fiscais, mas sem comprometer as finanças públicas, resultando em elevadas taxas de investimento e patamares reduzidos de inflação (BIS, 1994:41-41). No caso da Coreia do Sul, buscou-se a redução da dependência do financiamento externo, com estímulo ao crescimento da atividade financeira não-bancária e mercado de capitais. Manteve-se a política de "window guidance", garantindo a rolagem das dívidas junto a clientes preferenciais (Akyüz e Kotte, 1991:50-55).

Um marco importante do debate sobre políticas financeiras para países em desenvolvimentos é a autocrítica realizada por Ronald McKinnon com relação aos efeitos das políticas de liberalização financeira. McKinnon também destacou o que considerava experiências de políticas financeiras bem-sucedidas: Japão e Taiwan. Nestes países, não ocorreram práticas repressivas, com os juros mantendo níveis reais adequados. No caso do Japão, o governo controlou o ingresso de capitais externos e via política de redesconto (situação de "overloan") garantiu o aprofundamento monetário e o controle da qualidade dos créditos concedidos, por meio de uma política de liberalização gradual. Abandonando a idéia de que a liberalização é pré-condição para o desenvolvimento financeiro, o autor assumiu a posição de que a diversificação institucional, com o crescimento dos mercados de capitais e investidores institucionais, deve preceder a liberalização.

Japão...

Sem recuar para a visão mais antiga que eleva medidas de repressão financeira à condição de potencialmente desejáveis como políticas públicas, nós agora reconhecemos que nosso conhecimento de como melhor alcançar a liberalização financeira permanece seriamente incompleto. (McKinnon, 1988:9)

...somente após um substancial aprofundamento nas partes não-bancárias do mercado de capitais – crescimento das transações de títulos primários e aumento da intermediação por companhias financeiras e de seguros, fundos de pensão e assim por diante – é que as autoridades japonesas relaxaram substancialmente (ou começaram a pensar em relaxar) o que os bancos comerciais podiam fazer. (McKinnon, 1988:19)

O mesmo comportamento foi observado em Taiwan, onde as primeiras medidas de liberalização só ocorreram no início dos anos 80, quando o

...e Taiwan

...financiamento por seguradoras e 'trust companies' e novas emissões de ações deixaram de ter importância marginal. Assim, somente após quase duas décadas de grande aprofundamento financeiro combinado com estabilidade de preços é que o governo de Taiwan finalmente começou a afrouxar seus rígidos controles sobre o que os bancos podem fazer...embora suas atividades de maior risco devam permanecer limitadas de modo a preservar a segurança do sistema monetário. (McKinnon, 1988:22)

ênfase de McKinnon em políticas institucionais...

Vale destacar que McKinnon explicitamente passa a considerar a importância dos aspectos institucionais. Destaca a importância de políticas públicas ativas, inclusive o redesconto a ativos bancários concedido pelo banco central do Japão, ao mesmo tempo em que defende políticas de controle dos juros e de restrição aos capitais externos, além de ressaltar o papel dos mercados de capitais e investidores institucionais.

redesconto e controle de capitais...

As experiências acima mostram a importância das políticas de crédito em países em desenvolvimento, em sua dupla dimensão keynesiana. Do ponto de vista do "finance", é necessário monitorar o excesso de tomada de risco e restringir o financiamento especulativo a créditos e propriedades imobiliárias, se necessário agindo diretamente sobre os portfólios bancários (Akyüz, 1993:16,17,37) ou mesmo, como destacado no item "Tendências da regulamentação e supervisão financeira", p.96, por intermédio da política de redesconto da autoridade monetária. O controle do movimento de capitais, impensável na maior parte dos países desenvolvidos na medida em que buscam concorrer enquanto centros financeiros, é uma política que não pode ser abandonado no caso de países em desenvolvimento, que devem buscar em primeiro lugar o crescimento e diversificação de seus mercados financeiros e de capitais domésticos.

... e fortalecimento da regulação preventiva

Dentro de sistemas financeiros que incorporaram o "liability management", a política financeira não se resume ao manejo da taxa de juros e liquidez, devendo ser complementada por um forte aparato de supervisão que enfatize o lado preventivo, nos moldes das medidas atualmente existentes nos EUA e em boa parte adotadas pioneiramente no Chile. O aprimoramento dos requisitos de capitalização das instituições é, como visto, uma área na qual devem ocorrer aperfeiçoamentos contínuos, devendo-se dar atenção para o segmento de produtos derivativos.

Novos formatos de 'funding' envolvem o mercado de capitais

Já com relação ao "funding", o aspecto principal é superar os antigos modelos de financiamento desenvolvimentistas, apoiados no redesconto seletivo, direcionamentos de crédito e recursos fiscais e parafiscais. Não se trata aqui de meramente abandonar mecanismos de financiamento que ainda cumprem papéis de relevo no financiamento de longo prazo, como será destacado no capítulo 3 na análise do caso brasileiro. Mas é necessário atentar para o crescimento inexorável do processo de institucionalização da poupança e formular uma política financeira que contemple o mercado de capitais como instrumento preferencial para o financiamento de grandes projetos industriais e de infra-estrutura. A própria ação das instituições públicas de fomento deve se orientar crescentemente para operações securitizadas, adotando novas modalidades operacionais.

3 Brasil: as instituições financeiras de desenvolvimento e o mercado de capitais

Pretende-se neste capítulo fazer uma análise do marco institucional de financiamento de longo prazo no Brasil, compreendendo tanto o sistema de crédito como o mercado de capitais. A análise é acompanhada, quando necessário, de ilustrações da experiência internacional, acrescentando-se ainda sugestões e proposições que serão retomadas nas considerações finais.

O ponto de partida é uma apresentação das características gerais do padrão de financiamento vigente no Brasil até o início dos anos 80, quando ocorre seu esgotamento, manifesto na crise financeira do setor público, a qual instabilizou tanto a gestão monetária como os mecanismos de financiamento de longo prazo. No item seguinte, apresentam-se breves considerações referentes a políticas desejáveis quanto ao "finance", de modo a que este se articule com iniciativas que busquem recuperar o "funding", dentro de um novo padrão de financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil. Enfoca-se para tanto a gestão do mercado monetário e o monitoramento do fluxo de capitais externos.

O restante do capítulo é dedicado à análise do "funding". No que se refere ao *sistema de crédito*, um primeiro item investiga a atuação dos bancos de desenvolvimento no período recente, com ênfase no sistema BNDES e na situação dos dois principais fundos de poupança compulsória (FAT e FGTS) cujos recursos apóiam financiamentos nos segmentos de indústria e infra-estrutura.

Um dos problemas mais intrincados legados pelo colapso do padrão de financiamento precedente é abordado em seguida: o elevado grau de inadimplência intra-setor público, considerando o volume significativo do estoque da dívida. Esta questão é tratada no contexto de sua influência sobre os bancos públicos e mecanismos de financiamento ao processo de privatização.

Segue-se uma discussão quanto à estratégia operacional e de gestão dos bancos de fomento, com ênfase na redefinição de seu perfil de atuação e nas novas modalidades de apoio financeiro. Dentre estas modalidades, dedica-se

item específico à questão do financiamento à micro e pequena empresa e de base tecnológica, pela importância crescente que estas empresas deverão assumir tanto na geração de empregos como na modernização tecnológica em um novo período de crescimento sustentado.

Passando para o *mercado de capitais*, após uma breve avaliação de seu desempenho recente, abordam-se os principais pontos que demandam mudanças legais e institucionais para que este mercado possa assumir um papel de destaque no financiamento empresarial no Brasil. Consoante com as diretrizes do Plano Diretor do Mercado de Capitais, discutem-se inicialmente as principais mudanças no regime legal, envolvendo principalmente a lei da CVM e lei das S.A.. Em seguida, é tratado o movimento recente de reinserção brasileira nos movimentos internacionais de capitais, quer via emissão de bônus, "notes" e recibos de depósitos de valores mobiliários (ADR, GDR) no exterior, quer via investimentos externos nas bolsas de valores domésticas.

Em seguida, a discussão envolve novos instrumentos, mecanismos e formas de negociação necessários à dinamização do mercado de valores mobiliários: o surgimento de novos títulos, especialmente no segmento de renda fixa (debêntures), seguindo a tendência internacional dos produtos estruturados; desenvolvimento do mercado de acesso e constituição dos fundos de investimento em empresas emergentes, relevantes especialmente no segmento de empresas médias; a importância dos critérios de transparência ("disclosure") e das instituições de classificação de risco ("rating agencies"); e formas de apoio à participação dos empregados no capital das empresas.

Frente a um mercado de capitais diversificado, tornar-se-ia necessário igualmente a modernização e o fortalecimento da CVM. Os bancos públicos, por sua vez, poderão ter papel de apoio relevante no crescimento do mercado de capitais, através de novas modalidades operacionais que lhes podem proporcionar uma melhor gestão e diversificação de riscos.

Entende-se que o desempenho do mercado de capitais está atrelado intimamente ao desempenho futuro dos investidores institucionais, o que leva a que sejam tratados em parte específica. Grande destaque é dado aos segmentos de previdência complementar (fundos de pensão) e seguros, por disporem de poupanças contratuais. Mas também é enfatizado o segmento de fundos mútuos, cujo rápido crescimento e diversificação no período recente são dignos de nota.

O capítulo é encerrado com uma abordagem referente à regulamentação financeira e política de crédito, destacando-se a necessidade de coordenação

institucional por parte do governo e reforço da capacidade de supervisão preventiva, que não deve se limitar à recente adoção dos requisitos de capital do BIS. A modernização do aparato de regulação financeira deve ser abrangente e coordenada, abarcando o sistema financeiro, mercados de capitais, de derivativos e segurador, e a previdência privada complementar. O aparato de regulação, ainda, deve ser autônomo frente às políticas de fomento do governo, a serem desenvolvidas pelas instituições financeiras de desenvolvimento.

O formato institucional do sistema financeiro e a crise do padrão de financiamento

O uso de um marco analítico que privilegiou a abordagem institucional e as transformações internacionais foi importante para delimitar que tipo de estratégias financeiras podem ser compatíveis com a promoção do investimento industrial e da infra-estrutura no Brasil. Permitem precisar melhor a dimensão estrutural necessária para a readequação do sistema de financiamento, uma vez que uma mera recomposição conjuntural – estabilização dos preços, retomada da produção corrente – não seria capaz de detonar um processo de retomada do financiamento de longo prazo, em apoio ao investimento produtivo na indústria e infra-estrutura.

A inflação alta e instável tem efeito destrutivo sobre o alongamento das expectativas empresariais, as finanças públicas e a distribuição de renda. Em tal cenário, não é possível imaginar uma estrutura financeira (nem com o auxílio da “engenharia financeira”) que apóie eficientemente a acumulação de capital. Mas é preciso observar que o simples controle da inflação é condição *necessária*, mas não *suficiente* para a reconstituição dos financiamentos de longo prazo.

No caso dos países desenvolvidos, não houve *a priori* um alongamento espontâneo dos prazos dos financiamentos bancários *em nenhum* dos três tipos de sistema financeiro descritos por Zysman (capítulo 1). O modelo anglo-saxão, fundado no mercado de capitais, sequer desenvolveu de modo significativo o crédito de longo prazo. No caso de França e Japão, o alongamento de prazos deu-se com o apoio direto de uma política de redesconto seletivo das carteiras de empréstimos dos bancos. Coube a estes a tarefa de analisar riscos e assumir o descasamento ativo/passivo, mas sob a garantia de uma política de crédito explícita, fazendo com que o crescimento dos financiamentos bancários se tornasse a principal forma de expansão da oferta monetária.

Já no modelo alemão, os bancos garantiram uma vinculação estreita com o setor produtivo por meio de participações acionárias e na gestão empresarial,

Novo padrão de
financiamento...

...não depende apenas
da estabilização

Alongamento de prazos
do crédito exigiu políticas
de redesconto....

...articulação institucional
entre empresas e
bancos...

o que lhes permitiu elevar o fluxo de informações e diminuir riscos. O interesse solidário e o comprometimento em uma parceria de longo prazo propiciaram um contexto de baixo risco para o avanço creditício, mesmo sem uma garantia explícita da autoridade monetária. Vale destacar que algumas destas características também se fizeram presentes no caso do modelo de preços administrados. A ligação estreita entre bancos e empresas também é marcante no caso japonês. Na França, esta vinculação existia até o final da década de 70, dada a forte presença estatal nos setores produtivo e financeiro.

Desta forma, sobressaem-se duas características no apoio financeiro dos bancos a projetos de inversão industrial: a *vinculação patrimonial* entre empresas e bancos, de um lado, e a uma política de crédito baseada na *liquidez monetária central*, de outro. Neste último caso, além da política de redesconto voltada para os bancos comerciais, o emprego de recursos especiais (inclusive orçamentários) por parte de instituições de fomento, foi decisivo na promoção de setores estratégicos e em investimentos de infra-estrutura. O papel das instituições especiais continua expressivo, como bem demonstram os exemplos japonês e alemão.

Se recorremos à tipologia de Zysman e às transformações recentes no contexto dos países industrializados para apontar as alternativas existentes, isso não significa querer enquadrar o Brasil de forma estrita em um dos três tipos analisados, muito menos advogar uma evolução "etapista". O padrão de financiamento brasileiro nunca teve uma base sólida no mercado de capitais, sua principal lacuna. Tampouco apresentou uma articulação entre a indústria emergente e os grupos financeiros privados, pela própria natureza do modelo tripartite, com grande peso do capital privado internacional e do setor produtivo estatal.

Mas tampouco o caso brasileiro pode ser descrito como um sistema de crédito com base em preços administrados no sentido puro. Tivemos sim muitas características deste, como direcionamentos de crédito (ainda existentes), controle sobre juros passivos (por exemplo, a caderneta de poupança), fundos para-fiscais e fiscais; e, principalmente, alguns segmentos (a agricultura, em especial) que contaram com recursos do orçamento monetário, por intermédio do Banco do Brasil ou do próprio Banco Central.

Não existiu, contudo, um sistema em que a liquidez monetária fosse administrada de modo a alongar os ativos bancários relativos ao crédito industrial, embora alguns expedientes utilizados, como a utilização da subcorreção monetária em empréstimos do BNDES possam ter cumprido papel semelhante, na medida em que acabaram implicando uma assunção de dívida por parte do Tesouro. Por uma série de motivos a expansão monetária resultante

...e instituições financeiras de desenvolvimento

Características próprias do padrão brasileiro...

...com direcionamentos de crédito...

...mas com introdução precoce do 'liability management'

dos empréstimos externos dos anos 70 tampouco cumpriu um papel semelhante a uma política de redesconto. A contrapartida do ingresso de recursos externos foi a expansão da dívida mobiliária, pela adoção de uma política ativa de "open market"¹. O acúmulo de dívida externa e a sua posterior estagnação, ao lado da forte expansão da dívida mobiliária interna, são os aspectos centrais da crise do setor público nos anos 80.

Padrão de financiamento engendrou a crise financeira do setor público...

O padrão de financiamento adotado nos anos 70 foi híbrido e potencialmente instável. Seu principal mérito foi buscar estruturas de financiamento próprias para o investimento em infra-estrutura, por meio de fundos parafiscais (FGTS, PIS/Pasep) e impostos e contribuições vinculados. Mas, por outro lado, combinou o risco cambial (via endividamento externo) com o início do "liability management" da dívida mobiliária de curto prazo. Em estudo clássico, Silva (1979) mostrou como o sistema financeiro brasileiro afirmava-se em três moedas (cruzeiro, dólar e ORTN) e em uma precária unidade entre elas. Quando a crise cambial dos anos 80 rompeu as regras de conversão entre as três unidades de conta, a crise privada foi transformada em crise financeira do Estado, gerando tensões inflacionárias² (Almeida e Belluzzo, 1989:124-125).

O Estado comprometeu sua situação financeira e patrimonial na salvaguarda da riqueza privada. Mas o ajuste privado impediu apenas o desenlace da crise de liquidação. Não foi acompanhado de um reordenamento das avaliações e expectativas capaz de restaurar as relações de rentabilidade esperada entre ativos de natureza diferente, porque as expectativas de longo prazo não se alteraram. (Almeida e Belluzzo, 1990:68)

...e a moeda indexada

A crise de liquidação não veio, dada a possibilidade de ajustamento das margens de lucro das empresas com agravamento da inflação. Esta foi funcional para as arbitragens que passaram a envolver a moeda indexada, fonte de apropriação do lucro inflacionário. A intermediação da dívida pública passou a ser a base do ganho bancário, face à retração do crédito ao setor privado.

Política monetária ineficaz...

A gestão monetária tornou-se prisioneira da polarização entre a riqueza privada e o passivo interno e internacional do Estado, e não havia nenhuma efetividade na política monetária que não um ajuste passivo do governo entre a taxa de conversão da liquidez monetária (moeda de curso forçado) em liquidez financeira (via taxa de juros) e em moeda estrangeira (taxa de câmbio).

1. Embora o Brasil tenha sido um dos últimos países a constituir um banco central, só recentemente unificado (1986), precedeu muitos países desenvolvidos (como o Japão e França) no uso preferencial do mercado aberto como instrumento de política monetária.
2. Foge aos limites desta tese examinar os principais momentos da crise fiscal e financeira do setor público no Brasil. Para uma análise desta crise na década de 80, ver Baer (1993).

O mecanismo clássico de transmissão da política monetária deixou de funcionar, mas não pelos motivos explicitados no contexto internacional (item "Desregulamentação financeira e política macroeconômica", p. 89). Enquanto aqueles se dão pela maior dificuldade em *monitorar o crédito*, no Brasil a ineficácia vem da *reduzida expressão em si do crédito* ao setor privado e do grande peso que assumiu o estoque dos passivos estatais, obrigando o governo a sancionar as carteiras bancárias de títulos públicos, por intermédio da "zeragem automática" (Barros, 1993:19). Caso contrário, geraria um risco insuportável na alocação da liquidez privada, pois esta ficaria desprovida de sua "âncora de última instância".

...frente à zeragem automática...

Nos países desenvolvidos, o efeito riqueza foi magnificado a partir da securitização e do crescimento de títulos negociáveis cotados em mercados secundários, uma vez que a elevação da taxa de juros desvaloriza diretamente o estoque da riqueza velha, cujos títulos estão denominados a taxa de juros mais baixas. Este mecanismo funciona ao contrário no Brasil, dada a liquidez instantânea do conjunto dos ativos financeiros, fazendo com que aumentos de juros elevem a totalidade da riqueza privada, às custas de um aumento da dívida pública. Como mostra a experiência internacional, por outro lado, políticas de elevação da taxa de juros não desfrutaram de credibilidade em situações de finanças públicas deterioradas. No caso brasileiro, a política monetária ativa gerou, quando muito, a "fuga para a frente", até a promoção de um novo calote, feito de maneira cada vez mais traumática.

...e efeito riqueza positivo

Assim, a especificidade do caso brasileiro (e eventualmente de outros países latino-americanos e em desenvolvimento) reside na polarização das situações patrimoniais do setor público e privado e conseqüentemente, no limite de seu financiamento, e não no tamanho do déficit e da dívida do setor público em si. Frente à perda de credibilidade que alcançou a própria moeda, o setor público perdeu sua capacidade de alavancar crédito. Do ponto de vista macroeconômico, isto se refletiu na falência de sua capacidade de prestar garantias para a contratação de novas dívidas, inclusive no caso das empresas estatais. O aval do Tesouro entrou em colapso.

Esgotamento do aval do Tesouro como garantia...

A ênfase neste ponto e suas implicações para o padrão de financiamento do gasto público, especialmente na área de infra-estrutura, foram a maior preocupação de Ignácio Rangel em seus últimos anos de vida. Histórico defensor da industrialização e fundador do BNDES, foi marginalizado no pensamento de esquerda ao procurar demonstrar a dimensão mais profunda da crise brasileira, de modo pragmático e desprovido de preconceitos, mas nunca incoerente com o objetivo da promoção do crescimento. Em texto escrito após a experiência fracassada do Plano Cruzado, Rangel destacou o constrangimento provocado pela redução dos investimentos em infra-estrutura, o

...condenou o financiamento do investimento público...

qual gerava capacidade ociosa em diversos setores industriais, em especial os segmentos pesados da indústria de bens de capital.

O problema imediato consiste em saber se as atividades a desenvolver, no processo de rompimento dos pontos de estrangulamento, exigirão investimentos proporcionalmente grandes, ou se se contentarão com os investimentos relativamente pequenos, apenas complementares de capacidade instalada, no fundamental. Quanto a esse ponto, podemos responder que sim, que o rompimento dos presentes estrangulamentos reclamará *enormes investimentos*.

Com efeito, a presente área dos estrangulamentos é essencialmente constituída pelos serviços de utilidade pública – a começar pelos *grandes serviços*, como energéticos, os transportes ferroviários de massa, de carga e passageiros, os chamados serviços municipais, inclusive os relacionados com a proteção à ecologia etc. (Rangel, 1987a:5)

Sem desmerecer o papel desempenhado pelo setor público no segmento de infra-estrutura no pós-guerra, Rangel mostrou o que considerava ser seu calcanhar de Aquiles: o esgotamento do regime de concessão a empresas públicas, dada a sua incapacidade de obter novos financiamentos, frente ao esgotamento do aval do Tesouro:

O ponto fraco da concessão do serviço público à empresa pública consiste na impossibilidade virtual que cria para o concessionário de oferecer aos credores uma sólida garantia real, isto é, a hipoteca. Com efeito, sendo quase todo o patrimônio dos concessionários comprometido com a prestação dos serviços de utilidade pública, não pode ser alienado – e, por isso mesmo, oferecido em garantia – senão ao poder concedente, indeclinavelmente investido no Estado. Ora, dado que este é, ao mesmo tempo, poder concedente e concessionário, chegamos à situação absurda do Estado hipotecando os seus bens a si mesmo.

Assim, a garantia típica oferecida pelo concessionário público de serviço público é de tipo fidejussório, isto é, não real. Refiro-me ao *aval do Tesouro*, cujo lastro não podia ser outro senão o comprometimento dos recursos fiscais e para-fiscais (via tarifa) do Estado. Chegamos assim à presente insolvência do Estado e de todo o setor público: fato que está no centro da problemática que ora nos ocupa. (Rangel, 1987a:10)

O instituto da concessão de serviço público ao setor privado não é novidade no Brasil, onde predominou até a segunda Guerra Mundial, principalmente via concessionárias estrangeiras. O esgotamento financeiro do setor público traria a necessidade de revigorar tal mecanismo

A economia brasileira tem sempre um *setor público* e um *setor privado*, mas as atividades que constituem cada um deles não são sempre as mesmas, havendo sempre atividades em processo de *privatização* e outras em

publicização... trata-se de, sem descabidos preconceitos mais próprios do pensamento religioso, que do científico, redistribuir as atividades integrantes do sistema econômico nacional entre os setores público e privado desse sistema, já que é tão estúpido e descabido afirmar aprioristicamente que tal atividade tem vocação irremissivelmente pública como tal outra tem irremissivelmente privada. Como questão de princípio, um ponderado pragmatismo se impõe. (Rangel, 1987a:5,10)

Política financeira para o longo prazo nos anos 90: fluxo de capitais e a gestão monetária

Na definição de uma política que recupere o financiamento de longo prazo, deve-se atentar para sua compatibilidade com a política macroeconômica de curto prazo, a qual condiciona as condições gerais da liquidez ("finance"), chamando atenção para as questões do *fluxo de capitais e a política monetária*. Assim como as opções adotadas quanto ao padrão de financiamento têm impactos sobre a política macroeconômica, é necessário que esta estabeleça um quadro coerente para o alongamento dos prazos das operações de crédito e desenvolvimento do mercado de capitais. Este é o sentido dos breves comentários feitos a seguir, que sem dúvida não esgotam a temática da articulação da política macroeconômica com uma política financeira para o longo prazo.

*Articulação do 'finance'
com política
macroeconômica*

O Brasil foi reintegrado no circuito financeiro internacional em 1992, passando a ter um superávit elevado na conta de capitais. Neste primeiro ano de uma nova realidade externa, o país obteve o segundo lugar (atrás apenas da Alemanha) no crescimento de reservas internacionais. O ingresso de liquidez passou a ser explosivo e superior às necessidades de absorção doméstica. Sistemáticamente o Banco Central limitou o ingresso de capitais nos anos de 1993 e 1994, especialmente no segmento de renda fixa.

*Reinserção brasileira nos
fluxos internacionais de
capitais...*

A instabilidade do fluxo de capitais, como verificado após a crise mexicana, mostra que as autoridades deveriam adotar mecanismos seletivos quanto aos fluxos de capitais que ingressam, privilegiando os referentes ao comércio internacional e investimento (Akyüz, 1992:25). A associação dos influxos de capitais exclusivamente com aumentos do consumo interno – e não com ampliação de inversões em capital fixo – pode ameaçar a continuidade do ingresso de recursos externos (BIS, 1994:145-146).

*...demanda política de
controle seletiva*

Quanto à *gestão monetária*, é necessário recuperar graus de liberdade na administração da liquidez. Em um contexto de estabilização, ocorre o

...reaparecimento do redesconto de créditos privados. Isto envolve uma mudança no conceito do Banco Central e do sistema financeiro, para os

quais o acesso ao redesconto é sinônimo de graves problemas de liquidez. Entretanto, o redesconto é normal em qualquer sistema financeiro com inflação estável e baixa (Barros *et alii*, 1991)

Monitoramento do crédito de curto prazo...

As arbitragens em torno da moeda indexada deram ao sistema financeiro uma posição invejável de elevada rentabilidade e de crescimento de participação no PIB, insustentáveis em um contexto de inflação baixa. Como demonstrou a experiência do Plano Cruzado, os bancos tendem a responder a este cenário com uma forte expansão do crédito para recuperar rentabilidade (ver Carvalho, C.E., 1992), movimento inconsistente com a estabilização, apesar do impacto positivo que o aumento da demanda real de base monetária produz sobre o financiamento público.

...exige política para o redesconto...

A necessidade de uma política de controle seletivo da liquidez não é um requisito apenas da política de estabilização. Uma vez que as políticas de metas monetárias perderam terreno no mundo todo, e as políticas de taxas de juros nem sempre fornecem a sinalização adequada, é preciso ter algum grau de autonomia na gestão das reservas bancárias, envolvendo também o monitoramento do compulsório. A experiência recente do Sistema Monetário Europeu mostrou a importância que a seletividade do redesconto pode ter em um mundo globalizado, como reconhecerem as análises citadas de técnicos do FMI e BIS, mesmo que no curto prazo (item "Desregulamentação financeira e política macroeconômica", p. 89). Ao diferenciar o custo de fornecimento de reservas bancárias, beneficiando as operações de crédito ao sistema produtivo, alguns bancos centrais (como da França, notoriamente), ganharam graus de liberdade em sua política de defesa da paridade cambial.

...fortalecendo a gestão macro e inibindo a especulação

O uso de expedientes deste tipo no caso brasileiro não significa reeditar os problemas do orçamento monetário ou usar o redesconto como fonte de "funding" para operações de crédito. Mas é fundamental que a política monetária não comprometa o crédito produtivo em momentos em que for necessário elevar as taxas de juros para coibir a especulação ou consumo, ou para defender a paridade cambial. Em outras palavras, deve-se buscar uma política na qual o redesconto (não-punitivo) seja auxiliar na política de crédito. Trata-se de monitorar, via critérios de redesconto, a reintrodução da liquidez voltada ao apoio do setor produtivo (Carvalho, C.E., 1993) e evitar surtos de crédito especulativo, que na experiência internacional têm se verificado quando os bancos enxergam uma redução no seu espaço de atuação na economia ("downsizing"), o que é inevitável no caso brasileiro a partir da redução dos ganhos de "float".

Privilegiar o financiamento produtivo...

Para tanto, algumas alternativas podem ser estudadas. Em princípio, pode-se ter taxas não-punitivas, sujeitas a limites quantitativos estabelecidos na pro-

gramação monetária, para desconto de operações de crédito voltadas para o financiamento produtivo, enquanto taxas punitivas são praticadas no caso mais geral, a exemplo do praticado no caso francês e de outros países europeus. Outra possibilidade é de diferenciação em termos do instrumento utilizado. Particularmente, o redesconto não-punitivo poderia ter como garantia "commercial paper" da carteira dos bancos comerciais (ou múltiplos com carteira comercial), o que poderia levar a que este título servisse como lastro para troca de reservas e das próprias operações do Banco Central no mercado aberto, a exemplo do verificado no Japão, onde a política monetária é executada em grande parte com "commercial paper" (Osugi, 1990).

Estes expedientes implicariam dinamizar o mercado de "commercial paper", vantajoso instrumento que amplia o "funding" empresarial de empresas de médio e grande porte, na medida em que pode ser colocado diretamente junto aos investidores institucionais, eventualmente a custo mais reduzido frente ao crédito bancário convencional. Seriam também compatíveis com um quadro de redução das emissões de dívida mobiliárias junto ao mercado monetário, na hipótese de um ajuste fiscal bem-sucedido e crescimento do financiamento público junto a tomadores finais, nos mercados externo e interno.

O redesconto pode ser acionado, ainda, como um mecanismo de garantia para o alongamento das operações de financiamento ao investimento produtivo. Esta é a proposta de Bracher (1993), que sugere a criação de uma linha de redesconto junto ao banco central, em caráter de "stand by", para refinarçar passivos cujos ativos correspondentes constituam-se de operações de financiamento de longo prazo ao investimento produtivo. Esta linha seria usada somente em uma situação de "ruptura do mercado" (como no caso de um plano de estabilização ou ameaça de crise cambial), quando pode haver drásticas mudanças nas taxas de juros de curto prazo. O banco central refinarçaria os passivos bancários, mantendo-se o risco de crédito sob responsabilidade dos bancos, os quais se defenderiam do risco de mercado através de contratos de financiamento com juros flutuantes (Bracher, 1993:6-8).

Coerente com a tentativa recente do governo de estabelecer uma taxa de juros flutuante de longo prazo, este expediente também seria de extrema utilidade no caso do envolvimento dos bancos com o financiamento de médio prazo necessário à construção de projetos de infra-estrutura (ver capítulo 4), em que a existência de garantias "stand-by" seriam apropriadas para redução do risco.

O monitoramento da política de crédito é fundamental, mas não é tudo. Em um ambiente financeiro liberalizado e sujeito aos movimentos de capitais

...estimulando títulos privados no mercado monetário

Redesconto como garantia para alongamento de prazos...

...inclusive para apoiar a infra-estrutura

Reforço da regulamentação preventiva

internacionais, uma sólida estratégia de regulamentação preventiva deve ser empreendida, combinando sistema financeiro e mercado de capitais. Esta política financeira tem papel tão importante quanto ao da política monetária *stricto sensu*, pois esta tende a ser inócua na promoção da estabilização se for ameaçada por crises bancárias e não contar com a retomada sustentada do investimento produtivo.

O sistema de crédito e o financiamento de longo prazo

O DESEMPENHO DO SISTEMA BNDES

Liberalização não exclui fomento

O papel das instituições de fomento não tende a diminuir no contexto de um ambiente financeiro em globalização e com maior liberdade operacional das instituições. Pelo contrário, além de importantes setores da atividade econômica permanecerem não atendidos pelos mecanismos de mercado, alguns mercados cresceram em importância, como o financiamento da micro e pequena empresa e do risco tecnológico.

Queda no volume do crédito do BNDES...

No caso brasileiro, o BNDES assumiu ao longo dos últimos 40 anos o papel de fonte interna praticamente monopolista de fornecimento de recursos de longo prazo para a indústria e infra-estrutura. Como pode ser observado na Tabela 3.1 os desembolsos do sistema BNDES apresentaram grande redução na década de 80, tanto para indústria como para infra-estrutura. Em termos dos empréstimos aprovados (Tabela 3.2), as médias de US\$ 8,6 bilhões e US\$ 9,3 bilhões para as décadas de 70 e 80, respectivamente, foram sucedidas por uma média de US\$ 4,3 bilhões para os anos de 1990-93 (Pinheiro, 1994:3).

...não reduz importância relativa da instituição

A queda nas aprovações de operações de crédito e desembolsos efetivos não anulou a importância do sistema BNDES no aporte de recursos de longo prazo gerados internamente. Em 1992, as operações deste banco superaram em 53% a oferta primária de ações e debêntures (US\$ 1,9 bilhão), sendo que, ainda, boa parte das emissões contaram com a subscrição do BNDES (Bonnelli e Pinheiro, 1994:31).

Importância na infra-estrutura...

A recuperação da economia brasileira passa pela reativação dos investimentos industriais e, principalmente, na infra-estrutura (ponto a ser aprofundado no capítulo 4). Dado o papel de destaque já cumprido pelo BNDES no apoio a este setor, é de se esperar que haja um grande crescimento da necessidade de recursos por parte desta instituição, mesmo que no período recente tenha havido anos em que ocorreram sobras de caixa, em função da atividade econômica retraída e da concorrência do ingresso de capitais externos.

TABELA 3.1

DESEMBOLSOS DO SISTEMA BNDES, POR SETOR - 1980/93
(US\$ 1.000)

Anos	Agricultura e Pecuária		Indústria	Infra-Estrutura	Outros
1980	37.555	4.665.087	1.818.528	421.324	6.942.494
1981	22.632	3.744.059	1.520.012	219.967	5.506.670
1982	15.876	4.365.585	2.245.177	440.213	7.066.851
1983	17.281	4.381.980	2.491.444	1.325.979	8.216.684
1984	29.036	3.770.435	2.029.888	1.463.708	7.293.068
1985	43.114	3.125.066	2.695.634	927.564	6.791.378
1986	58.216	4.047.930	2.442.634	612.716	7.161.496
1987	99.065	4.275.127	2.696.715	707.469	7.778.376
1988	125.517	4.149.598	1.645.602	641.154	6.561.871
1989	130.061	2.685.454	943.442	250.835	4.009.791
1990	121.046	2.392.557	555.614	105.396	3.174.613
1991	255.510	2.405.799	777.725	93.482	3.532.876
1992	556.930	1.955.018	1.167.050	123.472	3.802.469
1993	610.824	1.715.821	934.697	141.696	3.403.038

FONTE: Bonelli e Pinheiro (1994: 31)

Além de apoiar o investimento industrial e em infra-estrutura, o BNDES terá um papel destacado no estímulo à competitividade, financiamento ao comércio exterior (no segmento de máquinas e equipamentos) e no apoio ao segmento das pequenas e médias empresas (Bonelli e Pinheiro, 1994:34). A evolução do "funding" da instituição é, neste sentido, vital, o que está diretamente ligado ao comportamento da poupança compulsória, abordado a seguir.

...modernização industrial e geração de empregos

OS FUNDOS DE POUPANÇA COMPULSÓRIA

Como já destacado, o padrão de financiamento criado com as reformas financeiras do período 1964-66 implicou a constituição de fundos de poupança compulsória, com destaque para o PIS/Pasep e o FGTS, ambos envolvendo contribuições patronais sobre folha de salários ou faturamento. A partir de 1974, as receitas do PIS e Pasep foram integralmente destinadas ao BNDES, assumindo o papel de fonte principal de "funding" da instituição.

PIS/Pasep como 'funding' do BNDES...

Até a promulgação da nova Constituição Federal, em 1988, o PIS/Pasep funcionava como um fundo sob regime de cotistas individuais. Era permitido o saque anual de juros e resgate total de cotas nos casos de morte, invalidez permanente, casamento e outros. Após 1988, foi mantido o direito adquirido dos antigos cotistas (referente aos depósitos até este ano), mas o resgate total passou a ser possível apenas em caso de aposentadoria ou morte. Tendo em vista o caráter de fundo com resgate de cotas, os recursos repassados ao BNDES tinham a forma de empréstimo reembolsáveis.

...na forma de empréstimos

TABELA 3.2

CONCESSÕES DE EMPRÉSTIMOS PELO SISTEMA BNDES, POR SETOR - 1970/93
(US\$ 1.000)

Ano	Agricultura e Pecuária	Indústria	Infra-Estrutura	Outros	
1970	-	1.006.641	456.132	160.069	1.622.841
1971	-	1.756.453	385.594	285.216	2.427.263
1972	-	2.116.924	751.281	155.243	3.023.448
1973	-	3.078.640	745.030	378.129	4.201.798
1974	-	6.485.240	2.184.900	373.683	9.043.823
1975	-	9.176.607	2.587.313	571.374	12.335.293
1976	-	13.064.380	2.645.271	423.549	16.133.200
1977	-	5.829.846	1.648.434	265.455	7.743.736
1978	-	7.396.538	10.800.721	693.442	18.890.701
1979	-	7.230.125	2.755.423	890.588	10.878.136
1980	86.622	6.132.015	5.640.993	359.629	12.219.259
1981	43.825	7.555.646	5.183.531	847.909	13.630.911
1982	16.092	4.046.081	2.904.428	577.742	7.544.343
1983	17.207	3.671.207	2.554.097	1.981.131	8.223.642
1984	36.496	3.884.628	3.118.413	1.953.666	8.993.203
1985	60.933	3.406.067	2.708.351	926.947	7.102.298
1986	83.895	5.523.606	1.970.464	798.669	8.376.634
1987	183.772	6.019.703	3.302.158	1.336.098	10.841.731
1988	259.890	6.281.304	2.735.972	564.064	9.841.230
1989	272.583	4.489.353	940.182	213.859	5.915.977
1990	104.984	2.300.976	482.092	105.582	3.193.634
1991	424.435	2.811.588	1.053.478	135.373	4.424.874
1992	723.473	3.157.186	1.765.281	174.788	5.820.728
1993	808.058	2.071.177	772.891	232.099	3.884.225

Obs.: Os números foram obtidos pela multiplicação dos valores deflacionados pelo IGP-DI com o quociente IGP-DI/US\$ = 11,964.

FONTE: Bonnell e Pinheiro (1994: 30)

Recursos não-
reembolsáveis do FAT...

A partir de 1988, as receitas do PIS/Pasep passaram a integrar o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), destinado preferencialmente ao custeio do programa de seguro-desemprego. Por força de dispositivo constitucional, 40% dos recursos do FAT são destinados ao BNDES, constituindo "funding" de seus programas. Não há devolução de principal ao fundo, apenas havendo pagamento dos juros. O BNDES somente deve ceder parte dos recursos vinculados no caso de insuficiência de recursos para pagamento do seguro-desemprego (Marques, 1993:5).

...como principal fonte
de recursos no médio
prazo...

As informações do balanço patrimonial do BNDES (Tabela 3.3) permitem visualizar a importância relativa das fontes descritas. No ano de 1993, cerca de 86% do passivo da instituição era composto pelo patrimônio líquido, obrigações junto ao PIS/Pasep e recursos do FAT. A participação do FAT tende a ser a maior nos próximos anos, já que o PIS/Pasep é um fundo em extinção,

frente à necessidade do BNDES em amortizar os empréstimos recebidos, de modo que se atenda aos resgates dos cotistas. Segundo entrevistas realizadas com técnicos da instituição, estas amortizações ainda durarão ao menos uma década, mas a maior parte deve vencer em cerca de seis a sete anos.

A importância dos recursos do FAT para o BNDES não se deve apenas por se constituírem em fonte barata para o financiamento de longo prazo, mas também por reduzirem o risco da instituição, garantindo que ela obtenha menores "spreads" em captações no mercado externo e possa, ainda, fornecer a contrapartida interna ligada ao repasse de recursos de instituições multilaterais (Pellegrini, 1993:440; Bonnelli e Pinheiro, 1994:27-8).

Contudo, o papel do FAT como mecanismo preferencial de recursos para o BNDES é ameaçado por propostas de reforma tributária que pregam a extinção pura e simples do PIS, sem definir uma fonte alternativa de recursos para o BNDES. Ao contrário do postulado pelos economistas de corte ortodoxo, a vinculação de receitas tributárias ao financiamento do investimento continua sendo uma modalidade importante no contexto dos países avançados (como nos EUA), sendo inclusive recomendada pelo Banco Mundial, ponto a ser abordado no capítulo 4.

Neste sentido, a hipótese de transformar em capital os recursos do FAT já repassados ao BNDES, eliminando o pagamento de juros, bem como de elevar o montante de transferências de recursos do PIS/Pasep, como cogitado pelo atual governo, permitiria alavancar fortemente as atividades desta insti-

...reduzindo o risco operacional da instituição

Importância de receitas vinculadas...

...justificam fortalecer o peso do FAT enquanto 'funding'...

TABELA 3.3

BNDES - ESTRUTURA PATRIMONIAL DO PASSIVO - 1988/93

(US\$ milhões)

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
BNDES												
1. Recursos Institucionais	20.870,8	63	16.608,0	61	12.212,7	53	13.058,6	55	14.551,6	55	14.815,6	55
PIS/Pasep	20.781,0	62	15.955,7	58	9.852,3	43	9.131,6	38	9.057,8	34	8.167,1	30
FAT	—	—	607,5	2	2.359,3	10	3.925,3	17	5.493,5	21	6.648,4	25
Finsocial	89,8	—	44,9	—	1,0	—	1,7	—	0,3	—	0,1	—
2. Empréstimos no País	1.674,5	5	1.019,6	4	711,8	3	424,7	2	326,4	1	1.250,2	5
3. Empréstimos no Exterior	3.739,3	11	2.410,4	9	2.128,5	9	2.016,2	8	1.735,5	7	1.550,4	6
4. Outros Exigíveis	1.186,7	4	1.409,2	5	1.036,9	5	1.139,0	5	1.286,2	5	762,4	3
5. Patrimônio Líquido	5.910,1	18	5.965,6	22	6.944,3	30	7.120,3	30	8.718,8	33	8.405,6	31
TOTAL	33.381,3	100	27.412,8	100	23.034,1	100	23.758,9	100	26.617,8	100	26.784,2	100

Nota: Valores atualizados para preços de dezembro de 1993, com base no IGP-DI e convertidos pelo dólar comercial médio de 31/12/93.

Obs.: As diferenças verificadas em alguns somatórios decorrem dos arredondamentos realizados mecanicamente.

FONTE: BNDES (1993: 65)

tuição, bem como melhorar o seu perfil de liquidez (caixa), com efeito positivo sobre o prazo das operações praticadas.

...sem prescindir da diversificação da base de recursos

Isto não significa descartar a necessidade de diversificar a base de captação de recursos da instituição, necessária para que ela possa alavancar o processo de investimento em infra-estrutura, especialmente via parcerias com o setor privado. A credibilidade que o BNDES apresenta em suas emissões externas abre perspectivas igualmente promissoras no que se refere à captação de recursos no mercado interno, especialmente no segmento de investidores institucionais, em particular os fundos de pensão (ver capítulo 4).

FGTS e o setor de saneamento

Ao lado do FAT, os recursos do FGTS interessam para os propósitos deste trabalho na medida em que se constituíram em uma fonte preferencial até meados dos anos 80 para o financiamento do setor de saneamento básico (água e esgoto). No início dos anos 70, a constituição do PLANASA formou a base financeira que propiciou notável expansão da rede de água e em menor escala, de esgoto, em todo o território nacional, implicando em parceria do governo federal com os governos estaduais (ver Quadro 3.1).

QUADRO 3.1

O PLANASA

Criado em 1970, o Plano Nacional de Saneamento, administrado pelo antigo BNH (Banco Nacional de Habitação), consagrou o modelo por meio do qual as Companhias Estaduais de Saneamento Básico (CESB) recebiam concessões dos municípios para explorar os serviços de água e esgoto. O sistema era fortemente centralizado, de modo a viabilizar a constituição de subsídios cruzados dentro de cada Estado da federação, com regiões mais rentáveis financiando as regiões carentes. Os projetos de saneamento eram financiados em 50% com recursos oriundos dos orçamentos estaduais, por meio dos FAE (Fundos de Água e Esgoto), e a outra metade via empréstimos do BNH, com base em recursos do FGTS. Na concepção original, os FAE seriam fundos rotativos, a partir do retorno dos financiamentos.

O colapso financeiro do Planasa liga-se a: (i) perda de autonomia dos Estados para a fixação de tarifas de água e esgoto a partir de 1976, levando à redução da capacidade de financiamento das CESB e inadimplência das mesmas junto aos FAE e BNH; (ii) impossibilidade de viabilizar a contrapartida estadual para novos projetos, dada a crise das finanças estaduais nos anos 80; (iii) sobreendividamento dos Estados junto ao BNH, quando este também passou a financiar a contrapartida estadual dos investimentos em saneamento básico; (iv) mesmo com a recuperação pelos Estados da autonomia de fixar tarifas, na década de 80, houve falta de disposição dos governos estaduais em assumir o ônus pela recuperação tarifária, mantendo defasagens tarifárias; e (v) problemas de gestão a partir da extinção do BNH em 1986 (ver Arretche, 1993; Braga et alii, 1993).

Com o colapso do Planasa e a grande inadimplência dos Estados, o FGTS não se consolidou como um fundo de financiamento de longo prazo. A isto se somou a inadimplência do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais) junto ao FGTS, em função do compromisso assumido pela União de cobrir o saldo devedor residual dos contratos de financiamento imobiliário assumidos até 1986, com correção da prestação através da equivalência salarial.

*Inadimplência do FCVS
junto ao FGTS...*

Além da inadimplência generalizada dos principais Estados e da própria União junto ao FGTS, este também foi afetado pela concessão excessiva de financiamentos na área habitacional³ em 1990 (134 mil unidades habitacionais) e 1991 (366 mil). Isto levou ao comprometimento dos fluxos de receitas dos anos seguintes, fazendo com que novas operações de financiamento (em habitação popular, saneamento e infra-estrutura urbana) tenham sido suspensas entre 1992 a 1994.

...e má gestão

Além dos problemas relativos à qualidade do seu estoque de ativos, a ampliação dos recursos FGTS se vê limitada pela reduzida elasticidade-renda do emprego formal, frente à mecanização e terceirização, além dos saques em caso de aposentadorias dos cotistas. Ao mesmo tempo são recorrentes propostas de apropriação mais direta pelos trabalhadores dos recursos do fundo, como o episódio recente de autorização de saque das contas inativas.

*Constrangimentos
estruturais...*

Conforme os dados da Tabela 3.4, há uma forte queda da arrecadação bruta de recursos para o FGTS a partir de 1991, frente à redução do nível da atividade econômica. Ao mesmo tempo, os saques totais (demissão, abatimento de saldo devedor de financiamento à casa própria, aposentadoria) cresceram de forma consistente, impulsionados pelas retiradas de contas inativas. Com isso, a arrecadação líquida, de cerca de US\$ 3,1 bilhões em 1989 e US\$ 3,8 bilhões em 1990, reduziu-se para US\$ 900 milhões em 1993. Segundo informações da Caixa Econômica Federal, o FGTS contaria ao final de agosto de 1994 com cerca de US\$ 1,5 bilhão em caixa, além de reservas de liquidez de US\$ 652 milhões (Cristino, 1994). Apesar da expectativa de melhora no desempenho financeiro do fundo com a reativação da economia, é necessário ter em mente o caráter estrutural dos problemas do Fundo:

*...a despeito dos
impactos favoráveis da
conjuntura...*

...ao final da década de 80, a situação de inadimplência do fundo não é atribuída apenas aos efeitos da crise econômica sobre suas bases de financiamento, mas os efeitos desta crise sobre o montante de recursos disponíveis põe a nú problemas de gestão. (Arretche, 1993:12)

3. De acordo com deliberação do Conselho Curador do FGTS, os recursos disponíveis do Fundo destinam-se a financiamentos para habitação popular (60%), saneamento básico (30%) e infra-estrutura urbana (10%). No entanto, tem se observado aplicações em discordância com as diretrizes do Conselho Curador (Arretche, 1993:30-32)

TABELA 3.4
BRASIL - FGTS - ARRECADAÇÃO
US\$ MILHÕES (¹)

Período	Arrecadação Bruta	Saques Totais	Arrecadação Líquida	Período	Arrecadação Bruta	Saques Totais	Arrecadação Líquida
91-Jan.	194.549	80.760	113.789	92-Jan.	504.530	245.061	259.469
Fev.	272.965	39.345	233.619	Fev.	394.609	227.081	167.528
Mar.	448.952	313.766	135.186	Mar.	356.950	288.817	68.133
Abr.	424.315	178.787	245.528	Abr.	365.152	265.498	99.654
Mai.	388.679	101.887	286.792	Mai.	361.516	325.642	35.874
Jun.	335.581	463.093	-127.514	Jun.	408.579	280.287	128.292
Jul.	759.656	248.657	510.999	Jul.	402.659	344.048	58.611
Ago.	483.798	55.016	428.782	Ago.	401.577	306.241	95.335
Set.	343.103	377.344	-34.241	Set.	371.259	312.197	59.062
Out.	716.250	136.184	580.066	Out.	410.000	298.019	111.981
Nov.	445.941	132.119	313.823	Nov.	387.256	300.118	87.138
Dez.	553.750	148.963	404.787	Dez.	499.580	396.195	103.384
Total	5.367.539	2.275.291	3.091.618	Total	4.863.667	3.589.206	1.274.461
90-Jan.	734.715	171.834	562.881	93-Jan.	575.205	355.987	219.218
Fev.	482.686	145.548	337.138	Fev.	436.194	311.869	124.325
Mar.	483.243	116.991	366.252	Mar.	415.495	338.691	76.804
Abr.	608.684	291.821	316.863	Abr.	417.317	297.655	119.662
Mai.	631.848	341.666	290.182	Mai.	396.958	295.874	101.084
Jun.	594.291	297.531	296.760	Jun.	438.128	315.875	122.252
Jul.	578.453	310.642	267.811	Jul.	411.750	351.469	60.282
Ago.	613.396	306.022	307.374	Ago.	441.080	431.322	9.758
Set.	625.569	238.453	387.116	Set.	409.083	406.597	2.486
Out.	564.121	272.367	291.754	Out.	424.971	410.766	14.204
Nov.	490.545	289.648	200.897	Nov.	415.856	412.786	3.071
Dez.	543.832	265.770	278.062	Dez.	500.874	453.371	47.503
Total	6.951.383	3.057.292	3.894.091	Total	5.282.911	4.382.262	900.649
91-Jan.	587.073	306.182	280.891	(¹) Conversão pelo US\$ comercial "média do período".			
Fev.	401.775	267.632	134.143	FONTE: Dados do Bacen; elaboração IESP/FUNDAF.			
Mar.	455.067	311.259	143.808				
Abr.	452.856	374.010	78.846				
Mai.	462.581	498.148	-35.567				
Jun.	549.091	465.994	83.097				
Jul.	468.506	382.945	85.561				
Ago.	469.745	540.172	-70.427				
Set.	443.503	79.268	364.235				
Out.	417.335	414.456	2.879				
Nov.	378.836	266.280	112.556				
Dez.	435.371	222.475	212.896				
Total	5.521.739	4.128.820	1.392.919				

Do ponto de vista patrimonial, o ano de 1994 também marcou a formalização de acordos de refinanciamento de dívidas de Estados junto ao FGTS, sob o amparo da lei 8.727/93. Cabe registrar o acerto feito junto ao Estado de São Paulo, que implicou um acerto envolvendo cerca de US\$ 2 bilhões, refinanciados em 20 anos, a juros de IGPM + 12% a.a.. Contudo, o alto percentual de comprometimento das receitas estaduais com o serviço da dívida (até 11% a partir de 1995) fixado pela resolução no.11/94 do Senado Federal lança dúvidas quanto à possibilidade do acordo ser honrado.

...e da renegociação de débitos

A DÍVIDA INTRA-SETOR PÚBLICO E A REFORMA PATRIMONIAL

A inadimplência dos Estados e do FCVS junto ao FGTS é apenas um exemplo de um problema maior legado pela crise das finanças públicas: o elevado estoque de endividamento intra-setor público, envolvendo bancos, empresas, autarquias e os Tesouros nos três níveis de governo, mas sobretudo entre a União e os Estados. Em particular, a estratégia de ajustamento à crise do endividamento externo implicou um endividamento oneroso por parte do setor público⁴.

Endividamento intra-setor público

No caso do sistema bancário, o endividamento público concentrou-se junto aos próprios bancos oficiais (federais e estaduais), os quais sofreram forte deterioração patrimonial ao longo da década de 80. O movimento só não foi mais prejudicial em função de limites ao endividamento do setor público impostos pelo Bacen a partir da segunda metade da década (atualmente, por meio da resolução 2.008/93). Mesmo com a imposição de tais limites e várias tentativas para renegociar e reescalonar tais dívidas, pouco se avançou no sentido de equacionar o problema até a década de 90, quando teve início o Programa Nacional de Desestatização, que estabeleceu a aceitação de dívidas contra a União como meio de pagamento na compra de empresas desestatizadas (as chamadas “moedas podres”).

Programa de privatização...

No início do programa, a venda de empresas estatais apoiou-se principalmente no estoque existente de dívida não-mobiliária que possuísse negociabilidade (debêntures Siderbrás, títulos da dívida agrária, obrigações do fundo nacional de desenvolvimento), uma vez que o deságio exigido sobre os títulos da dívida externa (25%) para utilização nos leilões de venda de estatais desestimulou o uso deste instrumento como moeda de privatização. Com o avanço do programa, cresceu em importância o processo de *securitização de dívidas*, por meio do qual outras dívidas bancárias do setor público, especialmente aquelas detidas pelas próprias empresas a serem alienadas, foram transformadas em títulos negociáveis.

...com securitização da dívida pública bancária...

4. Sobre o processo de ajustamento de empresas e bancos públicos e privados na década de 80, ver Almeida (1994).

*...beneficia entidades
públicas*

A securitização de dívidas existentes tem uma dupla dimensão. Envolve inicialmente uma renegociação da dívida original em termos de valor do principal, prazo e juros, em que o Tesouro busca apropriar um ganho (desvalorização da dívida) em função da maior liquidez que terá a dívida após completado o processo⁵. Em seguida, a dívida é transformada em um título com características de homogeneidade, divisibilidade, transparência e negociabilidade em mercado secundário, sendo então registrada no Sistema Securitizar da Cetip/Andima. A partir daí o título se torna uma "moeda", que pode ser utilizada na liquidação financeira dos leilões de privatização. Criou-se assim um mercado secundário ativo e flexível, permitindo que as negociações tivessem formatos apropriados à diversidade de situações patrimoniais das diferentes instituições que detinham os títulos - bancos públicos e privados, empresas, fundações de previdência privada - e mesmo pessoas físicas.

Bancos públicos...

Vale destacar particularmente o papel dos bancos públicos federais e estaduais no processo. Tendo em vista deterem posições expressivas de moedas de privatização, não puderam em geral lançar mão da venda à vista destes ativos, uma vez que o deságio implicaria reconhecer prejuízos expressivos em seus balanços. Recorreram por conseguinte a vendas a prazo (em prazos de oito a doze anos) viabilizando um esquema totalmente doméstico de financiamento à aquisição das empresas desestatizadas.

*...viabilizaram
financiamento longo na
privatização*

O debate apaixonado e pouco racional que acompanhou a privatização impediu que muitos "defensores do Estado" compreendessem os grandes méritos deste processo. Dado que os prazos praticados nos financiamentos para aquisição das empresas, via "moedas podres" só poderiam ser atendidos, em tese, via operações no sistema financeiro internacional, evitou-se, em primeiro lugar, um endividamento externo adicional que seria extremamente nocivo, já que não resultaria em acréscimo do estoque de capital da economia. Por outro lado, vinculou-se as receitas da privatização ao saneamento patrimonial do Estado, com efeitos extremamente benéficos para os bancos oficiais, tanto diretos (melhora da qualidade e risco dos ativos)⁶ como indiretos (possibilidade de captação de recursos externos com "spreads" menores).

*Melhora patrimonial do
BNDES*

Até o final de 1992, o BNDES, por exemplo, teria obtido um abatimento de cerca de US\$ 1,4 bilhão de seu endividamento junto à União (Pellegrini, 1993:423) valor que seria de aproximadamente US\$ 2,5 bilhão até meados de 1994, segundo informações obtidas através de entrevista. O retorno destes financiamentos terá efeito positivo sobre o caixa da instituição ao final

5. A dívida, neste sentido, pode sofrer um deságio no processo de renegociação, o qual é diverso do deságio que o título securitizado resultante pode vir a ter no mercado secundário se vendido à vista.
6. Contudo, os próprios objetivos do processo de desestatização, além de restrições constitucionais, limitaram a participação direta dos bancos públicos nos leilões para compra de posições minoritárias, impedindo-os de participar dos expressivos ganhos de capital verificados nas principais empresas dos setores de siderurgia e petroquímica.

do século, atenuando os efeitos negativos já apontados em termos do "fund-ing" da instituição.

A securitização é o caminho a ser seguido para as finanças públicas de forma a desbloquear os fluxos de financiamento intra e inter esferas de governo, o que sem dúvida será importante para reativar o investimento público, particularmente em infra-estrutura. No caso do governo federal, uma oportunidade nova e promissora se abre com a criação das "moedas sociais", cuja primeira iniciativa seria a securitização da dívida da União junto ao FCVS, de cerca de US\$ 11 a 12 bilhões. Como já apontado, o FGTS é credor desta dívida, em montante aproximado de US\$ 3,5 bilhões, o que corresponde a 12% do seu patrimônio (Safatle, 1994:1,3; Landau e Pinheiro, 1994). Os títulos seriam integralizados em um ou mais fundos (procedendo-se provavelmente a uma cisão do FGTS), de modo a que fossem utilizados no processo de desestatização. Os benefícios seriam múltiplos: (i) saneamento do endividamento do Tesouro, livrando-o de dívida existente, mas não contabilizada no Orçamento da União; (ii) aumento da rentabilidade para os cotistas do FGTS; (iii) possibilidade de uso dos recursos do FGTS para que trabalhadores adquiram ações das empresas desestatizadas em que trabalham; (iv) possibilidade de uso do mesmo modelo para reduzir outros passivos sociais da União, como frente ao PIS/Pasep e, principalmente, para apoiar a reforma da previdência (Landau e Pinheiro, 1994). Adicionalmente, a securitização da dívida do FCVS junto aos agentes financeiros públicos e privados também melhoraria a situação patrimonial do sistema financeiro.

Moedas sociais...

O ponto a definir nesta iniciativa é de que forma os "fundos sociais" de ações serão administrados, dada a magnitude que terão e o impacto resultante no mercado secundário. Uma possibilidade seria que a administração ficasse com o BNDES, que já administra o Fundo de Participação Social, de características semelhantes. Há também proposições de que se adote um modelo competitivo, nos moldes das administradoras de fundos de pensão chilenas, em que o cotista tem liberdade de escolha da instituição depositária (Landau e Pinheiro, 1993).

...ou fundos sociais

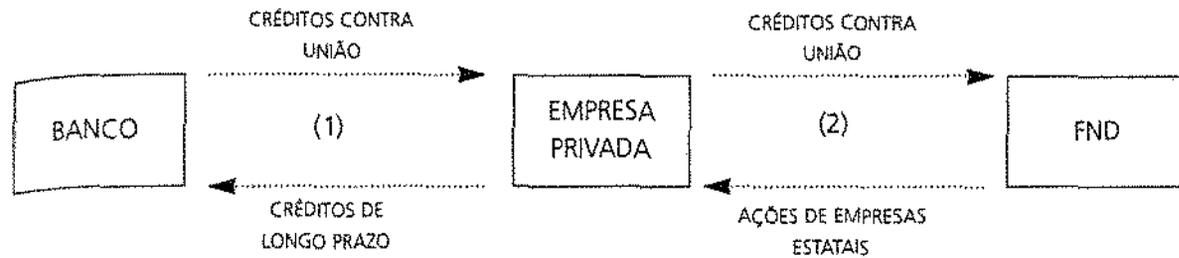
É importante destacar aqui que o processo de securitização de dívidas não se limita a iniciativas de privatização. Dívidas do setor público podem ser utilizadas em diversos expedientes como uma forma de equalização de custos na medida em que o detentor (credor) aceite um deságio na alienação do título. Os diagramas 3.1 a 3.5 ilustram, a partir do mecanismo básico adotado no processo de privatização, variações em que "moedas podres" podem viabilizar incentivos a investimentos, pré-venda de serviços públicos e mesmo financiamentos de longo prazo ao setor privado⁷.

Engenharias financeiras com 'moedas podres'...

7. O Banco do Brasil, ao final de 1994, já havia reduzido em US\$ 1 bilhão sua carteira de títulos da dívida externa, vendidos a prazo a empresas privadas que os alienaram à vista, com deságio, no mercado secundário (Freire, 1994:17)

DIAGRAMA 3.1.

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO PARA PRIVATIZAÇÃO

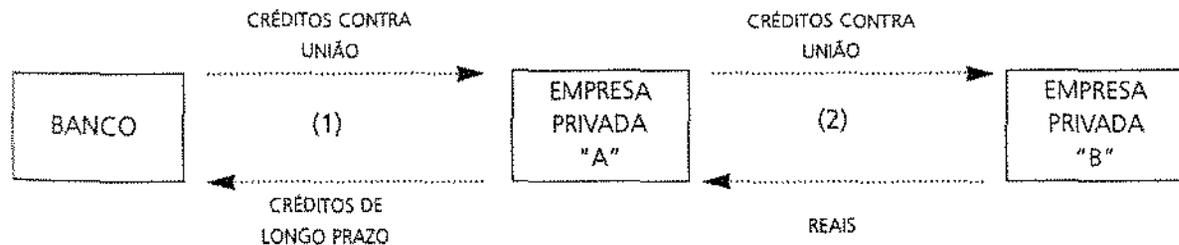


- (1) Banco vende a prazo moedas de privatização (créditos contra União) para empresa privada.
(2) Empresa privada adquire em leilão ações de empresas estatais depositadas no FND - Fundo Nacional de Desestatização, mediante pagamentos em moedas de privatização.

FONTE: Ferreira (1993: 35)

DIAGRAMA 3.2.

FINANCIAMENTO DE CAPITAL DE GIRO DE LONGO PRAZO
MEDIANTE MOEDAS DE PRIVATIZAÇÃO

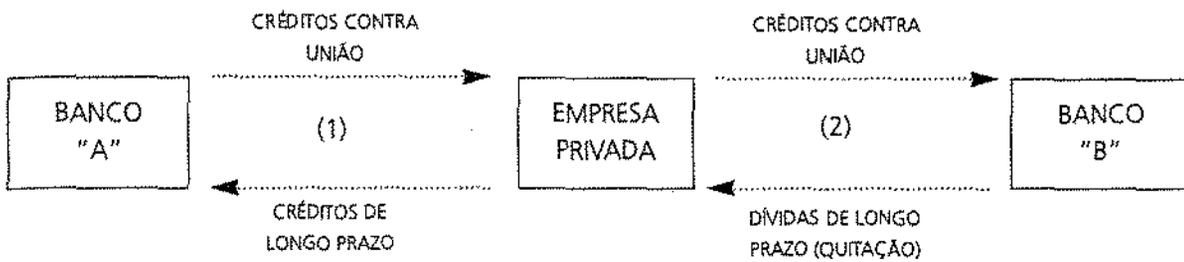


- (1) Banco vende a prazo a empresa privada "A" moedas de privatização (créditos contra União).
(2) Empresa privada "A" vende no mercado secundário os créditos contra União a vista, com deságio, constituindo um financiamento de longo prazo.

FONTE: Ferreira (1993: 35)

DIAGRAMA 3.3.

SANEAMENTO FINANCEIRO COM MOEDAS DE PRIVATIZAÇÃO



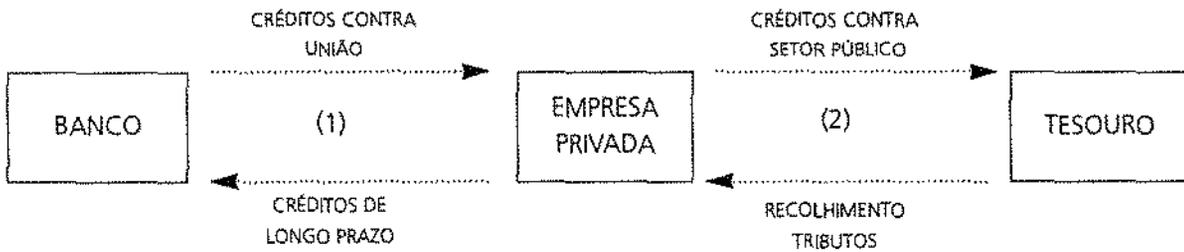
(1) Banco "A" vende a prazo moedas de privatização para empresa privada endividada no curto prazo.

(2) Empresa privada liquida dívida de curto prazo, pagando o banco "B".

FONTE: Ferreira (1993: 36)

DIAGRAMA 3.4.

FINANCIAMENTO AO RECOLHIMENTO DE TRIBUTOS COM CRÉDITOS CONTRA SETOR PÚBLICO, LIGADO A PROJETO DE INVESTIMENTO



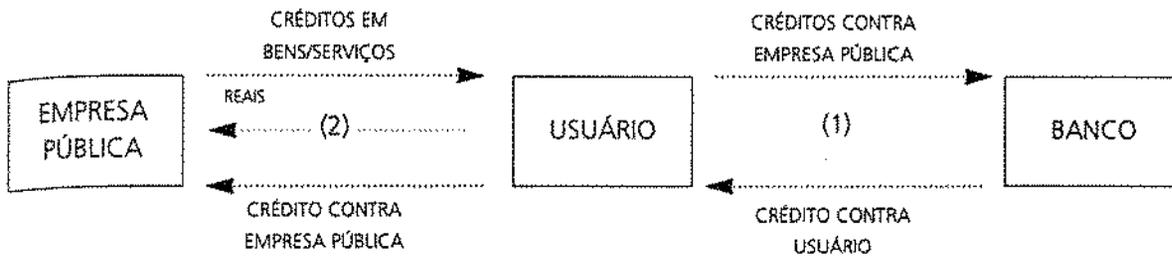
(1) Banco financia compra de créditos contra setor público para empresa privada com projeto de investimento.

(2) Empresa privada paga tributos com créditos contra setor público.

FONTE: Ferreira (1993: 36)

DIAGRAMA 3.5.

EQUALIZAÇÃO DE CUSTO DE PRÉ-VENDA DE SERVIÇOS PÚBLICOS



(1) BANCO/USUÁRIO - Venda a prazo de dívida.

Banco vende a prazo créditos contra a empresa pública, para um usuário potencial de serviços públicos. O usuário adquire o crédito pelo valor de face, com deságio embutido no fluxo de pagamentos.

(2) USUÁRIO/EMPRESA PÚBLICA - Compra antecipada de bens/serviços.

Usuário adquire antecipadamente serviços públicos, com pagamento feito por meio de "mix" entre créditos contra a empresa pública e reais, de modo que o deságio auferido na aquisição dos créditos equalise o custo financeiro da antecipação paga em reais (este a ser feito à vista ou de acordo com cronograma de usos da empresa pública, ligado a projeto de investimentos).

VANTAGENS:

BANCO: Troca de ativo contra o setor público sem liquidez e sem retorno financeiro, por ativo contra o setor privado.

USUÁRIO: Adquirir serviço público por custo mais barato; viabilizar financiamento de investimentos do qual será usuário.

EMPRESA PÚBLICA: Eliminar passivo bancário e seus encargos; obtenção de "funding" para investimentos e capitalização contra dívida a ser paga em prestação de serviços.

FONTE: Ferreira (1993: 37)

Este conjunto de possibilidades significa na prática vincular parte dos recebimentos futuros do setor público (impostos, venda de patrimônio e receitas de serviços) à liquidação de sua dívida bancária securitizada (ou outras), com uma garantia efetiva ao seu cumprimento, via conversão em ativos reais (privatização) ou mudança de risco (troca por dívida junto ao setor privado). Na prática, o pagamento da dívida fica vinculado a alguma entrada de recursos para os Tesouros ou empresas públicas, fortalecendo o processo de saneamento.

...auxíliam o saneamento financeiro do setor público...

Vale também destacar que a securitização de dívidas, exatamente por dotá-las de homogeneidade, divisibilidade e negociabilidade, é a forma mais indicada para viabilizar o acerto de dívidas intra-setor público. Este é o sentido de proposta da Andima, que em 1990 sugeriu a criação de um Sistema de Obrigações de Estatais, por meio do qual seriam lançadas posições credoras e devedoras de entidades públicas, de modo a se proceder ao "clearing" das mesmas, até que o título voltasse ao órgão emissor, quanto seria cancelado (Andima, 1990). Tal sistema poderia ser a forma de estimular as "engenharias" acima descritas, que ganhariam em agilidade, podendo inclusive incluir outras dívidas que não de empresas estatais.

...e agilizam encontros de contas

BANCOS DE DESENVOLVIMENTO: NOVAS MODALIDADES OPERACIONAIS E MODELO DE GESTÃO

Foi identificado no cenário internacional (capítulo 2) a necessidade de uma política de financiamento pública, cuja necessidade aumenta – e não se reduz, como aponta de forma simplista a ortodoxia econômica – em um ambiente financeiro globalizado e liberalizado. No caso de países em desenvolvimento, as instituições especiais têm enfrentado um quadro de descapitalização. Há uma crescente resistência para que recebam recursos orçamentários para constituir seu "funding", especialmente em presença de crises fiscais (Yoshino, 1994:49), o que é agravado pela excessiva interferência política e corrupção. A deterioração patrimonial, por sua vez, impede que estes bancos possam lançar mão da captação de recursos junto ao mercado, que exige um nível de "rating" adequado.

Mudança do 'funding' dos bancos de fomento...

Mas as transformações verificadas nas finanças internacionais implicam que o banco de fomento deve buscar um novo perfil operacional, especialmente frente ao crescimento do mercado de capitais. No que se refere à modalidade operacional, é preciso que os bancos de fomento atuem não apenas como instituições de *desenvolvimento* (via crédito), mas também ampliem sua atuação como bancos de *investimento*, via participações acionárias, prestação de garantias, administração de fundos de investimento e realização de "underwriting"⁸.

... e atuação no mercado de capitais...

8. Embora formalmente as carteiras de investimento e desenvolvimento dos bancos múltiplos tenham sido fundidas através da resolução 2.099/94 (Andima, 1994:5), permanece válida a distinção apontada em termos operacionais.

...não exclui recursos públicos

Cabe observar que o novo formato das instituições públicas não exclui a importância de recursos vinculados estáveis, de origem pública. No caso japonês, foi destacada a importância dos recursos de fundos públicos na área de seguros e previdência, que podem se constituir em uma fonte preferencial. Não é possível descartar, igualmente, o papel de recursos fiscais e para-fiscais, principalmente levando em conta novas demandas financeiras para investimento criadas pelas tendências tecnológicas e empresariais, a serem abordadas no próximo item.

bancos de segunda linha

Mas não basta que os bancos sejam saneados e modernizados, se eles continuam a ser submetidos a uma administração divorciada de critérios técnicos, e do sentido geral da política de crédito estabelecida. É necessário que novas formas de atuação sejam consideradas, como a atuação preferencial em segunda linha (via repasses a outros bancos). Esta implica que o risco de crédito junto ao tomador final do empréstimo seja assumido pelo agente financeiro, cabendo ao banco de fomento apenas avaliar o risco de crédito deste agente, o que reduz substancialmente o espaço para a concessão de crédito por critérios políticos.

Ativos de risco e novo modelo de gestão

Por outro lado, em grandes projetos de infra-estrutura, é inevitável a assunção de riscos pelos bancos de fomento. Mas isso também deve se dar via participações acionárias e títulos híbridos (debêntures com prêmios e outros) de forma que se possa partilhar os resultados do sucesso do empreendimento. A atuação por meio de participações e outros títulos negociáveis, contudo, é mais perigosa se houver risco de interferência política nas operações, uma vez que não exige garantias reais⁹. Talvez só seja compatível com novos modelos de gestão, eventualmente incluindo a possibilidade de controle privado do banco de fomento, com participação pública minoritária. O governo deveria manter poder de influência somente quanto às *linhas de atuação* da instituição. E não precisa necessariamente ser majoritário nos comitês de crédito, ou seja, não deve ter o poder de, isoladamente, definir *quais operações* serão aprovadas.

'Golden share'

Como visto na experiência internacional, algumas instituições de fomento não têm controle majoritário do setor público, como a KTDC na Coreia do Sul. O poder público, minoritário, poderia ter poder de veto sobre as diretrizes gerais da instituição, por meio de uma "golden share", o que permitiria garantir a imposição de sua política de desenvolvimento ou regional.

9. O rombo de cerca de US\$ 10 bilhões no Credit Lyonnais francês anunciado em 1994 é exemplar a este respeito, já que em boa parte foi produzido pela carteira de participações acionárias da instituição. Operações de prioridade duvidosa para um banco público, como a aquisição da Metro Golden Mayer, mostram que má gestão de bancos públicos não é privilégio de países em desenvolvimento.

A participação do setor privado, por sua vez, visaria garantir a ênfase na visão de rentabilidade, reforçando o poder das áreas técnicas. Poderia viabilizar parcerias que implicassem reforço de capital para a instituição, hipótese a ser explorada a partir do envolvimento dos investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão. A presença de tais investidores nos conselhos de administração de instituições de fomento, ou mesmo na gestão de fundos específicos poderia ser um passo importante para criar bases mais estáveis de recursos para os bancos públicos, no sentido proposto por Pinheiro (1994) para o BNDES (assunto a ser aprofundado no capítulo 4).

Parcerias com investidores institucionais

FINANCIAMENTO À MICRO E PEQUENA EMPRESA E AO RISCO TECNOLÓGICO

A experiência dos países desenvolvidos, especialmente na Europa, tem chamado atenção para o caráter desempregador trazido pelo novo padrão industrial (BIS, 1994). Ao mesmo tempo, o movimento de terceirização tem aberto grandes oportunidades para o *micro e pequeno empresário*, um segmento de grande importância como alternativa de geração de postos de trabalho. Neste segmento, o apoio financeiro continuará a ser feito principalmente via medidas tributárias e apoio creditício, pouco podendo o mercado de capitais contribuir. Isto é confirmado pelo diagrama 3.6, que mostra como o financiamento à micro e pequena empresa limita-se sobretudo ao crédito bancário e capital de risco mesmo nos Estados Unidos, cujo padrão de financiamento tradicionalmente apoiou-se no mercado de capitais. A dificuldade de financiamento deste segmento relaciona-se sobretudo ao reduzido nível de informações disponível, que aumenta o risco das operações, afastando o investidor típico do mercado de capitais.

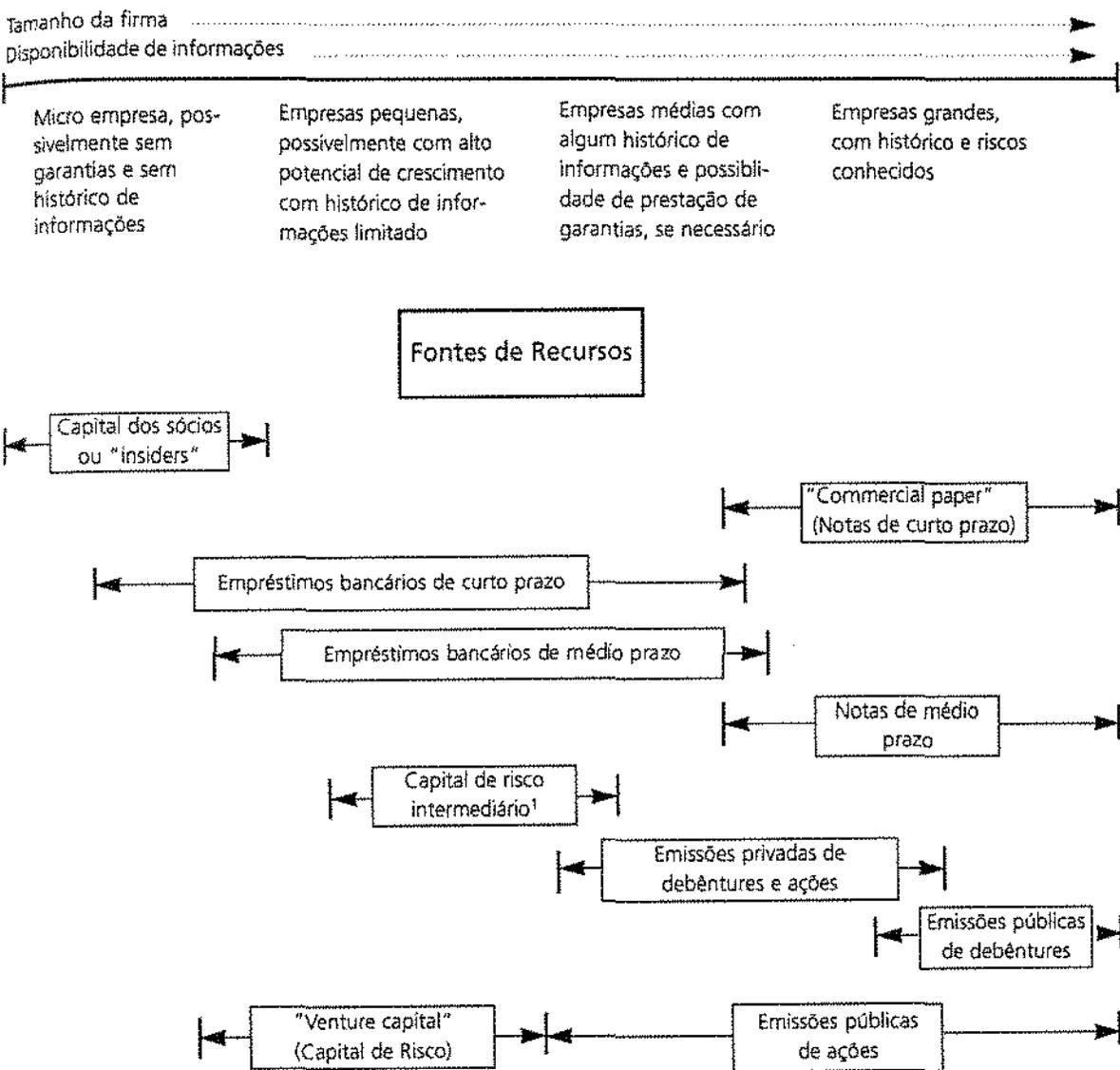
Falta de informação dificulta financiamento à micro e pequena empresa

Mas mesmo no caso do crédito bancário, as operações enfrentam o quase sempre intransponível obstáculo representado pela dificuldade de constituição de garantias. Isto decorre do fato do patrimônio acumulado pelo empresário (pessoal e empresarial) ser insuficiente para cobrir os montantes financiados, apesar da análise de risco eventualmente favorável. Países desenvolvidos e em desenvolvimento, como Japão, Alemanha, Estados Unidos, Reino Unido, Itália, França, Coreia do Sul e México, têm procurado enfrentar essa questão através de esquemas públicos, privados ou mistos de seguro de crédito, principalmente a partir da constituição de *fundos financeiros específicos*. Os fundos têm formatos diversos, podendo cobrir só investimentos em capital fixo ou ser extensivos a giro; garantir somente o principal ou dar cobertura também aos juros (SCTDE, 1992b:8-10; BNDES, 1991b:27). Outra alternativa é a constituição de *sociedades de caução mutual*, principal modalidade de apoio à micro e pequena empresa na França, Itália, Alemanha e Espanha, quando um fundo financeiro é criado a partir de recursos ou garantias oriundas de um condomínio de empresas ou mesmo associações de classe.

Seguro de crédito no cenário internacional

DIAGRAMA 3.6

FONTES DE RECURSOS POR TAMANHO DE EMPRESAS – ESTADOS UNIDOS



FONTE: Com base em Carey et alii (1993: 41)

1. "Mezzanine Fund Finance", que corresponde à operação de "Venture Capital" de menor risco, uma vez que precede a primeira emissão pública de ações da empresa, já definida.

No âmbito federal, há algumas iniciativas nestas direções. A Finep e o Sebrae criaram um fundo financeiro, de modo a garantir financiamentos a micro e pequenas empresas pela linha ADTEN (Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Empresa Nacional). A garantia prestada pelo fundo é complementar às garantias reais apresentadas, podendo chegar até 90% do financiamento concedido. O Sebrae aportou US\$ 5 milhões para constituição de um fundo junto à Finep, a qual é responsável pela análise de crédito, com apoio do Sebrae (Sebrae/Finep:1993). O montante de financiamentos comprometido pela Finep é de US\$ 50 milhões em 5 anos, o que chama atenção para a potencialidade do expediente: recursos de pequena monta permitem alavancar um volume de financiamentos muito maior (em geral de 10 a 15 vezes).

Brasil: iniciativas no âmbito do Sebrae...

O Sebrae também está estudando a constituição de um fundo nacional de garantia de créditos, conjuntamente com o Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e alguns bancos privados. Prevê-se o funcionamento deste fundo até o final de 1995, o qual contaria com recursos de cerca de US\$ 35 a 40 milhões, prestando garantias de até 15 vezes tal valor.

...incluindo fundo de âmbito nacional...

Outra parceria foi feita pelo Sebrae/SP e BB, para criação do projeto Associaval (Associação de Aval e Fomento). Neste caso, criou-se uma sociedade de caução mutual a partir de um condomínio de 27 empresas, com cada uma delas integralizando R\$ 5 mil em dinheiro e igual montante em fiança em um fundo financeiro. Cada integrante do condomínio pode contrair empréstimos de 10 vezes o valor aportado, sendo os avais decididos pelos condôminos, o que reduz o risco das garantias prestadas. A análise e parecer técnico do projeto serão dados pelo Sebrae.

...e sociedade de caução mutual

Já no que diz respeito ao *apoio financeiro ao risco tecnológico*, novas modalidades operacionais também se fazem necessárias. Até o momento, a Finep tem sido a instituição por excelência de apoio ao desenvolvimento tecnológico, em duas formas básicas: financiamentos de longo prazo para desenvolvimento tecnológico (linha ADTEN) e alocação de recursos a fundo perdido a instituições de pesquisa e universidades, através de recursos do FNDCT (Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico).

Atuação da Finep no desenvolvimento tecnológico

Dadas as mudanças introduzidas no cenário internacional, com ênfase na competitividade, é importante que estes mecanismos sejam ampliados, levando-se em conta a necessidade de um apoio mais completo ao ciclo de inovação tecnológica, principalmente nas fases iniciais e finais, como comercialização e difusão do produto, montagem do projeto, cooperação com usuários, embalagem, "design" (Frenkel, 1993:5). Do ponto de vista da geração e do desenvolvimento de novas tecnologias, muitas vezes inclusive é necessário apoio direto a pessoas físicas ligadas a universidades e centros de

Necessidade de apoio mais amplo ao ciclo tecnológico

pesquisa, para as quais não se adequam os mecanismos financeiros convencionais (crédito, incentivos fiscais).

'venture capital'...

No apoio ao desenvolvimento tecnológico, o principal problema também é a prestação de garantias, o que exige eventualmente que os financiamentos sejam feitos sob a modalidade de capital de risco, ou "venture capital". Nesta modalidade, recursos são aportados sem garantias, com a remuneração da operação sendo feita por meio de participação nos lucros dos empreendimentos bem-sucedidos ou via percentual da receita gerada (à semelhança de "royalties").

...nos países avançados

Nos EUA, fundos de "venture capital" apresentavam um patrimônio de US\$ 36 bilhões ao final de 1990, com aplicações anuais médias de US\$ 2,2 bilhões no período 1988-92. O grande impulso a este segmento foi dado com a permissão de que investidores institucionais investissem nas Companhias de Capital de Risco (CCR)¹⁰, além de mecanismos fiscais. Estima-se que 20% dos projetos atingem os ganhos esperados (acima da média dos projetos convencionais), 60% tem retornos pouco expressivos e 20% tem perdas totais. Na prática, o retorno é garantido por um quinto dos projetos, que tem retornos muitas vezes espetaculares (Branco, 1994:130). Fundos de capital de risco também têm sido estimulados na Alemanha e França, com recursos públicos e através de seguro de crédito. No Reino Unido, o patrimônio investido em "venture capital" atingiu US\$ 12 bilhões ao final de 1990, valor que era de US\$ 13 bilhões para o Japão.

Experiência no Brasil...

Enquanto ação de fomento, a atividade de capital de risco no Brasil foi desenvolvida pela FINEP e BNDESPAR. Atualmente, esta última tem sido a mais atuante, a partir da criação em 1988 do Contec (Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica). O Contec surgiu a partir da identificação, em meados dos anos 80, de um segmento não atendido pelas modalidades financeiras tradicionais, representado principalmente por profissionais liberais de origem universitária, dispostos a desenvolver atividades de base tecnológica, especialmente em microeletrônica e "software".

*...de participações
acionárias em empresas
de pequeno porte.....*

O Contec pode apoiar empresas com faturamento anual de até US\$ 15 milhões de dólares, concentrando-se assim no segmento de pequenas e médias empresas, na definição empregada nas políticas operacionais do BNDES. A participação em empresas pode se dar diretamente, até um limite de R\$ 6 milhões e não pode ultrapassar 40% do capital total. O apoio indireto se dá via CCR, caso em que o investimento pode chegar a um máximo de US\$ 4

10. A Cia. Capital de Risco é uma empresa "holding", com controle majoritário privado, que participa de empresas via compra de ações ou debêntures.

milhões, limitado a 30 ou 40% do capital total, sendo o maior valor no caso de CCR de base tecnológica.

De 1988 a 1994, o Contec efetuou investimentos de US\$ 18 milhões, com venda de participações equivalentes a US\$ 3,3 milhões e recebimento de dividendos de US\$ 0,55 milhão. Os segmentos de eletrônica/ microeletrônica e biotecnologia, respectivamente com US\$ 12 milhões e US\$ 2,5 milhões, foram os principais contemplados. A carteira atual do programa conta com 13 participações minoritárias, sendo duas delas em CCR (CRP-Caderi e Pernambuco Participações).

... especialmente de base tecnológica

Uma série de obstáculos ainda inibem este mecanismo de apoio no Brasil: (i) legislação inadequada, com fim dos incentivos fiscais para capital de risco em 1987; (ii) prazos reduzidos no caso de participação pública (até seis anos); (iii) exigência de prestação de garantias no caso de pequenas e médias empresas; (iv) impossibilidade de uso de novos instrumentos, como o "quase capital" (da experiência francesa), recurso não exigível remunerado via percentual do faturamento; (v) falta de cultura empresarial nas universidades e desconhecimento da distinção entre investimentos de risco e fundo perdido (Branco, 1994:137-139).

Obstáculos para o 'venture capital' no Brasil

O desenvolvimento deste segmento também poderia ser impulsionado se contasse com o interesse de investidores institucionais. Isso exigiria o desenvolvimento de um mercado secundário para ações ou títulos diversos das CCR ou empresas de base tecnológica em geral, o que se liga ao desenvolvimento do mercado de acesso de valores mobiliários, que baratearia os custos de transação (ver abaixo). Mais uma vez vale ressaltar que pela natureza de alto risco da atividade financiada isso não significa prescindir de aportes fiscais, mas sim potencializá-los com o apoio de outras bases de recursos e novas modalidades de operações ativas.

Importância dos investidores institucionais e recursos especiais

Desenvolvimento e diversificação do mercado de capitais

Há uma associação mais evidente entre modelos de sistema financeiro baseados no crédito bancário e políticas de desenvolvimento (Akyüz, 1993:139-140). Como destacado no capítulo 2, foi o modelo alemão que teve o desempenho macroeconômico mais eficiente dentre os países desenvolvidos na década de 80, quer pelo apoio ao setor produtivo, quer por não ter feito o contribuinte pagar o custo de crises bancárias especulativas.

Associação entre fomento e crédito...

Mas não há porque adotar uma postura dicotômica e simplista, deixando de lado o mercado de capitais por sua natureza "inerentemente especulativa". A eficiência dos bancos em apoiarem o desenvolvimento se deu em respos-

...não exclui política de estímulo ao mercado de capitais

ta a políticas públicas com objetivos definidos. Quando passaram a atuar com maior liberdade operacional, os bancos de modo generalizado pararam de racionar o crédito e também tiveram um comportamento extremamente especulativo em vários países, especialmente quando se defrontaram com condições macroeconômicas instáveis (retração econômica, instabilidade cambial). Igualmente, o mercado de capitais será especulativo se não for integrado à política financeira, e dentro dela, pode ter um papel fundamental.

Reestruturações
societárias e
profissionalização da
gestão empresarial

Pelo menos três tarefas importantes podem ser cumpridas pelo mercado de capitais. Primeiro, o processo de abertura de capital tende a melhorar a gestão empresarial, conferindo-lhe mais profissionalismo e transparência. Isso é importante no Brasil em função do superado modelo da empresa familiar, que tem comprometido o desempenho de inúmeros grupos privados de médio e grande porte. Neste sentido, os bancos de investimento também têm um papel fundamental a cumprir, ao promoverem processos de reestruturação societária e saneamento financeiro. Através de fusões, incorporações, cisões e "joint-ventures", o capital privado terá melhores condições de competir e de alavancar recursos para o investimento.

Distribuição de
resultados

Segundo, o desenvolvimento do mercado de capitais implicará uma diversificação de instrumentos financeiros compatível com o *crescimento dos investidores institucionais*, especialmente fundos de pensão e seguradoras, cujos compromissos atuariais exigem uma substancial parcela de seus ativos investidos em ações. Forma-se, assim, uma base interna de "funding" para o investimento empresarial, ao mesmo tempo em que a sociedade se apropriará de parte dos ganhos auferidos pelo crescimento econômico por meio dos lucros distribuídos.

Controle compartilhado
entre bancos e empresas
não-financeiras

Por último, é necessário também que se possa induzir uma *maior ligação patrimonial entre o capital produtivo e bancário*, com este último detendo maior presença no capital e na gestão das empresas. Esta articulação é indutora de horizontes temporais mais longos e reduz riscos frente à alternativa dos bancos "alongarem os prazos" de suas operações de crédito. O movimento recente de alguns bancos privados, com destaque para a participação na privatização, é indicativo desta viabilidade. É possível avançar em uma direção em que o capital das empresas conte com participações bancárias e com propriedade crescente de ações por parte dos investidores institucionais (Akyüz e Kotte, 1991:25).

Peso reduzido do
mercado de capitais
brasileiro...

O desempenho do mercado de capitais brasileiro em termos internacionais, contudo, apresenta ainda dimensões reduzidas frente ao tamanho do produto interno. Conforme as informações da Tabela 3.5, o valor de mercado do volume de ações registradas em bolsa no Brasil ("market capitalization")

manteve um patamar estagnado no período 1985-92, com fortes oscilações em função da instabilidade da conjuntura econômica e política.

Nos últimos dois anos desta série, o valor de mercado do volume de ações registradas na Bolsa de Valores de São Paulo era muito inferior aos valores vigentes no México, Coréia do Sul, Malásia, Índia e Tailândia, países com PIB inferior ao brasileiro. Outros países da América Latina, como Chile e Argentina, apresentavam um valor de mercado relativamente maior que o brasileiro, se comparado ao produto interno. Hong-Kong e Taiwan (não listados na Tabela 3.5) possuíam ao final de 1991 um "market capitalization" de US\$ 121,73 bilhões (149,11% do PIB) e US\$ 123,65 bilhões (66,01% do PNB), respectivamente (Rhee, 1993:80).

...frente a outros países em desenvolvimento de renda média...

TABELA 3.5
CAPITALIZAÇÃO EM BOLSA EM PAÍSES SELECIONADOS

(Em US\$ Milhões)

Países em desenvolvimento	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
África do Sul	55.439	102.652	128.663	126.094	131.059	137.540	123.981	-
Ásia								
Índia	14.364	13.588	17.057	23.623	27.316	38.567	47.730	65.119
Indonésia	117	81	68	253	2.254	8.081	6.823	12.038
Coréia do Sul	7.381	13.924	32.905	94.238	140.946	110.594	96.373	107.448
Malásia	16.229	15.065	18.531	23.318	39.842	48.611	58.627	94.004
Paquistão	1.370	1.710	1.960	2.460	2.457	2.850	7.326	8.028
Filipinas	669	2.008	2.948	4.280	11.965	5.927	10.197	13.794
Tailândia	1.856	2.878	5.485	8.811	25.648	23.896	35.815	58.259
Hemisfério Ocidental								
Argentina	2.037	1.591	1.519	2.025	4.225	3.268	18.509	18.633
Brasil ⁽¹⁾	42.768	42.096	16.900	32.149	44.368	16.354	42.759	45.261
Chile	2.012	4.062	5.341	6.849	9.587	13.645	27.984	29.644
Colômbia	416	822	1.255	1.145	1.136	1.416	4.036	5.681
México	3.815	5.952	8.371	13.784	22.550	32.725	98.178	139.061
Perú	760	2.322	831	-	930	848	1.135	-
Venezuela	1.128	1.510	2.278	1.816	1.472	8.361	11.214	7.600
Países industrializados								
Japão	978.663	1.841.785	2.802.952	3.906.680	4.392.597	2.917.679	3.130.963	2.332.000
Reino Unido	328.000	439.500	680.721	771.206	826.598	867.599	1.003.184	915.000
EUA	2.324.646	2.636.598	2.588.890	2.793.816	3.505.686	3.089.651	4.180.210	4.023.000

(1) Somente Bovespa.

FONTE: Goldstein e Folkerts-Landau (1993: 102)

...como o México

A notável valorização das bolsas brasileiras em 1993 (cerca de 100% em termos reais) fez com que ao final deste ano o "market capitalization" atingisse US\$ 99,4 bilhões (22% do PIB). Este valor, no entanto, foi inferior à metade dos US\$ 200,7 bilhões (56% do PIB) observados no México. Os valores negociados mostraram relação semelhante: US\$ 38,4 bilhões contra US\$ 62,5 bilhões, para Brasil e México, respectivamente (Lemos, 1994).

Mercado concentrado...

Destaca-se no caso brasileiro a alta concentração do mercado em dez das cerca de 540 ações negociadas em bolsa, as quais respondiam em meados de 1994 por três quartos do volume negociado. Em grande parte, trata-se de empresas estatais, com a Telebrás respondendo por aproximadamente 40% do total (Pilling, 1994:2).

...e dinamismo reduzido das emissões primárias até o Plano Real

O crescimento da capitalização de mercado e do valor das empresas negociadas em bolsa no biênio 1993-94 não correspondeu a um processo vigoroso de ampliação da quantidade de ações negociadas e de abertura de capital por parte das empresas, apesar de se observar grande crescimento a partir da edição do Plano Real. Em 1993, a CVM registrou 16 aberturas de capital contra 35 cancelamentos de registros, com a emissão de novas ações por companhias abertas atingindo tão somente US\$ 841,13 milhões. Já em 1994, ocorreram 43 aberturas de capital contra 37 cancelamentos, com as emissões primárias atingindo US\$ 2.590,65 milhões, dos quais US\$ 2.064,94 milhões ocorreram no 2º semestre.

Motivos da falta de dinamismo

Os resultados modestos devem levar em conta o período de transição política e econômica que caracterizou a economia brasileira neste período. Os pedidos de cancelamento de registro de companhias abertas têm sido influenciados, ainda, por processos de reestruturação e incorporação, bem como por empresas cuja abertura de capital no passado foi atípica, tendo como principal objetivo recebimento de recursos via incentivos fiscais existentes. Por outro lado, o baixo valor das ações frente ao valor patrimonial das empresas inibe fortemente novas emissões.

Emissões de debêntures reduzidas...

As emissões de debêntures, por sua vez, têm apresentado comportamento mais expressivo, em que pese que grande parte das emissões têm correspondido a empresas de "leasing". Em 1993, alcançaram US\$ 3.842,79 milhões, volume excepcional que se deve ao fato que as emissões feitas foram destinadas primordialmente para investidores externos, atraídos pelo elevado diferencial entre juros domésticos e externos. Com a proibição de aplicações em debêntures por investidores estrangeiros pela resolução 2.028, (27.11.93) exceto via fundos de renda fixa de capital estrangeiro (então criados), o volume de emissões se reduziu, alcançando US\$ 417,80 milhões no primeiro semestre de 1994. A recuperação das emissões, no 2o. semestre, elevando

para US\$ 3.289,43 milhões o total do ano (com uma única emissão em dezembro respondendo por US\$ 1.453,64 milhões), foi impulsionada pelo contexto macroeconômico favorável introduzido pelo plano de estabilização.

A título de comparação, uma análise do mercado de bônus de longo prazo e debêntures em seis países asiáticos mostra que, até 1991, a emissão de títulos privados ("corporate bonds") era praticamente desprezível em cinco deles (Hong Kong, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia). A exceção ficou por conta da Coreia do Sul, onde o fluxo de emissão atingiu US\$ 15,49 bilhões em 1990 e US\$ 16,79 bilhões em 1991, ano em que o estoque no mercado secundário atingiu US\$ 38,43 bilhões (Rhee, 1993:79-80).

...se comparadas com a Coreia do Sul, mas não com outros países asiáticos

A reduzida dimensão do mercado de capitais no Brasil não pode ser atribuída somente à instabilidade econômica. Um debate intenso tem surgido entre entidades, investidores e analistas do mercado no sentido de apontar deficiências legais e de regulamentação vigentes. Ao mesmo tempo, defende-se a necessidade de alargar a base de investidores e de instrumentos negociados, bem como das formas de negociação, pontos a serem abordados a seguir.

Mercado de capitais exige mudanças legais

OL PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS E AS MUDANÇAS LEGAIS E INSTITUCIONAIS

Para a sociedade, o mercado de capitais é associado ao mercado secundário de ações (bolsas), cujo comportamento "...passa a ser visto mais como cassino do que como mercado..." (Velloso et alii, 1991:57), com o que concordam até integrantes do mercado:

Imagem especulativa...

Mesmo os investidores do mercado de ações, onde predomina frenética especulação, são aplicadores do curtíssimo prazo, importando-lhes muito mais o que vai acontecer no próximo vencimento de opções e se o sr. Fulano ou o sr. Sicrano estão vendidos ou comprados. Conseqüentemente, a sorte do mercado é basicamente definida pelas decisões de meia dúzia de grandes especuladores, transformados em verdadeiros ídolos de um mercado que está perdendo suas próprias funções. (Costa, 1991:7)

O caráter elitizado do mercado de bolsa, hostil ao pequeno investidor, o reduzido tamanho do mercado de debêntures, o pequeno estoque de "commercial papers" revelam um quadro de fragilidade da base institucional do mercado de capitais brasileiro. Este atraso tornou-se ainda mais gritante com as transformações verificadas no cenário internacional nos anos 80 e 90.

...e atraso institucional

Para superar esta situação, foi lançado em 1991, sob iniciativa da CVM e Secretaria Especial de Política Econômica, o Plano Diretor do Mercado de

Plano Diretor do Mercado de Capitais

Capitais, que almejava dois grandes objetivos: medidas de desregulamentação do mercado (simplificação, maior flexibilidade, redução de custos) e seu fortalecimento (aumento da base de investidores e volumes negociados). Um conjunto amplo de diretrizes, implicando modificações de normativos, resoluções e legislação ordinária foram lançados, destacando-se (MEFP, 1991):

- (i) apoio a planos de participação dos trabalhadores nos lucros;
- (ii) maior controle dos acionistas sobre a gestão das empresas, com proteção do acionista minoritário, melhor política de dividendos e elevação da proporção de ações ordinárias frente às preferenciais;
- (iii) maior transparência das empresas, principalmente estatais e privadas de grande porte;
- (iv) maior eficiência na gestão de investimentos, com maior liberdade operacional para os investidores institucionais e melhor qualificação dos analistas de mercado;
- (v) melhora dos sistemas operacionais das bolsas e mercados de balcão e regionais;
- (vi) maior agilidade e menor custo de emissão de valores mobiliários;
- (vii) revisão de questões fiscais, no tocante aos dividendos e incentivos fiscais;
- (viii) reestruturação e fortalecimento da CVM;
- (ix) maior agilidade da regulamentação de proteção ao investidor e punição de irregularidades;
- (x) maior liberdade para o ingresso de capital externo nas bolsas.

*Implementação do Plano
Diretor incompleta...*

Muitas medidas foram implementadas, mas a descontinuidade política e recorrentes mudanças na condução da economia, nos anos de 1992 e 1993, comprometeram sobretudo as propostas que implicavam mudanças da legislação (lei das S.A., lei da CVM, lei de falências e concordatas), especialmente aquelas referentes a mecanismos de proteção ao acionista minoritário, maior transparência nas informações das empresas, tratamento fiscal, esquemas de participação dos empregados nos lucros, reestruturação da CVM, sigilo bancário.

*...a despeito de
retomada recente.*

Em 1994, iniciou-se na CVM uma revisão deste Plano Diretor, a ser completado no atual governo, importante sobretudo para o crescimento das operações domésticas. Apesar da interrupção verificada em sua implementação, muito se avançou em medidas de desregulamentação, sobretudo aquelas referentes a operações de captação externa de recursos.

A DESREGULAMENTAÇÃO EXTERNA: INVESTIMENTO EXTERNO DE PORTAFÓLIO E EMISSÃO DE RECIBOS DE DEPÓSITOS DE AÇÕES, BÔNUS E "NOTES" NO EXTERIOR

O final da década de 80 e início de 90 assistiu a um crescimento muito importante dos chamados "mercados emergentes" como pólo de atração de capitais oriundos dos países desenvolvidos. A retomada do fluxos de capitais para os países em desenvolvimento mostra um claro predomínio de investimentos de portfólio em detrimento do investimento direto, o que está associado a um maior peso de investidores institucionais relativamente a bancos e corporações industriais (Kalotay e Alvarez, 4-5). Também é necessário considerar, especialmente na América Latina, que a desregulamentação interna, no contexto de programas de ajustamento, estimulou o repatriamento de capitais de residentes, revertendo em parte o processo de fuga de capitais que caracterizou a crise do endividamento externo. No início dos anos 90, os investimentos nos mercados emergentes também foram impulsionados por uma conjuntura de juros internacionais reduzidos nos EUA e Japão.

Investimentos de portfólio renascem nos anos 90 na América Latina

A reinserção brasileira nos fluxos internacionais de capitais compreendeu três modalidades: investimentos de portfólio em bolsa de valores (ver Quadro 3.2), emissão de recibos de depósitos no exterior (principalmente ADR) e colocação de bônus e "notes" no exterior.

Reinserção brasileira

No caso dos investimentos estrangeiros no mercado acionário, a desregulamentação propiciada pelo Anexo IV gerou uma resposta firme dos investidores institucionais externos, que aproveitaram também o baixo valor de mercado das ações frente ao valor patrimonial, além do cenário favorável propiciado pelo início do processo de privatização, a despeito de um cenário macroeconômico ainda instável. Em agosto de 1993, já havia cerca de 809 investidores institucionais com recursos nas bolsas brasileiras. Em meados de 1994, o estoque de recursos externos investidos em bolsa superou US\$ 16 bilhões. O tempo médio de permanência destes recursos passou a ser de cinco a seis meses, muito acima da exigência mínima anterior de 90 dias (Barros e Mendes, 1994:183), confirmando "...fato paradoxal de que a melhor maneira de trazer capital para um país é permitir que ele saia" (Kalotay e Alvarez, 1994:24).

Anexo IV

Os dados da Tabela 3.6 mostram o expressivo crescimento de entradas brutas de capitais por intermédio do Anexo IV. É importante destacar que o comportamento observado em 1994 (entrada bruta de US\$ 20,532 bilhões e líquida de US\$ 3.754,1 bilhões) indica que não houve retração do fluxo mesmo com as medidas de restrição a investimentos em renda fixa tomadas ao final de 1993, apesar da queda no ingresso líquido no 2º semestre de 1994.

...cresce mesmo com restrições à renda fixa

QUADRO 3.2

INVESTIMENTOS EXTERNOS EM BOLSA DE VALORES NO BRASIL E O ANEXO IV

A primeira legislação sobre investimentos externos em bolsas de valores datava de 1975, quando o decreto-lei 1.401 instituiu as companhias de investimento de capital estrangeiro. O decreto estabelecia um período mínimo de permanência elevado (três anos) para os recursos investidos. As condições tributárias também eram muito desfavoráveis: imposto de renda de 15% sobre ganhos de capital, além de uma taxa adicional de 15% sobre aqueles lucros que excedessem 12% do capital investido.

O fracasso desta iniciativa levou à edição em 1982 de novo decreto-lei (1.986), que aboliu a taxa sobre ganhos de capital, além de reduzir o prazo mínimo de permanência dos recursos para 90 dias. Mas o contexto internacional desfavorável, ao lado da rigidez trazida pelas companhias de investimento, inibiu a entrada de recursos.

A primeira tentativa mais efetiva de atração de recursos externos ocorreu somente em 1986, através do decreto-lei 2.285, que estendeu o tratamento fiscal concedido às companhias de investimento para cotistas domiciliados ou residentes no exterior. Este decreto foi regulamentado pela resolução 1.289 de março de 1987, que estabeleceu três tipos de formas de investimento externo em bolsa:

- Anexo I - Companhias de investimento.
- Anexo II - Fundos Abertos ("open-end"), com resgate de cotas.
- Anexo III - Fundos Fechados ("closed-end"), sem resgate de cotas.

Tais fundos mantiveram o prazo mínimo de permanência de 90 dias, bem como critérios rígidos de diversificação, com um máximo de 5% para cada ação individual dentro do portfólio, o que exigia uma composição mínima de 20 ações. O fundo de investimento devia ser registrado na CVM, assim como a entrada ou saída de divisas implicava registro no Banco Central. Apesar de alguma elevação no ingresso de recursos com tal iniciativa, a desvantagem do Brasil frente à regulamentação de outros mercados emergentes e o contexto de instabilidade econômica impediram que estes expedientes levassem a entradas significativas de capitais.

Passo decisivo foi dado a partir da edição do Anexo IV, um adendo à resolução 1.289, em 1991, em consonância com as diretrizes do Plano Diretor do Mercado de Capitais. O Anexo IV basicamente aboliu as condições restritivas existentes nos três outros anexos. Os critérios de diversificação foram abolidos, além do período mínimo de permanência. Também foram permitidos investimentos nos mercados de renda fixa e futuros até o máximo de 25% do investimento total. No entanto, as altas taxas de juros internas começaram a atrair um excessivo volume de capitais, o que levou a que o governo proibisse gradativamente, até o final de 1993, os investimentos em renda fixa. Em dezembro de 1993, foram regulamentados os fundos de investimento - capital estrangeiro, única alternativa de renda fixa ora disponível para o investidor estrangeiro (Rossi, 1993).

A emissão de recibos de depósitos de ações em países estrangeiros é um expediente resultante da inexistência de um mercado supranacional de transação de ações, com câmaras de compensação próprias, como para a emissão de títulos e "bonds" no Euromercado. No caso de ações, existem diferenças consideráveis de regulamentação entre países, envolvendo aspectos como grau de exigência de informações ("disclosure") e padrões contábeis, regras contra "insider trading" (uso de informação privilegiada), prazo de liquidação das operações, tributação, câmbio e outras questões legais (Garbayo, 1991:127).

Recibos de depósitos de ações

Os recibos de depósitos de ações foram regulamentados pelo Anexo V da resolução 1289, viabilizando que empresas domésticas se utilizassem dos expedientes conhecidos como ADR e GDR (ver Quadro 3.3). Em meados de 1994, cerca de 20 empresas brasileiras já tinham lançado ADR. Embora do ponto de vista cambial as duas operações tenham o mesmo impacto, os Anexos IV e V são concorrentes entre si. O primeiro busca atrair recursos para a bolsa nacional, enquanto o segundo exporta ações para as bolsas e mercados de balcão estrangeiros. O Anexo IV aumenta o volume de negócios e a liquidez das bolsas brasileiras, enquanto o contrário ocorre com o Anexo V.

Competição do ADR com o Anexo IV..

TABELA 3.6

BRASIL
VOLUME DE INVESTIMENTOS EXTERNOS -
INVESTIDORES INSTITUCIONAIS ESTRANGEIROS -
RESOLUÇÃO 1.289/87 - ANEXO IV

Período	US\$ Milhões		
	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	482,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994			
Jan.	1.736,4	728,1	1.008,3
Fev.	1.954,6	1.406,5	548,1
Mar.	1.960,6	1.975,0	-14,4
Abr.	1.166,7	743,5	423,2
Mai	1.533,2	705,1	828,1
Jun.	1.456,3	973,4	482,9
Jul.	1.168,9	869,1	299,8
Ago.	2.006,2	1.875,3	130,9
Set.	1.858,4	2.178,3	-319,9
Out.	2.312,6	2.288,8	23,8
Nov.	1.567,2	1.208,2	359,0
Dez.	1.811,2	1.827,0	-15,8
Total/94	20.532,4	16.778,3	3.754,1
Total Geral	38.595,7	27.663,3	10.932,4

Fonte: CVM (1994: 36)

QUADRO 3.3

EMISSÃO DE RECIBOS DE DEPÓSITOS DE AÇÕES NO EXTERIOR: ADR E GDR

Os recibos de depósitos permitem acessar diretamente os investidores de outro país. São emitidos por um banco depositário no país a ser acessado, na proporção de um recibo para cada ação, ficando as ações custodiadas em um banco no país de origem da empresa. Os ADR podem ser negociados nos mercados de balcão e de acesso e em certas condições, nas bolsas de valores. Todos os direitos inerentes às ações (dividendos, desdobramentos etc.) são transmitidos ao recibo de depósito.

A operação é reversível para o investidor estrangeiro. É possível cancelar o ADR emitido, o que pode ser feito para que a ação custodiada no país de origem seja vendida no mercado local, dando margem a arbitragens entre o preço do ADR no exterior e da ação no país de origem.

O ADR é o tipo de recibo até aqui mais utilizado pelas empresas brasileiras, destinado à colocação junto a investidores americanos. Pode ser feito em três níveis, de acordo com a classificação da SEC (Securities and Exchange Commission). O nível 1 requer menos exigências de "disclosure" da SEC, mas permite que os ADR sejam negociados apenas no mercado de balcão, não podendo envolver aumento de capital. Esta foi a forma adotada por muitas empresas brasileiras até 1994, implicando venda direta dos ADR aos investidores institucionais. Os ADR no nível 1 têm menores custos de emissão, pois evita-se o "underwriting".

O nível 2 traz para o emissor maiores exigências de "disclosure", mas permanecem vedadas operações de aumento de capital. Em compensação, o ADR pode ser cotado nas bolsas americanas ou no Nasdaq (mercado de cotação eletrônica de valores mobiliários, a ser abordado em tópico específico). No nível 3, a empresa deve apresentar todos os seus demonstrativos contábeis dentro da legislação norte-americana (United States Accepted Accounting Principles), passando a poder emitir o ADR com base em operação do mercado primário (aumento de capital). Apenas uma empresa brasileira (Aracruz) chegou neste nível até o final de 1994.

Além destes três níveis, há ainda a alternativa de emissão de ADR de acordo com a norma 144A da SEC, que se refere a colocações privadas de títulos e valores mobiliários junto a investidores institucionais qualificados. Neste caso, a negociabilidade do ADR é limitada, mas há um grau reduzido de exigências contábeis, permitindo-se ainda a captação de recursos novos (Fortuna, 1993:246).

O GDR permite o lançamento em bolsas fora dos EUA, especialmente no mercado londrino.

...com vantagens do ADR para o investidor estrangeiro

Frente ao temor de que a emissão de ADR acabe por esvaziar as bolsas locais, algumas medidas têm sido defendidas para desregularizar ainda mais o investimento externo nas bolsas brasileiras, de modo que elas possam concorrer melhor com os ADR, tais como a simplificação dos procedimentos de registro na CVM e permissão para investimentos de pessoa física. Entretanto, para o investidor estrangeiro há fortes motivos para a preferência pelo recibo de depósito: o investimento não envolve o risco país e risco cambial, além do investidor estrangeiro ser mais habituado com a mecânica de transação do mercado de seu país, em termos de procedimentos operacionais e prazos de

liquidação. Um dos aspectos mais importantes no processo de concorrência entre as bolsas brasileiras e os mercados de balcão e bolsa nos EUA é a inexistência no Brasil de instituições atuando como "fazedores de mercado" ("market makers"), o que estimula o investidor estrangeiro a preferir adquirir o ADR em função de sua maior liquidez se comparado a uma aplicação em bolsa no Brasil.

Se é inevitável que haja um processo de exportação de ações de primeira linha para mercados externos, como verificado no caso de México, Argentina e Chile, é necessário que os investidores nacionais, especialmente os institucionais (como fundos de pensão e fundos de ação) tenham possibilidade de adquirir recibos de depósitos nos mercados externos. Caso contrário, haverá uma elevação de risco das carteiras de ações destas instituições, aspecto nocivo para o desenvolvimento do mercado. Por outro lado, as corretoras de valores devem internacionalizar-se para acompanhar tal movimento, a exemplo do verificado no caso mexicano, em que passaram a atuar nos mercados organizados de negociação de ações nos EUA como "market makers" de recibos de depósitos de empresas mexicanas.

*Conseqüências da
exportação do mercado*

A emissão externa de *bônus* e "notes" passou a ser um mecanismo de financiamento atraente para empresas de grande porte e bancos médios e grandes a partir de 1991, frente aos elevados juros praticados no mercado interno (Tabela 3.7). A maior parte das emissões (56%) em 1991 foi feita por empresas públicas (Petrobrás, Vale do Rio Doce, BNDES, Banco do Brasil e Telebrás), confirmando a característica deste mercado (ver capítulo 2) de ter grande participação de emissores governamentais (Barros e Mendes, 1994:190-193).

*Emissões de bônus e
'notes'*

A participação de instituições financeiras nas emissões também foi crescente: 18,6% em 1991, passando a cerca de 50% e 66,7% nos dois anos seguintes. Do ponto de vista dos tomadores externos, os investidores institucionais contribuíram com quase 46% do total até o final de 1993. Dentre estes, 17,5% corresponderam a fundos de pensão e seguradoras, com 28% sendo absorvidos por fundos de investimento em países emergentes. A maior parte das emissões (52%) foi absorvida por "private banks", os quais administram patrimônio de pessoas físicas. É possível que neste segmento haja presença de investidores brasileiros repatriando recursos ao país (Barros e Mendes, 1994:197).

*Perfil dos compradores
no exterior*

A captação de recursos via títulos negociáveis no exterior sofreu em 1994 impacto do movimento gradual de elevação das taxas de juros nos EUA, o que retraiu o mercado em função da espera de definição de novo patamar para as taxas. No primeiro semestre, as captações foram de US\$ 2,473 bi-

*Oscilação dos juros e do
risco Brasil*

lhões, projetando para o total do ano um volume inferior ao de 1993. A elevação das taxas americanas em 1994 foi em parte compensada pela redução expressiva dos "spreads" em função da queda do risco Brasil. As primeiras captações foram feitas pagando-se 650 a 800 pontos-base (ou seja, acréscimo de 6,5 a 8 %) sobre a taxa do bônus do governo americano, valor que se reduziu para cerca de 300 pontos-base ao final de 1993 (Barros e Mendes, 1994:196). A crise cambial mexicana ao final de 1994, contudo, voltou a provocar elevação dos "spreads" e passou a inibir o lançamento de papéis no primeiro semestre de 1995, com muitas empresas cancelando emissões.

instabilidade dos mercados emergentes...

As perspectivas do influxo de capitais para o Brasil são favoráveis nos próximos anos se houver uma estabilização duradoura. A grande massa de recursos dos fundos de pensão e seguradoras, especialmente dos europeus e japoneses, sequer arranhou o mercado brasileiro, até mesmo em função de restrições da regulamentação nos países de origem. A crise mexicana, entretanto, tornou os investidores externos mais seletivos com relação aos mercados emergentes. A

TABELA 3.7

BRASIL

CAPTAÇÃO E ABSORÇÃO BRUTA DE RECURSOS EM DIVISAS – ITENS SELECIONADOS – 1990/93

(US\$ Milhões Correntes)

	1990	%	1991	%	1992	%	1993 ^a	%	1994 ^a	%
Empréstimos Intercompanhias	405,0	7,9	470,2	4,9	922,0	5,4	834,0	2,7	632,0	1,7
Empréstimos Bancários (Resolução 63)	—	0,0	6,3	0,1	856,0	5,0	691,0	2,2	378,0	1,0
"Commercial Papers"	585,8	11,4	1.783,0	18,6	1.190,0	7,0	840,0	2,7	343,0	0,9
Bônus e "Notes"	54,1	1,1	1.507,0	15,7	4.834,0	28,4	7.044,0	22,8	6.005,0	16,1
Securitização de Exportações	—	0,0	278,3	2,9	30,0	0,2	693,0	2,2	272,0	0,7
Renovação de Títulos	—	0,0	363,4	3,8	148,0	0,9	1.054,0	3,4	nd	nd
Pagamento Antecipado de Exportações	—	0,0	84,8	0,9	1.089,0	6,4	1.421,0	4,6	nd	nd
Investimento Direto Tradicional	510,6	9,9	694,7	7,2	1.325,0	7,8	910,0	2,8	2.241,0	6,0
Investimento no Mercado de Capitais	170,7	3,3	759,8	7,9	3.863,0	22,7	15.927,0	48,5	21.600,0	57,9
Fundo de Renda Fixa e Privatização	—	0,0	—	0,0	—	0,0	80,0	0,3	3.373,0	9,0
Organismos e Agências Internacionais	1.276,0	24,8	1.190,0	12,4	1.100,0	6,5	880,0	3,2	1.237,0	3,3
"Supplier Credits"	1.386,0	27,0	935,0	9,7	494,0	2,9	435,0 ^c	1,3	1.270,0	3,4
Leasing ^b	752,0	14,6	1.519,0	15,8	1.173,0	6,9	1.005,0	3,3	nd	nd
Total Captação/Absorção	5.140,2	100,0	9.591,5	100,0	17.024,0	100,0	31.299,0	100,0	37.351,0	100,0

^a Dados preliminares.

^b Não existe efetivo ingresso de divisas.

nd = não disponível.

FONTE: Barros e Mendes (1994: 184); BACEN/DEPEC

retomada de um fluxo de capitais mais perene deverá exigir um quadro mais claro com relação à política cambial e às reformas estruturais..

A instabilidade associada ao fluxo internacional de capitais, assim, torna imprudente uma política que repousasse, de forma predominante, o financiamento de longo prazo na liquidez externa, o que conduz à necessidade de impulsionar o mercado de capitais interno como segmento preferencial para alavancar um novo ciclo de crescimento. Para tanto, é necessário fortalecer a base institucional a partir de (i) novas formas de negociação e de ampliação da liquidez do mercado, o que se liga ao papel dos "market makers" e à constituição do mercado de acesso, (ii) novas modalidades de valores mobiliários; (iii) ampliação da base de investidores e (iv) fortalecimento da supervisão e fomento governamentais.

...exige desenvolver mercado de capitais doméstico

O PAPEL DOS "MARKET MAKERS" E O MERCADO DE ACESSO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A existência de instituições atuando como "market makers", ou seja, garantindo a liquidez do valor mobiliário, é uma característica distintiva dos mercados organizados de negociação de valores mobiliários (bolsas, mercado de acesso) frente às transações de mercado de balcão. A presença destes agentes transforma estes mercados em verdadeiros "centros de liquidez", fazendo com que seu funcionamento envolva menos risco e oscilações de preços menos bruscas, de modo que o mercado de capitais cumpra seu papel constitutivo: auxiliar na capitalização das empresas e no investimento produtivo, além de viabilizar a democratização do capital.

'Market makers' e centros de liquidez

Nos EUA, a bolsa de Nova Iorque atua com um sistema de "market makers" especialistas, significando que há ao menos uma instituição que garante a liquidez da ação. Isto está ligado à própria atividade do "underwriter", que atua como "market maker" do papel, impedindo que o preço da ação desabe após a emissão. Na colocação, a instituição pode vender a descoberto um volume de ações até 30% superior à quantia emitida ("over allotment"). Se há movimento de venda e o preço cai, a atuação do "underwriter" como "market maker" contribui para segurar as cotações, ao mesmo tempo em que este cobre suas vendas a descoberto¹¹ (Rebouças, 1994a:5).

Ligação com o 'underwriting' nos EUA

11. No caso brasileiro, tal esquema é inviável, uma vez que a venda efetiva da colocação primária só se dá após transcorrido o prazo de 30 dias, durante o qual os acionistas existentes exercem seu direito de preferência na aquisição. Como o preço da emissão deve ser fixado antes do início do período de preferência, o risco do "underwriter" se eleva, exigindo que se estabeleça um desconto sobre o preço de mercado, gerando perda para o emissor porque o preço de venda não é maximizado. Ao mesmo tempo, a garantia do "underwriter" não vai além de 30 a 45 dias, com o que ele não assume o papel de "market maker" do papel.

A atuação dos "market makers" é uma das características mais importantes do funcionamento do Nasdaq norte americano (ver Quadro 3.4), que tem servido como modelo para a constituição do mercado de acesso de valores mobiliários no Brasil. Este seria um sistema eletrônico de difusão de cotações de valores mobiliários, operado exclusivamente por instituições que atuariam como "market makers". (Bovespa, 1994).

QUADRO 3.4

O NASDAQ

O National Association of Securities Dealers Automated Quotations foi criado em 1971 pela Nasd, associação de corretoras e distribuidoras de valores norte-americanas. Ao negociar US\$ 1,358 trilhão em 1993, o Nasdaq só perdeu para a Bolsa de Nova Iorque (NYSE), que movimentou US\$ 2,283 trilhões, sendo portanto o segundo mercado de valores mobiliários do mundo. Nos últimos anos, o crescimento do Nasdaq tem sido mais acelerado, já tendo ultrapassado a NYSE em número de títulos negociados, com capitalização de US\$ 791,2 milhões (Luquet, 1994a:16).

Na opinião do diretor para a América Latina do Nasdaq, este é um mercado internacional de ações que usa computadores e telecomunicações em suas operações, não se confundindo com o mercado de balcão na medida em que possui um sistema de garantia de liquidez via "market makers" múltiplos e competitivos, aspecto principal do funcionamento deste mercado. As instituições que nele operam devem se registrar para cada título que quiserem negociar, devendo comprar e vender tal título em bases contínuas. O "market maker" tem que garantir cotação de compra ao menos para um lote padrão.

O preço não é diretamente afetado pelas ofertas do público, como em bolsa. É formado pelas médias de ordens de compra e venda dos "market makers", que devem garantir que a cotação esteja relacionada com o mercado e sem exceder o "spread" máximo permitido entre compra e venda, periodicamente divulgado pela Nasd. Neste sentido, o Nasdaq teria um sistema de formação de preços "quote driven" (formado pela cotação), diferente do sistema "auction-driven" (formado em leilão) das bolsas.

Enquanto o Nasdaq adota o sistema de "market makers" múltiplos, prevalece na NYSE o "market maker" monopolista, com especialistas em cada ação (Magalhães, 1994a:23). Embora o Nasdaq seja visto como um mercado de empresas de menor porte, dada a maior tradição da NYSE, cada vez mais os dois mercados competem pelas mesmas empresas.

Empresas brasileiras que emitem ADR podem acessar o Nasdaq após atingir o nível 2 da SEC. Este mercado já transaciona valores mobiliários de 346 empresas estrangeiras (até o final de julho de 1994), contra 203 na NYSE, embora esta tenha um maior valor negociado. Os custos do Nasdaq são menores: US\$ 30 mil/ano contra US\$ 100 mil na NYSE, para uma emissão de ADR de US\$ 5 milhões. A emissão mínima no Nasdaq é de US\$ 3 milhões, para empresas com um ativo líquido de US\$ 4 milhões (Luquet, 1994b:24).

A adoção do mercado de acesso de valores mobiliários no Brasil teria a intenção de estimular a emissão de ações, debêntures e outros títulos por empresas de médio porte. O mercado de acesso tem duas características principais: (i) reduz o custo de transação, tanto do processo de negociação em si, como por resultar em menores exigências de informação ("disclosure") e (ii) cria um sistema de "market makers", no sentido de ampliar a liquidez dos valores mobiliários negociados, implicando processo de formação de preços diverso do verificado em bolsa de valores.

Papel dos 'market makers' no mercado de acesso

A formação do preço ficaria dificultada e pouco transparente na ausência dos "market makers", na medida em que o mercado de acesso busca atingir emissões de empresas de médio porte, trabalhando com papéis de menor liquidez e maior risco. Na proposta de regulamentação feita pela Bovespa, haveria inclusive um número mínimo de três "market makers" para cada valor mobiliário negociado. Ao fornecer cotação firme para um lote-padrão, sinalizaria para o processo de formação de preços, ao mesmo tempo em que garantiria liquidez para os pequenos lotes. É exigido que a transação garanta o melhor preço para o cliente, com o sistema de difusão de cotações só divulgando ao público a melhor oferta de compra ou venda dos "market makers", e com outro sistema divulgando as cotações entre eles.

Formação dos preços e garantia de liquidez

O alvo inicial do mercado de acesso seria atingir empresas de médio porte de capital aberto, mas com menores exigências referentes a "disclosure" junto à CVM. Seriam negociados também outros valores mobiliários (como debêntures) de empresas com ações já negociadas em bolsa, títulos e valores mobiliários de empresas emergentes, além de derivativos referidos a valores mobiliários. Não seria permitido que o mesmo valor mobiliário fosse negociado simultaneamente nos dois mercados, havendo ainda um prazo mínimo de um ano para que uma empresa no mercado de acesso pudesse passar a ter valores negociados em bolsa.

Menores exigências de 'disclosure'...

A constituição do mercado de acesso seria um passo importante para alargar a base de empresas operando no mercado, além de diversificar os títulos negociados, especialmente em renda fixa. Ao implicar um menor nível de "disclosure", exigiria que sua base de investidores fosse principalmente os institucionais, inclusive via fundos de "venture capital" e fundos de investimento em empresas emergentes (ver Quadro 3.8).

...com base de investidores institucionais

Em síntese, na redefinição institucional e legal do mercado de capitais brasileiro, da qual o mercado de acesso é parte integrante, seria importante buscar garantir que, a exemplo dos EUA, os mercados organizados se constituíssem em centros de liquidez a partir da definição de "market makers". No Brasil, mecanismos anacrônicos como o direito de preferência são expe-

Liquidez limitada das bolsas no Brasil...

dientes que visam garantir o controle da empresa familiar, aumentando o risco da atividade de "underwriting" e dos investidores, que não contam com "market makers" para atenuar a oscilação das cotações.

*...eleva riscos e restringe
função econômica do
mercado de capitais*

Até o presente, o mercado de bolsa apoiou-se excessivamente em recursos vinculados e compulsórios, tanto de incentivos fiscais como de fundos de pensão, via limites mínimos de aplicação. Com tais características, as bolsas de valores no Brasil acabam sendo realmente um jogo para poucos profissionais, voltados primordialmente para ganhos de capital. O especulador, necessário como um agente que dá liquidez às operações, torna-se o agente predominante, fazendo com que este mercado até o momento não tenha cumprido suas funções tanto no plano microeconômico (auxiliar a capitalização das empresas) como macroeconômico (aumentar a formação de capital).

TÍTULOS DE RENDA VARIÁVEL E FIXA E O DESENVOLVIMENTO DE PRODUTOS ESTRUTURADOS

*Separação da
propriedade e gestão nos
EUA...*

O crescimento do mercado de capitais no Brasil reclama ainda mudanças nas características das ações, principalmente no que se refere à *ação preferencial*. Nos EUA, as ações oferecidas ao público dão sempre direito a voto, ao mesmo tempo em que o volume negociado em bolsa, pulverizado, permite que haja operações de "take-over". Frente à possibilidade mais freqüente de mudança do grupo controlador, a administração da empresa tende a ser mais profissionalizada, com uma separação mais clara entre propriedade e gestão.

*...e movimento dos
acionistas minoritários na
Europa*

A pressão dos investidores minoritários é uma tendência internacional a partir da elevação das aplicações dos investidores institucionais no exterior. No caso da Europa continental, isto tem acarretado pressões para mudanças em diversos países que restringem o direito de voto do acionista ou limitam o pagamento dos dividendos, buscando-se uma aproximação com os padrões anglo-saxões de tratamento dos acionistas. Um caso típico é a Alemanha, frente à existência de direitos especiais de voto de classes de ações (uma ação com direito a 20 votos, por exemplo) detidas por acionistas fundadores e especialmente bancos, levando os investidores institucionais a defenderem o princípio de "uma ação, um voto". Já na Suíça, acionistas minoritários tem buscado interferir na política de dividendos defendendo, em alguns casos, um mínimo de 6% a.a. Iniciativas semelhantes têm ocorrido na França, Bélgica e Dinamarca (Resener, 1993:50-56).

*Distorções da ação
preferencial no Brasil...*

No Brasil, a ação preferencial permite democratizar a propriedade, mas concentra a gestão nos acionistas que detêm por vezes apenas um sexto do capital (51% das ordinárias, que podem ser no mínimo um terço do capital total). Em geral, não há ameaça de "take-over" da empresa via bolsa, o que não

gera estímulo à eficiência e profissionalização da direção (Gros, 1991:42; Costa, 1991:21). Por outro lado, embora a ação preferencial garanta preferência na distribuição de dividendos, não há exigência de um nível mínimo para o dividendo se a empresa não gera lucro. Caso não houver pagamento de dividendos por três anos consecutivos, a ação preferencial adquiriria direito a voto. Contudo, como não há nível mínimo, o pagamento de um dividendo simbólico ao final do terceiro ano impede a transformação da preferencial em ordinária. Assim, a ação preferencial acaba excluída da participação na gestão e tampouco garante um rendimento diferenciado.

Um passo importante também seria rever a proporcionalidade entre ações ordinárias e preferenciais, dotando esta última, ainda, de um rendimento mínimo fixado na emissão. Esta proposta é polêmica no mercado, pois conta principalmente com o apoio dos analistas e investidores, enfrentando oposição das empresas abertas. No entanto, é importante considerar que a demanda por ações preferenciais sempre contou com mercados cativos, sobretudo a partir da exigibilidade mínima de compra de ações por parte dos fundos de pensão, recentemente revogada (ver item "Previdência complementar fechada e aberta", p. 156). Não sendo obrigados a adquirir montantes mínimos de ações, os fundos de pensão tenderão a demandar preferencialmente ações com direito a voto ou que garantam uma rentabilidade mínima ou diferenciada.

No segmento de renda fixa (debêntures e outros), é necessário diversificar os títulos emitidos, principalmente na faixa intermediária de produtos híbridos entre renda fixa e variável. Além do "commercial paper", já comentado, debêntures com "warrants" e de participação, ações resgatáveis, bônus de subscrição e cédulas pignoratícias de debêntures são instrumentos em sua maior parte previstos na legislação, mas inexpressivos ou inexistentes no mercado (Velloso et alii, 1991:57, 64; Gros, 1991:44).

Dentre estes instrumentos, cabe destacar a debênture de participação, intermediária entre título de risco e renda fixa. Ao lado de uma taxa de juros, o investidor também tem uma remuneração ligada ao desempenho da empresa (Gros e Aragão, 1991:75), o que implica reduzir a taxa de juros de emissão do papel. No capítulo 4, será visto que a debênture de participação tem importante papel a cumprir em projetos de infra-estrutura financiados pelo conceito de "project financing".

Este é também o caso de títulos associados à securitização de recebíveis ("asset-backed securities"). Nesta operação, a emissão de uma debênture é lastreada em um conjunto de ativos (recebíveis) que são transferidos para uma empresa de propósito específico ("special purpose company"). Deste

...e propostas de restringir sua emissão e de criação do dividendo mínimo

Diversificação dos títulos de renda fixa

Debênture de participação

Securitização de recebíveis

modo, o risco da debênture passa a ser isolado do risco da empresa que transferiu os recebíveis, inclusive em caso de concordata ou falência. No Brasil, operação pioneira de securitização de recebíveis do cartão de crédito da Mesbla foi estruturada em 1993, a partir da aprovação pelo CMN de cessão de crédito de empresa financeira para empresa de propósito específico.

Interesse de empresas públicas...

A securitização de recebíveis, como destacado no capítulo 2, é uma operação interessante para emissores que não têm uma avaliação de risco favorável, mas que possuem parcelas de seu ativo (os recebíveis) de bom risco. Constituem-se assim em um campo preferencial para empresas públicas, especialmente de serviços públicos (água, energia), que têm uma base de recebimentos de baixíssimo risco de inadimplência (as contas cobradas dos consumidores).

...esbarra em restrições legais

O princípio da securitização de recebíveis já foi utilizado por empresas estatais do Estado de São Paulo como mecanismo de garantia de emissões de debêntures simples (Eletropaulo, Cesp). A escritura de emissão estabeleceu que as debêntures têm garantia da receita das empresas, podendo ser utilizadas para quitar pagamentos de contas de consumidores, no caso de inadimplência da estatal. No entanto, a impossibilidade neste caso de criar empresas de propósito específico para alocar os recebíveis, dada a necessidade de aprovação do poder legislativo para a criação de empresas públicas, impediu que os emissores se beneficiassem de menores taxas de juros, já que o investidor continuou, em última instância, ligado ao risco-empresa.

Cédulas pignoratícias de debêntures

Outra possibilidade de securitização envolve receitas de outros títulos já emitidos, como no caso das cédulas pignoratícias de debêntures¹². Um exemplo relevante desta modalidade é o mercado de securitização de hipotecas e títulos públicos nos EUA (ver Quadro 3.5).

Experiência do BNDES com produtos estruturados

O desenvolvimento de *produtos estruturados*, ou seja, a emissão de títulos associados a derivativos foi destacada no contexto internacional no capítulo 2. No caso brasileiro, o BNDES fez, em 1993, operação pioneira com o projeto de expansão da Bahia Sul. Foram emitidas debêntures com opção de conversão em ações e "warrants". A taxa de juros é flutuante e sujeita a um "colar" (teto e piso), em função do nível de preços da celulose. Embora a maior parte dos títulos tenha sido encarteirada pela instituição, apresentou uma inovação importante e vinculou o BNDES ao sucesso do empreendimento (Pinheiro, 1994:18-19).

12. É um título previsto na legislação brasileira, emitido com lastro em debênture no ativo de instituição financeira.

QUADRO 3.5

A SECURITIZAÇÃO DE HIPOTECAS E TÍTULOS PÚBLICOS NOS EUA

O desenvolvimento de "asset-backed securities" nos EUA surgiu no mercado hipotecário como forma de aumentar o "funding" para o financiamento imobiliário, permitindo colocar títulos junto a investidores institucionais. Gradativamente foram surgindo novos formatos, principalmente por meio da "re-securitização" de títulos em carteira.

As instituições financeiras começaram a emitir títulos ("mortgage pass-through securities") com base em um conjunto de hipotecas, de modo a obter maiores volumes e prazos mais homogêneos. Passo seguinte foi um novo tipo de título securitizado ("collateralised mortgage obligations") a partir da divisão do fluxo de caixa das hipotecas em várias tranches e emissão de papéis com prazos diferenciados, referenciados a tranches diversas.

Outra possibilidade é desvincular os pagamentos de juros e principal ("stripped mortgage pass-through securities"), recombinação-os em proporções diversas ou emitindo um título que só paga o fluxo associado ao principal (semelhante a um título de cupom zero) e outro que só paga juros. Tal procedimento também é utilizado em títulos do Tesouro norte-americano, principalmente depois que o próprio Tesouro criou o Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIPS) em 1985, programa que envolve títulos com 10 ou mais anos de prazo (Rhee, 1993:89-91).

Um ponto relevante no fortalecimento do mercado de títulos estruturados e de renda fixa é o papel desempenhado pela garantia bancária, que, no entanto, é contraditório. Por um lado, ao reduzir o risco do título, a garantia bancária deveria ser um instrumento importante para estimular o mercado. Entretanto, a garantia bancária traz vários problemas observados nas experiências da Coreia do Sul (onde cerca de 90% das emissões de bônus são garantidos por bancos) (Rhee, 1993:75) e Japão (Hashimoto, 1993:219). Ao nivelar emissões de riscos diferentes (já que o papel carrega o risco-banco), a garantia bancária atrapalha a associação entre risco e rendimento dos papéis, dificultando a formação de uma taxa de juros básica. Os bancos de investimento, por sua vez, acabam não fazendo a análise de risco do papel, atuando na prática como meros corretores e não "underwriters". O predomínio da garantia bancária, ainda, compromete o surgimento da atividade de "rating" a partir de agências privadas independentes, uma vez que a viabilidade econômica do surgimento de empresas de "rating" exige a existência de um volume mínimo de títulos para serem analisados, o que se torna desnecessário se o risco do papel é bancário (ver Quadro 3.6).

*Garantia bancária
generalizada impede
desenvolvimento efetivo
do mercado*

QUADRO 3.6

AS AGÊNCIAS DE "RATING"

A atividade de "rating" consiste em uma análise de risco padronizada de títulos de renda fixa que comportem risco de crédito, não sendo avaliado o risco de mercado (rentabilidade do instrumento). Os principais parâmetros, além do risco de inadimplência e garantias, são a natureza do título e sua prioridade frente a outras dívidas existentes (dívida sênior ou subordinada) (Bates, 1993:72-74).

As duas agências que fazem "rating" internacional são a Moody's e Standard & Poor's, norte-americanas. Nos EUA tal atividade já foi incorporada ao funcionamento do mercado, crescendo com a perda de importância do "buy and hold finance" (encarteiramento do título até o vencimento). O papel do "rating" tem crescido no Japão, França, Reino Unido e Austrália, surgindo agências no Chile, México e Bangladesh (Young, 1993:162).

A credibilidade do "rating" é principalmente dada pelo seu êxito prévio, na medida em que se observa um percentual quase desprezível de inadimplências em empresas com "rating" AAA ou Aaa, níveis máximos no caso da Standard & Poor's e Moody's, respectivamente. Os "ratings" mais elevados são os recomendados para investidores ("investment grade") que procuram baixos riscos, seguindo-se papéis "speculative grade" ou "non-investment grade", em que o retorno é elevado (como os "junk bonds"). As faixas de "rating" são diferenciadas entre títulos de longo e curto prazo (como o "commercial paper").

No caso da Standard & Poor's, a fixação do "rating" é feita com consulta à empresa, implicando avaliações periódicas. Se a empresa não concorda com o nível fixado, pode recorrer à agência fornecendo informações adicionais. Se persiste a discordância, a empresa pode pedir para que o "rating" não seja divulgado, desde que não emita títulos no mercado norte-americano (Bates, 1993:72-74). O custo pago à agência de "rating" é de cerca de US\$ 15 milhão para emissões de "euro-commercial paper" e de US\$ 30 milhão para um título longo (OECD, 1993:23).

Agências de 'rating'
exigem 'disclosure'

É recomendável que as agências de "rating" sejam independentes. Sua atividade pode inclusive auxiliar o poder público na regulamentação do mercado, a partir de alguma exigência de que determinados tipos de emissão tenham "rating" ou mesmo via postura dos bancos públicos (como o BNDES e BB, por exemplo), de só comprar papéis com "rating". Vale, no entanto, recordar a advertência feita por um representante da Standard & Poor's: o "rating" não é panacéia e só pode desenvolver-se com a melhora no nível de "disclosure" das empresas, acompanhada de medidas de desregulamentação (Young, 1993:165).

Mercado exige base de
investidores

As iniciativas no plano institucional e legal voltadas para a modernização e diversificação do mercado de capitais no Brasil constituem um dos aspectos principais de um novo padrão de financiamento, associado a uma nova base de gestão empresarial que supere a empresa privada de base familiar e a

atual gestão estatal. O desenvolvimento do mercado de capitais, contudo, representa essencialmente o lado da demanda de recursos, exigindo uma base sólida de investidores responsáveis por uma oferta estável de recursos, o que é abordado a seguir.

Os investidores institucionais

O processo de securitização e globalização financeira impulsionado nos anos 80 teve como contrapartida a institucionalização da poupança, como destacado no capítulo 2. No Brasil, o tamanho acanhado do mercado de capitais tem como contrapartida uma base de investidores institucionais débil. Mesmo que medidas institucionais sejam tomadas no sentido de aperfeiçoar o arcabouço institucional que rege o mercado de capitais brasileiro e que haja um cenário macroeconômico favorável, seu crescimento permanecerá limitado se não houver políticas explícitas voltadas para o crescimento dos investidores institucionais.

Base limitada dos investidores institucionais no Brasil...

Como já destacado, os fundos de poupança compulsória enfrentam uma série de constrangimentos estruturais que impedem que venham a ter o papel já desempenhado no passado. Os bancos de fomento contam cada vez menos com o apoio de recursos fiscais e parafiscais em seu financiamento, passando a se financiar com emissões privadas de títulos. Em muitos casos, como observado no Japão, mecanismos de poupança forçada, direcionamentos de crédito e o emprego do redesconto seletivo vêm sendo substituídos pelos investidores institucionais como fonte de recursos para instituições de desenvolvimento.

...que tendem a substituir fundos compulsórios

Em princípio, os fundos de pensão são instituições de baixo risco de liquidez, na medida em que operam com poupança contratual. Tendem, por conseguinte, a alongar o prazo de suas captações, beneficiando-se de taxas de juros mais elevadas e horizonte de longo prazo nas participações acionárias que detêm. Fundos existentes na Alemanha, Japão, Holanda, Suécia e Dinamarca detêm menos de 4% de seus patrimônios investidos em ativos líquidos (Pinheiro, 1994:17).

Preferência por ativos de longo prazo...

O horizonte de longo prazo também é característico das seguradoras do ramo-vida. Nos EUA, este segmento é tradicional financiador do crédito hipotecário, além de se constituir no grande sustentador do mercado de colocações privadas de títulos (ver Quadro 3.7). Mesmo os fundos mútuos de investimento, que não operam com poupanças contratuais, têm um papel importante a desempenhar no financiamento empresarial e no aumento da liquidez dos mercados secundários de títulos e ações.

...inclusive com taxas de juros fixas

QUADRO 3.7

O MERCADO DE COLOCAÇÕES PRIVADAS NOS EUA E A REGRA 144A DA SEC

A importância dos investidores institucionais nos EUA não se resume ao papel que têm na compra de bônus e ações emitidos em ofertas públicas. Estes investidores também respondem pela quase totalidade das emissões feitas no "private placement market", que envolve títulos cuja emissão não é registrada na SEC, por não envolver oferta pública. O principal segmento do mercado de colocações privadas é o de títulos de renda fixa (valor médio de US\$ 10 a 100 milhões, com prazo médio de 9 anos) emitidos por empresas de médio porte que desejam um menor nível de "disclosure" (ver diagrama 3.6).

Em 1992, o estoque de títulos de colocação privada era de US\$ 300 bilhões, comparado com o valor de US\$ 775 bilhões de títulos de colocação pública e o saldo de US\$ 519 bilhões de empréstimos bancários. As seguradoras do ramo-vida, neste ano, eram responsáveis por 82,6% das aquisições dos títulos de colocação privada, sendo que estes respondiam por 16% dos ativos totais deste tipo de investidor institucional. As necessidades atuariais do seguro de vida demanda ativos de renda fixa, ao contrário do que ocorre com os fundos de pensão.

Os títulos de colocação privada possuem pouca ou nenhuma negociabilidade, especialmente em decorrência de serem emitidos com "covenants", que representam uma espécie de garantia da operação. Estes são cláusulas contratuais que limitam, durante o prazo do título, a ação da empresa emissora no que se refere a razões de alavancagem, pagamento de dividendos, atividade principal, mudança de ramo de atividade, fusões e aquisições, transferência de ativos e outros. Dado que os títulos emitidos são de longo prazo, os "covenants" são frequentemente renegociados com a instituição compradora do papel, o que impede que este seja negociado em mercado secundário.

A baixa liquidez do mercado de colocações privadas, implicando "spreads" significativos frente às emissões públicas, levou a SEC a criar, em 1990, através da norma 144A, um mercado intermediário entre as colocações públicas e privadas. Esta iniciativa, ao reduzir os "spreads" frente ao mercado público, visou especialmente estimular emissões de empresas estrangeiras no mercado norte-americano.

A regra 144A criou o investidor qualificado ("qualified institutional buyer" ou QIB), que pode negociar títulos sem registro na SEC. O QIB deve ser empresa, instituição financeira ou investidor institucional que investe ao menos US\$ 100 milhões por ano em bases discricionárias. A regra 144A permite a atividade do "underwriting", que é equiparada a uma venda em mercado secundário, já que o QIB não é considerado como parte do público. O uso de "covenants" é pouco importante, tendendo a ser substituído pelo "rating" dos papéis.

Dada sua maior liquidez, as operações na regra 144A têm atraído crescentemente os fundos de pensão e fundos mútuos, que detinham cerca de 40% do mercado em 1992, ficando as seguradoras com os restantes 60%. Cerca de um terço das emissões em 1992 foram feitas por estrangeiros, destacando-se emissores britânicos e mexicanos.

O mercado de colocações privadas de ações é bastante limitado (US\$ 9,9 bilhões em 1992), embora seja importante no caso das emissões de ADR por parte de empresas não-residentes (Carey *et alii*, 1993).

No caso brasileiro, a reduzida dimensão do segmento de investidores institucionais é a contraface do tamanho diminuto do mercado de capitais. Esse cenário foi agravado pela política de considerar o ativo destes investidores (notadamente dos fundos de pensão) como espaço cativo para a colocação de títulos públicos ou como fonte de poupança compulsória (caso das OFND – Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento e dos Certificados de Privatização), por vezes com rendimento inferior ao exigido pelo cálculo atuarial. Além disso, o nível elevado da taxa de juros de curto prazo tornou natural que os já escassos investidores institucionais não alongassem o prazo de seus ativos junto ao setor empresarial, a não ser via compra compulsória de ações.

Limitações ao crescimento dos investidores institucionais no Brasil

Os dados da Tabela 3.8 mostram a evolução do patrimônio dos investidores institucionais no Brasil. O destaque fica por conta dos fundos fechados de previdência privada, cujos patrimônios são mais de 10 vezes superiores à soma das carteiras de aplicações das seguradoras e fundos de previdência abertos. No caso dos fundos mútuos de investimento, o destaque negativo fica por conta dos fundos de ações, que apresentam um patrimônio correspondente a 10% dos fundos de renda fixa. Cabe observar que a tabela apresenta algum grau de dupla contagem, já que fundos de pensão e seguradoras investem parte de suas reservas técnicas em fundos de investimento. No caso dos fundos de pensão fechados, 14,5% de seu patrimônio era investido em fundos mútuos ao final de 1994 (Rebouças, 1994c:1).

Destaque para os fundos fechados de previdência privada e fundos mútuos de renda fixa

PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR FECHADA E ABERTA

O desenvolvimento do segmento de fundos de pensão apresenta-se como um dos aspectos mais promissores para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, principalmente no caso dos fundos fechados. Há estimativas de que o patrimônio dos fundos poderá chegar a 18% do PIB (Magalhães, 1994c:23) ou cerca de US\$ 90 bilhões no ano 2000 (Pinheiro, 1994:5). Estimava-se em 1994 que os fundos de pensão fechados arrecadariam US\$ 4,8 bilhões em contribuições, gastando cerca de US\$ 2,4 bilhões em benefícios (Magalhães, 1994d:23). O fluxo líquido positivo resultante (US\$ 2,4 bilhões) superaria, portanto, a contribuição do FAT para o "funding" do BNDES, que foi de US\$ 1,867 bilhões em 1993 e de cerca de US\$ 1 bilhão nos oito primeiros meses de 1994 (FUNDAP, 1994:22).

Crescimento dos fundos fechados...

Há um claro predomínio dos fundos patrocinados por empresas públicas, geralmente sob regime de benefício definido, sendo que apenas a Previ, fundo do Banco do Brasil, detém mais de 25% dos ativos totais dos fundos de pensão fechados. Mas a maior parte dos fundos novos é patrocinada por empresas privadas, com predomínio do formato de contribuição definida, o que segue o observado no contexto internacional (item "O papel dos investi-

...com predomínio de patrocinadoras estatais, mas com crescimento dos privados

TABELA 3.8

PATRIMÔNIO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

(Saldo em 31/12 em US\$ bilhões)

	1983	1987	1990	1991	1992	1993	1994
EFPP	4,4	7,6	16,1	18,0	23,8	32,6	53,9 ¹
EAPP	0,4	0,2	0,2	nd	nd	1,5	1,6 ²
Seguradoras	0,5	0,9	0,7	nd	nd	nd	3,0 ²
Fundos Mútuos	1,4	4,8	7,1	12,1	19,1	22,5	44,1 ³
● Renda Fixa ⁴	nd	4,2	6,8	11,5	18,5	21,9	39,2 ³
● Ações	nd	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6	4,9 ³

EAPP e EFPP são entidades de previdência particular abertas e fechadas, respectivamente.

1. Outubro, 2. Junho, 3. Agosto, 4. Inclui Fundos: Renda Fixa, Curto Prazo, Commodities e Aplicação Financeira.

nd = não disponível.

FONTE: Pinheiro (1994: 14); Toneto Jr. (1994); FUNDAP/IESP.

dores institucionais", p. 67). O patrimônio dos fundos é preferencialmente aplicado em ações, com participação relativa de 43% do total dos ativos ao final de 1994 (Rebouças, 1994c:1), o que deve ter acarretado redução do valor dos ativos destas entidades no primeiro trimestre de 1995, face à queda significativa das bolsas de valores.

Importância da reforma previdenciária

O desenvolvimento do segmento de previdência privada complementar está intimamente ligado aos rumos da reforma da previdência. Como foi assinalado no cenário internacional, o impacto do envelhecimento da população tem conduzido à revisão dos sistemas previdenciários baseados na repartição simples e de benefício definido, na direção de regimes mistos: há um sistema oficial universal, voltado para a baixa renda, em geral em bases orçamentárias, acompanhado de um sistema complementar em regime de capitalização e de contribuição definida (ABRAPP, 1992).

Inviabilidade fiscal da sistemática atual....

Previsões feitas pela ABRAPP (1992) indicam que a manutenção do atual regime previdenciário brasileiro seria explosivo do ponto de vista das finanças públicas. Partiu-se de hipóteses de crescimento do PIB de 1% a.a. de 1991 a 1994 e de 5,86% a.a. entre 1995 a 2010, e elevação real do salário mínimo e médio de 3,35% a.a. e 3,64% a.a., respectivamente. Dessa projeção resultou que os gastos com o seguro social (aposentadorias e pensões) passariam a absorver 7% do PIB no ano 2000, crescendo até ultrapassar 12% do PIB em 2025. Considerando-se os gastos da seguridade social como um todo (incluindo a assistência social e gastos com saúde), o percentual atingiria 22% do PIB em 2025.

Se os dados acima mostram que a reforma da previdência é necessária para desonerar as contas públicas a longo prazo, é certo que a transição de um regime de repartição simples para outro de capitalização produziria um ônus muito elevado para o gasto público no curto e médio prazos, caso fosse reduzido o limite de contribuição para o regime universal básico, comparado ao limite ora existente. Isto porque o governo seria forçado a manter os pagamentos de aposentadorias e pensões do antigo contingente de inativos, por força do direito adquirido, ao mesmo tempo em que perderia uma parte da contribuição dos atuais empregados, a qual seria destinada para os fundos em regime de capitalização. Adicionalmente, seria necessário ressarcir os atuais empregados, na proporção das contribuições já feitas, e que não farão parte de seus benefícios futuros.

...mas custo elevado da transição...

No Chile, que começou essa transição no início dos anos 80, o custo das obrigações previdenciárias passou de 1,7% do PIB e 8,6% das receitas fiscais em 1981, para 5,0% do PIB e 18,2% das receitas fiscais em 1985. Previa-se que estes gastos oscilariam no nível de 5,0% do PIB até o ano 2000. Entretanto, deduzido o custo de manutenção do sistema anterior, o custo fiscal líquido foi de apenas 2,2% do PIB em 1985, tendendo a chegar a zero em 1995, ano a partir do qual haveria superávit crescente (ABRAPP, 1992:9).

...com ganhos somente no longo prazo

Há estimativas de que no caso brasileiro este processo de transição da previdência oficial implicaria gastos adicionais da ordem de 3% do PIB ao longo de dez anos, o que só seria viável a partir de uma reforma tributária e contribuições oriundas do programa de privatização, a exemplo do ocorrido no Chile (Pinheiro, 1994:13). É neste sentido que na agenda das reformas institucionais no Brasil há a necessidade de equacionar conjuntamente as dimensões fiscal, previdenciária e patrimonial da União.

Necessidade de apoio da política de privatização...

Há um aspecto crucial no programa de privatização em andamento. Na medida em que a venda de patrimônio tem um impacto de receita "once and for all", é preciso que haja uma utilização nobre dos recursos obtidos. Além do equacionamento de outros passivos sociais, entende-se que as receitas da privatização também devam contribuir para cobrir passivos previdenciários, porque os gastos associados ao período de transição também são concentrados no tempo, tendendo a desaparecer com a gradual redução e o desaparecimento do antigo contingente de aposentados.

... dados os custos concentrados no tempo da transição na previdência

Por outro lado, esta transição só se fará a contento se os fundos de previdência complementar tiverem uma base de títulos de longo prazo compatível com as suas necessidades atuariais, o que implica ampliar especialmente as emissões oriundas do setor privado, em um contexto de retomada do investimento. Na hipótese de haver uma substancial redução de demanda do

Viabilidade da previdência demanda crescimento do mercado de capitais

setor público por crédito doméstico (face ao ajuste fiscal e retomada do endividamento externo no financiamento público, via colocação de títulos), os fundos deverão apoiar sua rentabilidade em outras fontes de aplicação oriundas do setor privado, sob pena de gerar pressão sobre os preços dos ativos reais (Pinheiro, 1994:6).

'Cartórios de poupança'...

A regulamentação da carteira dos fundos de previdência privada nos últimos 15 anos privilegiou a geração de mercados cativos para ações e dívida pública, a partir da fixação de limites mínimos e não máximos (com exceção de investimentos em imóveis). Este procedimento, que destoava do observado na experiência internacional (SCTDEa, 1992) contrariava a regulamentação prudencial, na medida em que induzia à concentração de investimentos, elevando riscos.

...substituídos por critérios de diversificação de riscos

Em setembro de 1994, a resolução 2.109 estabeleceu nova regulamentação para as aplicações financeiras das entidades fechadas de previdência privada, eliminando os limites mínimos. As aplicações em renda fixa (depósitos a prazo, letras hipotecárias, poupança e outros) não podem superar 80% das reservas técnicas, exceção feita a títulos públicos federais, que não têm limite máximo. Os investimentos em ações ficaram limitados a 50% do total, enquanto o nível máximo para imóveis ficou em 20%. Operações com patrocinadoras dos fundos e compromissadas terão limite de 30%. Estipulou-se um prazo de 12 meses para adequação dos fundos a estes novos parâmetros.

Desejável limite máximo de aplicações de curto prazo

As medidas acima poderiam ser complementadas com a introdução de um teto máximo para aplicações de curto prazo em renda fixa, exclusivamente em função de critérios atuariais de diversificação de risco, ampliando o espaço para o financiamento e capitalização das empresas (Ferreira, 1993:50; Pinheiro, 1994:23). Não se trata de reintroduzir, de modo disfarçado, as compulsoriedades vigentes no passado. Significa sim a compatibilizar horizontes temporais de financiamento das empresas com as necessidades atuariais dos fundos, o que entretanto só será viável num contexto de retomada do crescimento.

Fundos previdenciários no setor público...

É importante também levar em conta o potencial de crescimento de fundos previdenciários na área do funcionalismo estadual e municipal, que por dispositivo constitucional podem adotar regimes próprios. Em vários Estados, como São Paulo, Minas Gerais e Paraná, estudos foram feitos no sentido de constituir fundos previdenciários em regime de capitalização, frente à forte elevação da relação entre inativos e ativos. A mesma preocupação tem aparecido em municípios que experimentaram grande crescimento do emprego nos anos 80.¹³

13. Os fundos de pensão públicos têm um patrimônio acumulado muito expressivo nos EUA, com alguns deles situando-se entre os maiores do país, como o fundo dos funcionários públicos da Califórnia, com ativos de US\$ 54 bilhões ao final de 1990 (ABRAPP, 1992:33).

A constituição de novos fundos de pensão públicos mobilizaria expressivas somas de recursos, que poderiam ser base de financiamento de projetos locais de infra-estrutura, em que pese as dificuldades referentes à transição dos regimes de repartição simples para sistemas de capitalização. Entretanto, decorridos mais de seis anos da promulgação da atual Constituição, que deu autonomia para que Estados e Municípios criassem sistemas previdenciários próprios, observa-se que em geral nada foi feito, o que significa estar se gerando acúmulo de passivos previdenciários de grande monta no setor público estadual e municipal.

...não saíram do papel...

Ainda, é necessário que parâmetros gerais mínimos sejam definidos pela estrutura regulatória, visando garantir os interesses dos beneficiários de fundos de servidores públicos. No caso dos EUA, por exemplo, um dos principais problemas enfrentados pelos administradores de fundos de pensão do funcionalismo público é o chamado "raid". Este ocorre quando o governo que patrocina o fundo passa a enxergá-lo como fonte de recursos para seus gastos correntes, de três formas: não integralizar as contribuições do governo no fundo, incluir na conta do fundo novas despesas (como na área de saúde) ou reduzir suas contribuições com base na mudança dos parâmetros atuariais¹⁴ (Rosenberg e Forrester, 1993:67-69). Neste sentido, seria oportuno que fossem definidos, no plano legal, parâmetros básicos de constituição de tais fundos, determinando-se prazo para que Estados e Municípios definissem sua política neste campo, sob pena de perder sua autonomia decisória.

*...demandando
parâmetros comuns de
proteção ao segurado*

O papel dos fundos de pensão na alavancagem do mercado de capitais não se limita à função de provedor de "funding". Para que se chegue a uma parceria de longo prazo entre os fundos e o setor produtivo, é importante que os fundos participem da gestão das empresas. Uma série de exemplos recentes tem ocorrido neste sentido, especialmente no caso de empresas desestatizadas como Usiminas e Acesita, em que os fundos de previdência privada passaram a ter participação nos conselhos de administração. O objetivo dos fundos não é interferir em questões administrativas e sim ter acesso à política de dividendos e de chamada de capital, estimulando um comportamento profissional e transparente por parte da empresa. A participação dos fundos em processos de reestruturação de empresas familiares, como nos casos da Perdigão e Villares, é um marco importante na redefinição do modelo de gestão da empresa nacional.

*Papel dos fundos na
reestruturação do setor
empresarial privado*

14. Ao menos uma experiência no Brasil confirma tais temores. Criado em 1992, o Instituto de Previdência do Município de Campinas até outubro de 1993 não tinha recebido recursos referentes à contribuição do empregador, que até então acumulara dívida de US\$ 21 milhões com o fundo. Do ponto de vista da prefeitura, o ônus com o contingente de aposentados existente problematizava o repasse de recursos.

Terceirização da administração das carteiras desejável

A profissionalização afeta também a própria administração dos fundos de pensão. No passado, os fundos patrocinados por empresas públicas em geral confiavam a administração dos fundos a antigos funcionários, em alguns casos sem a devida experiência. Já no caso de fundos patrocinados por empresas privadas, é comum a contratação de administradores privados. Contudo, estes tendem a dar ênfase excessiva à rentabilidade de curto prazo, frente à concorrência de outras instituições. Nos EUA, isso é evitado na medida em que há empresas especializadas em auditar os fundos (inexistentes no Brasil) com parâmetros de avaliação outros que não os resultados imediatos¹⁵ (Medeiros, 1991a:93). A regulamentação dos fundos também deve atentar para critérios de seleção dos administradores, estimulando a terceirização, mas procurando garantir que não haja uma administração especulativa voltada para ganhos imediatos.

Tamanho reduzido dos fundos abertos...

O segmento de previdência privada complementar aberta é muito reduzido no Brasil, dado que o contexto de crise e inflação elevada nos últimos quinze anos inviabilizou regimes baseados em contribuições individuais. Por outro lado, o segmento teve sua imagem comprometida pela experiência fracassada dos antigos montepios, na década de 70, que em muitos casos não cumpriram com os planos comercializados (Toneto Jr., 1994:66).

...mas com perspectivas de crescimento atraindo bancos...

Entretanto, o segmento tenderia a apresentar crescimento não desprezível a partir de um cenário de estabilidade. Além disso, novas tendências do mercado de trabalho, com o fenômeno da terceirização e crescimento do segmento de micro e pequenos empresários e do trabalho autônomo, tendem a favorecer planos de previdência aberta. Por outro lado, a legislação atual exige que as entidades abertas mantenham seguro para cobrir suas contribuições, de modo a garantir a confiabilidade dos planos vendidos. Tais perspectivas já têm estimulado associações entre bancos e destes com seguradoras para oferecer planos de previdência privada aberta, tal como a Prever (envolvendo Bamerindus, Unibanco e Nacional) e a associação entre o Banco do Brasil e seguradoras privadas, criando o BB-Previ, que passarão a competir em um mercado até o momento dominado pelo Bradesco.

...exigindo atenção da regulamentação

A participação de bancos no setor de fundos abertos chama atenção para uma questão importante debatida no contexto internacional. Se de um lado isto pode gerar para as instituições uma fonte de "funding" preferencial para operações de longo prazo, a regulamentação deve impedir que os bancos possam se utilizar dos fundos para transferência de ativos de má qualidade para melhorar sua situação patrimonial, prejudicando, o interesse do segurado.

15. Vale lembrar que, nos EUA, diversos fundos foram afetados pela queda da taxa de juros na segunda metade dos anos 80, levando a processos de reestruturação em que se buscou o alongamento do perfil das aplicações (ver capítulo 2).

do (ver item "A regulamentação financeira e a supervisão preventiva", p. 170).

O SETOR DE SEGUROS

O setor de seguros divide-se basicamente nos segmentos vida e não-vida, com lógicas distintas. No ramo-vida, os compromissos da seguradora têm base atuarial, sendo mais previsíveis, levando a que tenham baixa retenção de ações e maior concentração em títulos de renda fixa de longo prazo (OECD, 1992:145). Já no ramo não-vida, o pagamento de sinistros é menos previsível, implicando em maior concentração em aplicações de curto prazo. Seguradoras de propriedades e acidentes têm cerca de 20% de seus ativos investidos em ações, dada a maior ênfase na liquidez (Pozen, 1993:148).

Diferenças dos ramos vida e não-vida

No cenário internacional, foi apontada a tendência de convergência entre seguradoras e instituições financeiras. Do ponto de vista institucional, isto se justifica na medida em que ambas atuam com produtos de poupança, que podem ser combinados no caso do ramo-vida (ver Quadro 3.8). As seguradoras também têm buscado novos mercados, levando a associações com instituições financeiras na gestão de fortunas de pessoas, pois a tendência de envelhecimento da população e queda da taxa de natalidade limita novos clientes no ramo-vida.

Convergência dos mercados financeiro e segurador

Os bancos, por sua vez, têm interesse no mesmo tipo de associação, porque lhes permite comercializar produtos combinados, envolvendo poupança, seguros, cartão de crédito e outros. Por outro lado, enxergam como estratégico o segmento de planos pessoais de aposentadoria e administração de fundos de pensão, ramo tradicional de atuação das seguradoras nos EUA, Japão, Suíça e Canadá. No Reino Unido, as seguradoras detêm 20% do mercado de administração de fundos de pensão, valor que chega a 1/3 em Portugal (OECD, 1992:142).

Seguros e fundos de pensão

A tendência de convergência institucional entre bancos e seguradoras ("bancassurance"), envolvendo também a administração de fundos de pensão e fortunas de pessoas físicas, dá o sentido exato do termo alemão "allfinanz", especialmente no caso dos países onde predomina o banco múltiplo e universal. Isso reclama um tratamento mais integrado do ponto de vista da supervisão e regulamentação das instituições financeiras, em que perde sentido a separação por tipo de instituição, dada a característica mista dos produtos criados.

'Bancassurance' e 'allfinanz'

A importância do segmento de seguros é reduzida no Brasil se comparada a exemplos dos países avançados, pois seus ativos correspondem a menos de

Peso ínfimo do setor no Brasil...

QUADRO 3.8

A CONVERGÊNCIA DE PRODUTOS: SEGUROS E POUPANÇA

Uma série de inovações, sobretudo no mercado norte-americano, têm sido feitas no sentido de incorporar ao seguro de vida características financeiras. Os investimentos do segurado podem ser retirados após um determinado período ("endowment insurance") ou no caso de desistência ("whole-life insurance"). No caso do "adjustable life insurance", o prêmio pago e montante segurado podem variar a pedido do segurado, enquanto a modalidade "variable capital" funciona quase como um fundo de investimento, com o segurado podendo escolher o tipo de aplicação desejada (ações, bônus etc.).

No seguro de vida "universal", os pagamentos de prêmio podem ser interrompidos (a partir de um mínimo) sem que o segurado perca direito à cobertura. Parte do valor pago (deduzidas as despesas administrativas e a cobertura de risco da seguradora) é depositado em conta de poupança a taxas de mercado, podendo ser sacados livremente pelo segurado. Este pode aumentar ou reduzir o valor segurado, sendo periodicamente informado do prêmio requerido para garantir a cobertura desejada.

O seguro universal de capital variável, por sua vez, combina os dois últimos tipos acima descritos. Os prêmios são flexíveis e o montante segurado varia em função do valor capitalizado dos investimentos feitos.

A característica destes produtos implica privilegiar o aspecto da poupança. No caso do seguro universal, há inclusive a separação entre a função seguro e a função poupança, movimentados de forma independente. O seguro de capital variável, por seu turno, na prática funciona como um fundo de investimento qualquer, sendo inclusive sujeito à regulamentação da SEC (OECD, 1992:80).

1% do PIB, contra cerca de 40% nos EUA. O baixo peso do setor também contrasta com a realidade da Europa continental, em que os ativos das seguradoras são mais importantes que os detidos pelos fundos de pensão. As informações da Tabela 3.9, por outro lado, indicam que em 1988 a arrecadação anual de prêmios de seguros no Brasil apresentava-se muito abaixo do verificado em países desenvolvidos se comparada ao PIB (0,9%), sendo mesmo inferior a de vários países em desenvolvimento, inclusive de renda baixa.

A composição relativa do setor de seguros no Brasil mostra uma sensível diferença frente ao padrão norte-americano. No caso brasileiro, 71% do mercado corresponde aos ramos elementares (veículos, incêndio etc.), com 17% para o seguro-saúde e apenas 12% para o ramo-vida. Nos EUA, este último responde por 41% do mercado, com 44% para os ramos elementares e 15% para seguros-saúde.

...e pequeno peso do
ramo-vida

TABELA 3.9

PRÊMIOS DE SEGUROS PAGOS - PAÍSES SELECIONADOS

(Em % do PIB)

Faixas (%)	Países	Relação (%)
Acima de 8	África do Sul	10,1
	Irlanda	9,9
	Japão	9,8
	Coreia do Sul	8,8
	Suíça	8,5
	Estados Unidos	8,4
	Reino Unido	8,2
	Entre 6 e 7	Austrália
Holanda		6,7
Alemanha Ocidental		6,7
Israel		6,2
Entre 5 e 6	Finlândia	5,6
	França	5,6
	Noruega	5,3
	Canadá	5,3
	Suécia	5,2
	Áustria	5,1
Entre 4 e 5	Dinamarca	4,6
	Nova Zelândia	4,5
	Espanha	4,2
	Bélgica	4,1
Entre 2 e 3	Portugal	3,0
	Venezuela	2,9
	Singapura	2,8
	Argentina	2,7
	Quênia	2,6
	Itália	2,4
	Entre 1 e 2	Marrocos
Colômbia		1,7
Chile		1,7
Argélia		1,5
Abaixo de 1	Paquistão	0,9
	Brasil	0,9
	Turquia	0,6

FONTE: Toneto Jr. (1994)

Limitações ligadas ao monopólio do IRB e à obrigatoriedade do corretor

A modernização e expansão do mercado de seguros no Brasil está diretamente ligada à desregulamentação e redefinição do papel do Estado no setor, a começar pelo monopólio do IRB no resseguro. Este monopólio está em cheque em função da integração do mercado segurador previsto no Mercosul, já que não há monopólio na Argentina e Paraguai, com o Uruguai tendendo igualmente a quebrar o monopólio atualmente existente naquele país (Luquet, 1994c:1). A obrigatoriedade da intermediação por corretoras é outra restrição, encarecendo o seguro já que a corretagem equivale a cerca de 15 a 20% do valor do prêmio, diferentemente do que ocorre em vários países avançados, em que há a possibilidade de contato direto entre o consumidor e a seguradora (Passos, 1995).

Impacto da reforma da seguridade social

Os ramos de seguro-saúde e de previdência aberta terão seu desenvolvimento ligado em grande medida às reformas previstas para a seguridade social, desde que se incentive a previdência complementar privada e estimule-se uma maior participação privada na assistência médica. O ramo de seguros de acidentes de trabalho, por sua vez, é monopólio do poder público, arrecadando cerca de US\$ 2,5 bilhões/ano, frente a gastos de cerca de US\$ 3,2 bilhões. Se com a reforma da seguridade for permitida a participação privada neste segmento, a dimensão do setor poderia dobrar.

Ramo-automóveis e seguro ambiental

O crescimento do setor também depende de mudanças no ramo-automóveis, que responde por cerca de um terço do mercado de seguros no Brasil. Propostas existentes vão no sentido de introduzir o seguro de responsabilidade civil obrigatório, com cobertura integral dos danos em acidentes, a exemplo do existente em países desenvolvidos. Isso exigiria mudança na legislação brasileira, que consagra o princípio da culpa subjetiva, levando a que contenciosos sejam definidos nos tribunais. No caso dos países desenvolvidos, prevalece a culpa objetiva, com os prejuízos dos acidentes sendo cobertos por uma câmara de compensação entre seguradoras (Borges, 1994:1). Além do ramo de acidentes, outras modalidades de seguros poderiam ser impulsionadas através da compulsoriedade. É o caso do seguro contra danos ambientais, modalidade recentemente regulamentada no Brasil, que tem tido importância crescente no exterior.

Ramo-vida e seguros resgatáveis

É importante também que esforços sejam envidados para estimular o ramo-vida, cuja atratividade tem crescido para o setor em função da maior expectativa de vida da população. Com as perspectivas de estabilização da economia, tem crescido o interesse das seguradoras em oferecer seguros de vida resgatáveis, seguindo a tendência internacional. Chama-se atenção novamente ao fato de que este segmento é grande demandante de títulos de renda fixa de longo prazo, adequando-se assim às necessidades de financiamento de projetos de infra-estrutura, como será abordado no capítulo 4.

A desregulamentação do setor e maior abertura para instituições estrangeiras, com redução do papel do Estado, são iniciativas vistas como inevitáveis. No entanto, teme-se um efeito de concentração, com quebra de seguradoras pequenas, especialmente com o fim do monopólio do IRB. Em que pese este temor, o tamanho ínfimo do setor reclama iniciativas de vulto, devendo os impactos em termos da concentração serem monitorados por meio da legislação contra monopólios.

Necessidade de uma política de desregulamentação

FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO ABERTOS E FECHADOS

O segmento de fundos mútuos de investimento tem tido um desenvolvimento muito dinâmico no cenário internacional. No caso dos EUA, vem ocupando um espaço crescente antes reservado aos passivos bancários, com notável diversificação dos tipos de carteira, especializadas em setores da economia, países e continentes, adotando crescentemente uma perspectiva global (conforme capítulo 2). Na década de 80, isso implicou um crescimento relativo das aplicações no segmento de renda fixa e bônus, em detrimento de aplicações em ações (Pozen, 1993:148-153), compatível com a maior participação dos fundos no sistema de pagamentos, substituindo passivos bancários.

Fundos mútuos no sistema de pagamentos...

No caso do Brasil, a indústria de fundos mútuos ganhou impulso com a extinção em 1991, das operações compromissadas com títulos públicos e privados (acordos de recompra) junto a pessoas físicas e jurídicas não-financeiras e a criação dos Fundos de Aplicação Financeira. A partir de então, novos fundos foram criados, como o Fundo de Investimento em Commodities e de Renda Fixa de Curto Prazo. As informações da Tabela 3.10 mostram que estes fundos têm conjuntamente um peso comparável ao patrimônio dos fundos de pensão.

...crescem no Brasil nos anos 90

Ao contrário do recomendado para os fundos de pensão e seguradoras, em que as necessidades atuariais justificam estabelecer apenas limites máximos (e não mínimos) de composição de carteira, de modo a estimular a diversificação de riscos, os fundos mútuos exigem também limites mínimos. Estes têm o papel de definir a particularidade de cada tipo de fundo regulamentado, orientando o investidor quanto às características de risco dos ativos. Os percentuais mínimos dos fundos mútuos podem ser de títulos federais (FAF, fundo mútuo de renda fixa, fundo de renda fixa-capital estrangeiro, fundo de curto prazo) ou ações (mútuo de ações). Mas também podem implicar financiamento a determinado setor da economia, como no caso dos fundos de commodities (agricultura) ou FAF (indústria, via Títulos do Desenvolvimento Econômico) (Andima, 1994:14).

Exigência de limites mínimos

TABELA 3.10

FUNDOS DE INVESTIMENTOS: EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO

US\$ milhões¹

Ano/Mês	Fundos Nacionais				
	Renda Fixa ²	Ações	Fundo Aplic. Financ.	Commodities	FRFCE ³
1990-Dez.	438	301	—	—	—
1991-Dez.	1.929	558	9.630	—	—
1992-Dez.	2.636	615	10.663	5.159	—
1993-Jan.	2.372	614	10.179	4.201	—
Fev.	3.332	691	11.090	3.954	—
Mar.	3.424	866	10.464	3.660	—
Abr.	3.398	863	9.231	3.356	—
Mai	3.663	1.055	8.740	3.661	—
Jun.	3.758	1.210	8.815	4.208	—
Jul.	3.844	1.211	8.857	5.592	—
Ago.	5.604	1.377	8.118	9.800	—
Set.	4.764	1.563	8.120	8.428	—
Out.	5.012	1.453	7.945	8.083	—
Nov. p	5.421	2.067	8.087	8.283	—
Dez. p	5.567	2.143	7.913	8.383	1.061
1994-Jan. p	5.670	2.961	7.479	9.078	1.180
Fev. p	5.829	3.025	7.865	11.026	1.234
Mar. p	6.170	3.095	7.274	13.349	1.309
Abr. p	6.620	2.613	7.247	15.363	1.416
Mai. p	7.640	2.696	5.955	17.054	1.499
Jun. p	11.166	2.945	3.883	18.024	2.013
Jul. p	12.426	3.445	3.702	18.106	1.945
Ago. p	14.615	4.867	4.054	20.550	2.187

(1) Valores originais em cruzeiros reais convertidos em dólares pela taxa de câmbio comercial do fim do período. (2) O Fundo de Renda Fixa (nacional) é composto pelo Fundo de Renda Fixa-DI + Fundo de Renda Fixa-Pessoa Jurídica + Fundo de Renda Fixa + Fundo de Renda Fixa-Pessoa Física. (3) Fundo de Renda Fixa de Capital Estrangeiro. (p) provisório.

FONTE: Elaboração pela Área de Sistema Financeiro da FUNDAP/IESP.

Fundos fechados para investidores institucionais

A estabilidade dos recursos dos investidores institucionais de poupança contratual, por sua vez, torna factível o surgimento de fundos mútuos de investimento fechados (sem resgate recorrente de cotas), que exigem uma perspectiva de retorno de mais longo prazo. Os fundos mútuos fechados garantem, via negociação de cotas, liquidez a investimentos feitos em empresas e empreendimentos que se caracterizem por serem de maior risco e menor liquidez. No Brasil, podemos citar como exemplos a regulamentação recente dos fundos de investimento imobiliários e em empresas emergentes

(ver Quadro 3.9), cujo perfil é voltado para aplicações de investidores institucionais.

Ao lado dos fundos mútuos, a constituição de clubes de investimento tem um importante papel no que se refere à concretização da participação dos empregados no capital das empresas, uma das diretrizes principais do Plano Diretor do Mercado de Capitais. A organização de clubes de investimento teve grande impulso com o crescimento do Programa Nacional de Desestatização, no qual os empregados contaram com o direito de adquirir 10% do capital da empresa desestatizada, a preços 70% inferiores ao preço mínimo do leilão. Os clubes de investimento cumpriram vários papéis, destacando-se três: obter financiamentos para a compra das ações (aquisição a prazo de moedas podres), definição de um mecanismo de liquidez para as vendas de ações dos associados (com o clube de investimento tendo preferência na compra) e viabilização da representação conjunta dos trabalhadores nos conselhos de administração.

Clubes de investimento e participações dos empregados na gestão das empresas

Nos EUA, os "employee ownership plans" fundamentam-se na contratação de empréstimos bancários, garantidos pela própria empresa, destinados a que seus empregados comprem suas ações (estas provavelmente servem de contragarantia). O empréstimo é contabilizado como despesa pela empresa para fins tributáveis, sendo que este incentivo fiscal pode estar ligado a um nível mínimo de investimentos (Medeiros, 1991b:109-112).

Experiência dos EUA

QUADRO 3.9

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES

Criados em março de 1994 pela instrução 209 da CVM, os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes têm como modelo a atuação das empresas de "venture capital" nos EUA, onde ações de empresas de menor porte com projetos promissores são adquiridas para serem vendidas com lucro.

O fundo regulamentado no Brasil funciona à semelhança da empresa de capital de risco, mas tem algumas restrições: a empresa deve ter tido lucro máximo de US\$ 30 milhões no ano anterior. As cotas partem de um mínimo de US\$ 100 mil e o prazo mínimo de duração da carteira é de 10 anos (Sartori, 1994:37).

Para participarem do fundo, as empresas devem estar em estágio em que seus produtos já foram aprovados no mercado interno e externo, tendo, portanto, um perfil de empresa média que busca se transformar em empresa aberta, e deve operar técnicas em marketing, finanças e administração. Na medida em que o fundo tenta atingir empresas com potencial de abertura de capital, assemelha-se ao "mezzanine fund finance" norte-americano (ver diagrama 3.6).

O Banco de Brasil-Banco de Investimento está organizando um fundo deste formato, esperando captar US\$ 200 milhões envolvendo cerca de 15 empresas do segmento de alta tecnologia. A iniciativa está sendo articulada com grandes fundos de pensão (Magalhães, 1994e:23).

Participação nos lucros e complemento de aposentadoria...

Este pode ser um mecanismo para viabilizar um aumento da distribuição de renda sem afetar a capacidade de poupança das empresas, na medida em que o aumento da renda real do trabalhador tem a forma de participação no capital da empresa. Também pode representar uma forma de complementação de aposentadoria, com o trabalhador recebendo rendimentos do fundo comum dos empregados após aposentado.

...exige linhas de crédito especiais

O Banco do Brasil pretende lançar um programa visando estimular a democratização do capital de grandes empresas nacionais, com o objetivo de que os trabalhadores participem com 5% do capital votante ou de 10% do capital social da empresa. Para tanto, criar-se-ia uma linha de crédito para que os trabalhadores adquirissem as ações, via clube de investimento. Também se prevê a criação de um fundo de ações que adquiriria ações somente de empresas que abrissem o capital para participação dos empregados (Freire, 1994:25).

Regulamentação e fomento: sistema de crédito, mercado de capitais, investidores institucionais e mercados de derivativos

Novo formato das políticas de fomento e maior complexidade da regulamentação

Em um cenário em que o financiamento de longo prazo se apóie crescentemente em operações securitizadas, com crescimento correspondente dos ativos em mãos dos investidores institucionais, as políticas públicas têm que dar conta de uma dimensão dupla. Cabe fomentar novas práticas operacionais e estruturas financeiras, contando com o apoio dos bancos públicos, especialmente BNDES e BB. Ao mesmo tempo, é preciso um processo contínuo de regulamentação e supervisão preventiva, impedindo sobretudo que haja surtos de crédito especulativo voltado para aquisição de ativos reais e valores mobiliários. A maior complexidade do mercado de capitais, em particular, exige uma postura mais rígida de supervisão, uma vez que se abre mão (em parte) da capacidade de análise de risco e acesso centralizado de informações propiciado pelo sistema bancário. Vale aqui a advertência do "staff" do FMI:

Cuidados especiais são requeridos dos reguladores e supervisores na transição de um sistema em que os bancos dominam a provisão de liquidez e crédito para um sistema competitivo de intermediação no qual os títulos negociáveis tenham um papel crescentemente importante. Esta transição pode resultar em um aumento da instabilidade macroeconômica e fragilidade financeira se os reguladores são fracos ou sem familiaridade com os desenvolvimentos. Em particular, a regulação nesta transição deve ter flexibilidade para permitir inovações financeiras espontâneas ao mesmo tempo em que fortalece os poderes de supervisão em conter aumentos no risco sistêmico. (Goldstein e Folkerts-Landau, 1993:76)

Já foi destacado como os sistemas financeiros caracterizados pela gestão de passivos e securitização de ativos ganham enorme flexibilidade para alavancar processos especulativos, o que tem fomentado processos de reregulamentação adotados em países industrializados e em desenvolvimento, como no caso do FDICIA norte-americano.

Reregulamentação nos EUA

O abandono de políticas de "acionamento de crédito" implicou desarticular, como no caso dos países nórdicos, (ver item "Desregulamentação financeira e política macroeconômica", p. 89) a regulamentação preventiva. Isto porque as políticas de crédito dirigido, especialmente quando se apoiavam no redesconto do banco central, traziam embutida uma política preventiva, na medida em que as operações ativas dos bancos só eram refinanciadas quando seguiam a orientação oficial. No cenário atual, as preocupações com a regulamentação prudencial não mais devem ficar restritas ao sistema bancário, devendo abranger mercados cambiais, monetários, de bônus, ações e derivativos (Bröker, 1993:13). E a regulação só tende a ser efetiva se acompanhada de uma política macroeconômica coerente, garantindo um crescimento consistente dos mercados.

Abrangência mais ampla das políticas de regulamentação prudencial

No Brasil, permanecem indefinições no que se refere à regulamentação e supervisão dos diversos mercados. Não há, por exemplo, uma definição clara quanto à supervisão dos mercados de derivativos, tampouco existindo uma instância coordenadora das instituições reguladoras que atuam no mercado de capitais (CVM), previdência privada complementar (SPC - Secretaria de Previdência Complementar) e seguros (SUSEP - Superintendência de Seguros Privados). A tendência de surgimento de produtos híbridos entre os mercados de crédito, de capitais e derivativos, incluindo também os mercados de seguros e fundos de pensão, implicará estímulo ainda maior à conglomeração entre instituições destes segmentos em torno dos bancos múltiplos. Isso tende a aumentar o surgimento de "zonas cinzentas" para as entidades reguladoras.

Coordenação incipiente no Brasil

Conquanto nos mercados de bolsa (valores mobiliários e futuros) deva ser estimulada a auto-regulação, esta não prescinde de uma entidade pública supervisora, além de não abranger o mercado de balcão. Mesmo estimulando a auto-regulação, cabe ao governo estabelecer as linhas gerais para os participantes dos mercados, disponibilidade de acesso às informações das empresas que operam em bolsas, proteção ao investidor, fiscalização e penalidades e outros.

Auto-regulação não é suficiente

Órgãos de supervisão unificados em países desenvolvidos

Alguns países industrializados têm caminhado para um modelo institucional de fusão das entidades supervisoras. É o caso da Noruega, que em 1986 criou a Banking, Insurance and Securities Commission. Iniciativa similar foi adotada na Dinamarca em 1988, Suécia e Canadá. No Reino Unido, a tendência à conglomeração financeira levou à definição do "lead regulator". Tal princípio implica dar a uma das agências de regulamentação a coordenação da supervisão, a depender da atividade principal do conglomerado (OECD, 1992:36). Estes são, no entanto, casos isolados, tendendo a prevalecer a descoordenação e separação das agências de supervisão.

Isolamento dos ativos de conglomerados financeiros

No caso da conglomeração entre bancos e seguradoras, a preocupação principal é buscar estabelecer "portas de fogo" ("fire walls") entre os ativos das instituições, impedindo que ativos de má qualidade dos bancos sejam deslocados para as reservas técnicas da seguradora do grupo ou que credores do banco tenham acesso aos ativos da seguradora em caso de quebra daquele. Também podem existir limites à transferência de lucros intra-conglomerado (OECD, 1992:32).

Proposta de conselho de coordenação...

Um caminho possível para viabilizar um maior grau de coordenação entre as entidades de supervisão é apontado por Velloso (1991), que sugere a criação de um Conselho do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais, composto por uma câmara monetária e outra do mercado de capitais. Este Conselho teria como função principal considerar os efeitos da política econômica sobre o mercado e orientar as ações para seu desenvolvimento e exercer a função normativa de nível mais elevado, de modo mais coerente e coordenado. O conselho seria presidido pelo ministro da Fazenda e integrado pelo ministro do Planejamento, presidentes do Bacen e da CVM (sendo esta transformada em Superintendência do Mercado de Capitais), dirigentes destas instituições e representantes do mercado.

...com formato ampliado e independente.

Há dois reparos a essa proposta. Pelo que já foi exposto, entende-se necessário incluir no Conselho a representação dos órgãos supervisores dos setores de seguros, previdência complementar e mercados de derivativos. Por outro lado, seria mais adequado o formato adotado em 1994 para o CMN, que exclui os representantes do mercado, o que tornaria o Conselho um órgão de coordenação do poder executivo. O esforço de maior coordenação deve caminhar junto de uma maior autonomia para que as agências supervisoras possam implementar as diretrizes do Conselho e reforçar a fiscalização, reduzindo a ingerência política nestas instituições.

Mandatos independentes com fortalecimento da coordenação

Ao lado do debate relativo à independência do Banco Central, hoje mais voltado a seu aspecto administrativo (mandato independente da diretoria), há pleitos generalizados de esquemas mais autônomos de gestão em prati-

camente todas as instâncias públicas, da CVM aos bancos de fomento. Sem prejuízo do reforço da coordenação, entende-se ser o caso de analisar a hipótese de submeter à aprovação do Legislativo (Senado Federal) não só a aprovação dos dirigentes do Bacen, como das outras instituições federais e órgãos de supervisão. Eventualmente, a demissão destes dirigentes também poderia ser submetida à aprovação do Senado, implicando a concessão de mandato, com uma ressalva: que isto não significasse submeter estas instituições à lógica corporativista, criando-se reserva de mercado para funcionários de carreira. É necessário, cada vez mais, que reflitam uma política coordenada e coerente sob comando do governo.

A proposta descrita para constituição de uma instância de coordenação dos órgãos reguladores não deve se confundir com a política de fomento, que deve ficar diretamente a cargo das instituições financeiras públicas, envolvendo BNDES, BB, CEF, bancos regionais, além da Finep e Sebrae¹⁶. As políticas destas instituições também devem ser coordenadas, cabendo papel preponderante às duas principais. Embora a atividade de fomento nos segmentos de indústria e infra-estrutura no Brasil historicamente fosse associada ao BNDES, não se deve esquecer a importância do Banco do Brasil. Este tem tido um rol estratégico em atividades relacionadas o mercado de capitais, ao mesmo tempo em que sua ampla rede de agências o capacita a cumprir um importante papel no apoio a micro, pequenas e médias empresas, especialmente em cooperação com a Finep e o Sebrae.

Regulação deve ser independente do fomento

OS REQUISITOS DE CAPITAL DO BIS

Por meio da resolução 2.099 (17.08.94), iniciou-se no Brasil a implantação dos parâmetros de adequação de capital do BIS. Foi estabelecido que até abril de 1995 todas as instituições financeiras terão de ajustar-se aos requisitos definidos. A exceção ficará por conta das corretoras, que cumprirão 60% do estabelecido até esta data, com mais um ano para completar os níveis exigidos. Em caso de descumprimento, a instituição fica sujeita à liquidação extra-judicial.

Implantação tardia dos requisitos de capital do BIS no Brasil

A grande inovação desta resolução é a exigência de que o patrimônio líquido das instituições tem que ser compatível com sua estrutura de ativos, ponderado em termos de de risco, até 31.12.94. Os títulos federais têm ponderação de risco zero, enquanto os estaduais e municipais têm peso de 50%, assim como CDB, letras de câmbio, hipotecárias e imobiliárias de empresa não-ligada. Os títulos de renda variável e debêntures apresentam ponderação de 100% e as quotas de fundo de investimento, 50%. As operações com-

Ponderação por tipos de ativos...

16. Estas instituições poderiam participar do Conselho proposto, mas sem direito a voto, uma vez que não é coerente que instituições reguladas participem de um órgão regulador.

promissadas com qualquer título tem risco zero. Foram mantidos os atuais limites de alavancagem para operações compromissadas e critérios de diversificação.

...sem diferenciar riscos

Os critérios adotados não diferenciam risco de um mesmo instrumento emitido por banco ou empresa diversa, o que exigiria mecanismos de "rating". Assim penaliza-se determinados títulos (como debêntures) independentemente do risco de crédito do emissor (Andima, 1994:8).

*Requisitos de capital
insuficientes como
política de regulação
prudencial*

A adoção tardia do Acordo da Basileia no Brasil coincide com momento em que este expediente tem sofrido pesadas críticas, levando a propostas de reformulação, como destacado no item "Tendências da regulamentação e supervisão financeira", p. 96. Embora a implementação dos requisitos de capital tenha sido um marco na regulamentação prudencial no Brasil, ligada inclusive aos parâmetros a serem adotados nos países do Mercosul, de forma nenhuma deve ser vista como suficiente.

4 O financiamento da infraestrutura

No Brasil, a elevação dos gastos em infra-estrutura é a chave para estimular a recuperação do investimento privado, em função do grande impacto que projetos nas áreas de energia, transportes, saneamento básico e telecomunicações tem sobre os setores de insumos básicos e bens de capital sob encomenda. As informações da Tabela 4.1. mostram a queda do investimento público nos anos 80. De modo a garantir o crescimento sustentado, é necessário que haja recuperação de cerca de 8 pontos percentuais do investimento relativamente ao PIB (Pinheiro, 1994:3). No BNDES, estima-se que isto implicaria a necessidade de investimentos de infra-estrutura de US\$ 60 bilhões em cinco anos (Durão, 1994b:3).

Os elevados gastos necessários estão associados à forte deterioração dos estoques de capital existentes, principalmente em ferrovias e rodovias, dada a queda dos gastos de manutenção¹. No caso dos portos, as tarifas praticadas são de 3 a 6 vezes o nível observado em portos estrangeiros (Barat, 1993:9). O colapso dos investimentos de expansão e modernização ameaça gerar escassez de energia e água nos grandes centros urbanos.

A queda dos investimentos em infra-estrutura não é exclusividade do Brasil ou mesmo dos países em desenvolvimento². No contexto internacional, observa-se que a ascensão neoliberal, ao buscar orientar o processo econômico para a "oferta competitiva", em contexto de maior concorrência internacional e de redução do papel do Estado levou a uma diminuição nos gastos em infra-estrutura, dado o encurtamento dos horizontes das políticas públicas e a perda de espaço do planejamento (Davezies e Proud'homme, 1993:46). O maior comprometimento do gasto público com despesas ligadas à seguridade social, em função do envelhecimento populacional, por outro lado, tem comprometido sistemas de financiamento à infra-estrutura apoiados em recursos fiscais.

1. Estima-se que a redução de US\$ 1 em gastos de manutenção em estradas na América Latina implica gastos adicionais de US\$ 3 a 4 em função da necessidade de reconstrução prematura.
2. Nos países em desenvolvimento de renda média, o investimento público em infra-estrutura nos anos 80 representou cerca de 20% do investimento total, e cerca de 40% do investimento público, atingindo de 2 a 8% do PIB (média de 4%), para uma amostra de oito países. (World Bank, 1993:14).

TABELA 4.1

BRASIL
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO - 1970/92

(Em % do PIB)

PREÇOS CORRENTES						
ANO	Investimento Total	Investimento Total do Governo	Investimento das Estatais Federais	Investimento Privado	Outros	Preços de 1980
1970	18,83	4,42	2,84	11,36	0,21	20,57
1971	19,91	4,28	2,24	13,18	0,21	21,30
1972	20,33	3,88	3,65	12,58	0,22	22,20
1973	20,37	3,71	2,19	14,24	0,23	23,58
1974	21,84	3,86	4,11	13,59	0,28	24,67
1975	23,33	3,95	4,66	14,41	0,31	25,75
1976	22,41	4,03	6,56	11,43	0,39	25,01
1977	21,32	3,29	6,20	11,40	0,43	23,56
1978	22,26	3,15	8,02	10,31	0,78	23,52
1979	23,35	2,47	8,90	11,27	0,71	22,89
1980	22,78	2,35	4,30	15,25	0,88	22,78
1981	23,05	2,61	4,60	15,07	0,77	20,88
1982	21,81	2,39	4,60	14,26	0,56	19,36
1983	18,64	1,88	3,80	12,38	0,58	16,82
1984	17,66	1,99	2,80	12,62	0,25	16,17
1985	16,90	2,31	2,50	11,71	0,38	16,30
1986	19,03	3,07	2,20	13,12	0,64	18,63
1987	22,23	3,20	2,74	15,71	0,58	17,78
1988	22,72	3,16	2,57	16,40	0,59	16,93
1989	24,76	2,92	2,21	18,99	0,64	16,59
1990	21,56	3,47	1,60	15,81	0,68	15,83
1991	19,01	3,21	2,20	12,89	0,71	15,11
1992	19,08	3,47	2,20	12,68	0,73	14,50

FONTE: Bonnelli e Pinheiro (1994: 21)

Na última década, houve uma queda generalizada dos investimentos em infra-estrutura frente ao PIB nos EUA, Europa e Japão, com raras exceções (Espanha, Itália e Noruega). Nos EUA, estimativas indicam que seriam necessários investimentos de US\$ 800 bilhões em infra-estrutura até o final da década (Stevens e Michalski, 1993:7-10; Munnell, 1993:28). A deterioração da infra-estrutura passou a ser uma ameaça para a competitividade sistêmica, principalmente levando em conta a introdução de novas tecnologias nos segmentos de telecomunicações, energia e transportes.

Ao final dos anos 80 e início dos 90, houve uma redescoberta da infra-estrutura como aspecto crucial das políticas públicas, uma vez que a redução dos investimentos não decorreu unicamente das restrições financeiras e dos problemas conjunturais e estruturais enfrentados pelo Estado. A maior comple-

xidade de planejamento dos impactos econômicos, sociais e ambientais implicou a exigência de maior coordenação das iniciativas de política, criando a necessidade de planejar o espaço territorial de forma mais integrada (dentro do conceito de "l'aménagement du territoire") (Hieronymi, 1993:76-81).

A necessidade de levar em conta a complementariedade/substitutibilidade dos projetos, notadamente em transportes, trouxe como consequência a dilatação dos prazos. Os períodos de planejamento dos projetos passaram de dois a três anos para até 15 anos (Stevens e Michalski, 1993:15-18). Há um maior peso das esferas subnacionais (municípios e estados), frente ao crescimento das questões ambientais e de desenvolvimento regional, exigindo novas formas de consulta e interação com o público.

Na definição de um novo padrão de financiamento da infra-estrutura, é importante ter em mente dois condicionantes básicos que não estão presentes no caso da indústria. Em primeiro lugar, os riscos envolvidos em grandes projetos de infra-estrutura não permitem que, mesmo no caso de projetos privados, sejam utilizados os mesmos mecanismos de financiamento, tanto no que toca à repartição de riscos como na definição de garantias, como será abordado nos itens subseqüentes.

Por outro lado, a definição de novos formatos de "funding" para investimentos em projetos de infra-estrutura não envolve apenas a elevação do montante de recursos disponíveis. É preciso que o modelo de financiamento esteja em sintonia com um novo arcabouço institucional, em que o Estado assuma um papel mais marcante como planejador e regulador, reduzindo seu papel como investidor e provedor direto dos serviços públicos.

No Brasil, este duplo esforço é fundamental para viabilizar o crescimento dos investimentos em infra-estrutura. Um novo modelo de planejamento, gestão e regulação deve surgir a partir da aprovação, da lei de concessões de serviços públicos, com especificidades em função de cada um dos segmentos da infra-estrutura. A definição de mecanismos de "funding", por sua vez, dependerá igualmente de mudanças institucionais que sintonizem o financiamento de longo prazo com as tendências internacionais, em especial o processo de institucionalização da poupança e o crescimento do mercado de capitais.

O setor de infra-estrutura e a participação do setor privado

A retomada dos investimentos em infra-estrutura está diretamente ligada ao debate da *privatização*, na medida em que há uma tendência generalizada de aumento da participação privada na formação de capital no setor. Esta tendência tem sido marcante no caso de países em desenvolvimento,

Privatização da infra-estrutura em ritmos diferenciados...

notadamente na Ásia e América Latina, mas também vem crescendo na Europa, onde é maior a presença estatal na oferta de serviços públicos se comparada ao padrão norte-americano. Os ritmos diferenciados do processo em termos regionais também são acompanhados por graus diversos de participação privada no que se refere aos diferentes segmentos da infra-estrutura, sendo ela mais destacada em energia elétrica e telecomunicações.

Vale destacar que este movimento não é meramente resultante de uma ótica neoliberal ou uma receita programática oriunda do "Consenso de Washington". Pelo contrário, o período de domínio das ideologias neoliberais esteve associado, como visto, ao declínio dos investimentos em infra-estrutura. Ao se definirem novos formatos de financiamento para o gasto em infra-estrutura, busca-se estabelecer novas parcerias público-privadas, especialmente por meio do instituto da concessão de serviços públicos. Não há, de um modo geral, transferência de patrimônio público ao setor privado (desestatização) como até o momento verificado no programa de privatização brasileiro (Moreira, 1994:99).

Em alguns casos, a participação privada tornou-se viável já que desenvolvimentos no plano tecnológico permitiram reduções significativas no nível mínimo de investimento. Em outros, tornou-se possível separar diversas etapas da provisão do serviço ("unbundling"), garantindo a participação privada nas fases passíveis de competição, ficando a cargo do Estado aquelas ainda com características de monopólio natural.

A participação privada não é panacéia ou "a" solução do problema, como advogam os neoliberais. Deve ser sujeita a mecanismos de regulação, o que exige um papel ativo por parte do Estado. Ela pode ser sobretudo uma forma de introduzir a concorrência e o estímulo à eficiência na provisão do serviço público.

AS MUDANÇAS NO CONCEITO DE MONOPÓLIO NATURAL E O CONCEITO DE "UNBUNDLING"

As elevadas escalas de inversão e a estrutura de custos marginais decrescentes sempre foram as justificativas de livro-texto para a forte presença do Estado no segmento de infra-estrutura. As mudanças tecnológicas e a necessidade de novas formas de financiamento e gestão mudaram significativamente este cenário. A desvinculação e a separação entre as diversas etapas de fornecimento do serviço de utilidade pública ("unbundling") tornaram viável que na parte ou no todo ele possa ser prestado em bases competitivas. É o caso da separação entre geração, transmissão e distribuição em energia, redes locais e interurbanas em telecomunicações e infra-estrutura de trilhos,

...é movimento estrutural associado a novas parcerias público-privadas

Redução das economias de escala ...

... introdução da concorrência e regulação

Tecnologia e desregulamentação permitem o 'unbundling'...

estações e sinalização do serviço de transporte em ferrovias. Por meio da tecnologia e desregulamentação, foi possível separar atividades monopolistas das que não são como, por exemplo, a geração independente de energia por meio de turbinas à gás.

...facilitado pelo aperfeiçoamento da tarifação

Ao mesmo tempo, houve uma sofisticação das técnicas de tarifação ("pricing"). Muitos serviços não eram cobrados por ter custo marginal de oferta desprezível, por problemas técnicos de mensuração ou mesmo por não haver congestionamentos na utilização do serviço (como estradas). As técnicas de mensuração do uso de serviços públicos, contudo, têm se sofisticado, levando à definição dos "bens de clube" ("club goods"). Estes são bens públicos em que vale o princípio da exclusão, sendo possível apropriar ao consumidor o custo de utilização do serviço, como no caso de estradas, pontes e túneis com pedágio³ (World Bank, 1994: 22, 33-34,52; Rothengatter, 1988:60).

Limitações do subsídio cruzado

A integração vertical das diversas fases de provisão do serviço público justificava-se, além das dificuldades de tarifação, pela necessidade de constituição dos subsídios cruzados entre atividades rentáveis e não-rentáveis e mesmo entre regiões geográficas, levando à formação de grandes empresas públicas monopolistas. O subsídio cruzado, no entanto, é uma forma imperfeita de se distribuir renda, na medida em que as tarifas progressivas ou subsidiadas não são constituídas relativamente à renda e sim ao consumo (World Bank, 1994:52-53). Desta forma, tarifas progressivas possuem limitações semelhantes aos impostos indiretos, em que alíquotas diferenciadas entre produtos essenciais e supérfluos não garantem por si a progressividade global do sistema tributário. A progressividade deve ser buscada por meio da tributação direta e concessão de subsídios. Neste sentido, têm se desenvolvido experiências em que há alocação direta de recursos orçamentários para que consumidores paguem pelos serviços públicos mediante cupons, como no Chile, o que significa dar subsídios diretamente em relação à renda (Rezende e Paula, 1993:10-11).

Setor privado e concorrência...

Nos casos em que permanece o monopólio natural, pode haver concorrência na definição do grupo privado que irá obter concessão, na medida em que haja processo seletivo entre empresas para se habilitarem ao fornecimento do serviço. A introdução do setor privado na gestão de empreendimentos de infra-estrutura é sobretudo uma forma de garantir a introdução da concorrência, o que torna fundamental a regulamentação (Kay, 1993:66-67). A presença do setor privado traz a necessidade de novas formas de participação dos usuários no projeto e gestão da atividade de infra-estrutura (World Bank, 1994:8).

3. Mecanismos automáticos de cobrança de pedágio via células fotoelétricas e débito direto em conta bancária têm reduzido os custos e aumentado a eficiência de cobrança de pedágio, apontando para possível uso em vias urbanas.

Na medida em que há um esforço em dissociar e submeter à concorrência as diversas etapas da provisão dos serviços de infra-estrutura, o papel do Estado assume novos contornos, especialmente na regulação mas também no apoio financeiro ao investimento, aspectos fundamentais para o sucesso da participação privada. A presença pública continua essencial também para a proteção ambiental, combate à pobreza, subsídios com fins delimitados, critérios de fixação das tarifas, regulação e planejamento econômico, social, ambiental e setorial (World Bank, 1994:73,84).

...com novas atribuições do Estado

O PAPEL DO ESTADO E A RELAÇÃO PÚBLICO/PRIVADA

Estima-se que os países em desenvolvimento investem em média US\$ 200 bilhões/ano em infra-estrutura. Destes, somente US\$ 15 bilhões são de responsabilidade do setor privado. Esta participação (cerca de 7%) tenderia a dobrar até o ano 2000, sendo maior do que a média em países da América Latina e nos setores de energia e telecomunicações (World Bank, 1994:93).

Necessidades elevadas de investimento em países em desenvolvimento...

Há uma série de problemas em empresas públicas atuando em infra-estrutura nos países em desenvolvimento. Manutenção inadequada, custos elevados, empreguismo, falta de autonomia gerencial e de transparência e grau reduzido de prestação de contas à sociedade ("accountability"). A inadequada estrutura de custos e de fixação das tarifas inibe o investimento e cria excesso de demanda pelo bem ofertado ou serviço prestado (World Bank, 1994:4-5). Por outro lado, estudos mostram que o setor privado tem se tornado crescentemente mais eficiente na gestão, com excelência de recursos humanos cada vez menos concentrada em órgãos públicos (Davezies e Proud'homme, 1993:49-50).

...e ineficiência associada à gestão pública

De modo paradoxal, contudo, a necessidade de buscar soluções de mercado e o envolvimento privado implica um papel mais atuante para o governo, já que o ingresso do setor privado em infra-estrutura se dá de forma lenta. Cabe ao Estado estimular esta participação via garantias, base legal e regulatória adequada e aumento do fluxo de informações e transparência (Stevens e Michalski, 1993: 19). Um setor público eficiente é condição fundamental para o envolvimento privado. Somente por meio de um planejamento integrado é possível reduzir os riscos associados a projetos de alto valor e retorno financeiro lento. É necessário que o aparato de regulamentação seja consolidado antes do envolvimento privado, de preferência com estrutura independente e não em uma burocracia geral. Estes órgãos devem ser também monitorados para evitar a possibilidade de "captura" do regulador pelo regulado⁴. Também é fundamental organizar a participação dos

Papel do Estado na nova parceira com o setor privado...

4. No caso da Inglaterra, criou-se uma entidade de auditoria que atua na fiscalização das agências independentes de regulamentação dos monopólios de serviços públicos (telecomunicações, água, energia) (World Bank, 1994:67).

consumidores no processo de regulação, a exemplo do existente na França, Reino Unido e EUA (World Bank, 1994:71).

O crescimento das parcerias não exclui a necessidade de se buscar o aumento da eficiência do setor público. Isto envolve reduzir a interferência não-comercial nas empresas estatais, estabelecimento de tarifas realistas e uso de contratos de gestão, para melhorar produtividade e transparência. No caso da Coréia do Sul, a prática de contratos de gestão (oriunda da França) avançou, com estabelecimento de metas financeiras e físicas anuais, metas estratégicas e de P&D. A avaliação é feita por auditoria independente, com a publicação dos resultados na imprensa. Também há incentivos para a direção e empregados, baseados em performance (World Bank, 1994:34, 43-44).

Do lado privado, o interesse em parcerias em projetos de infra-estrutura nos países em desenvolvimento está associado ao movimento de internacionalização de empresas de construção e operadores de projetos privados, que enfrentam concorrência aumentada em seus mercados domésticos (World Bank, 1994:92). De um modo mais geral, também, liga-se à internacionalização de empresas prestadoras de serviços de consultoria e jurídicos, fundamentais nos projetos com financiamento internacional. Muitas empresas construtoras, como as japonesas, montam pacotes completos de investimento em infra-estrutura, (incluindo financiamento), podendo inclusive participar acionariamente dos empreendimentos (Tiong, 1991:6-10). Isto também ocorre com fabricantes de equipamentos, como a General Electric, que possui subsidiária de participações em projetos de energia elétrica (Strzelecki, 1990:1-2).

A CONCESSÃO DE SERVIÇO PÚBLICO AO SETOR PRIVADO

A concessão de serviços públicos à iniciativa privada tem suas origens em experiências no século XIX e décadas iniciais do século XX, sendo o Canal de Suez um dos exemplos mais significativos. Ao final da Segunda Guerra Mundial, contudo, caiu em desuso, com tendência de criação de empresas estatais monopolistas. A exceção ficou por conta dos EUA, onde experiências de "project financing" a partir da iniciativa privada foram freqüentes em energia, saneamento, pontes, túneis e estradas (Augenblick e Custer Jr., 1990:2; Amsler, 1993:165).

O renascimento da concessão ao setor privado vai implicar um maior apoio do governo no financiamento e mesmo na operação se comparado à experiência do início do século, além de maior presença de regulação e planejamento. A presença do setor privado em investimentos e na gestão de empreendimentos em infra-estrutura não se configura meramente como uma forma de ala-

...incluindo maior eficiência das estatais

Privatização e internacionalização no setor serviços

Origem da concessão de serviços públicos ao setor privado...

...e maior presença do Estado no modelo atual

vancar recursos ou mero modismo, mas também representa uma nova forma de inserção do Estado na economia. O formato das parcerias entre os setores público e privado depende da propriedade dos ativos fixos do projeto, comportando diversos modelos.

No caso de haver propriedade e gestão pelo setor privado, trata-se de empresa privada monopolista (como no Reino Unido e Chile, por exemplo) que exigem a constituição de entidades de regulação. Se houver propriedade pública e gestão privada, entra-se no terreno da concessão, com dois tipos básicos: "leasing" de equipamentos públicos (quando o Estado constrói o empreendimento que é arrendado ao setor privado, mas sem a opção de compra dos ativos) e projetos BOT ("Build, Operate and Transfer", conceito a ser aprofundado no próximo item). O "leasing" é concessão para exploração de serviço público, enquanto o BOT é concessão de obra pública e exploração (World Bank, 1994:ix,9). Os prazos comuns para concessão em regime de BOT são de 30 anos para rodovias e 15 em geração de energia (30, se hidroelétrica). Há cerca de 37 países em desenvolvimento com experiências em "leasing" e BOT, sendo 18 deles de renda baixa (World Bank, 1994:60).

BOT e 'leasing' de equipamentos públicos

Em termos globais, as Tabelas 4.2 e 4.3 mostram que cerca de 150 projetos de infra-estrutura administrados pelo setor privado foram estruturados desde o início dos anos 80 até outubro de 1993, no valor aproximado de US\$ 60 bilhões. Nesta última data havia cerca de 358 projetos em fase de montagem, com mais de 50% correspondendo a países de renda média e 20% em países de renda baixa. Do ponto de vista setorial, a maior parte dos projetos é de transporte, mas também tem destaque o setor de energia e saneamento.

Expansão de empreendimentos sob concessão ao setor privado...

Os países mais ativos na promoção de projetos privados de infra-estrutura são Argentina, Malásia, México, Filipinas e China. Os países asiáticos se sobressaem, com 150 dos 250 projetos em fase de montagem de países em desenvolvimento de média e baixa renda, sendo que 50 deles são na China, especialmente em energia, saneamento e estradas⁵. Também deve ser destacado o Paquistão, onde um projeto de US\$ 1,8 bilhão criará uma das maiores centrais privadas de geração de energia do mundo (World Bank, 1994:95-96).

...especialmente na Ásia

No Brasil, a concessão de serviços públicos a empresa privada estrangeira foi a forma que assumiu o desenvolvimento da infra-estrutura nos primórdios da industrialização, viabilizado pelo financiamento externo via mercado de capitais e para importação de equipamentos. Este modelo foi substituído após

Crise do modelo de concessão a empresa pública no Brasil

5. O uso intenso de parcerias com o setor privado em um país comunista é apoiado na posição pragmática do governo chinês, expressa em frase de seu líder Den Xiao Ping: "que importa se o gato é branco ou preto se ele come o rato". (Djian, 1993:78).

a Segunda Guerra Mundial pelos serviços providos diretamente pelo Estado e, posteriormente, pelo estatuto da concessão a empresas públicas. O financiamento se deu via recursos fiscais e parafiscais e créditos externos, apoiando-se crescentemente na produção doméstica de bens de capital (Rangel, 1987b:5-10). O modelo esgotou-se com a crise financeira do Estado, na medida em que o setor público deixou de ter a possibilidade de mobilizar recursos financeiros por meio do aval do Tesouro. Estaria aberto o caminho para um modelo de concessão ao setor privado nacional, com o apoio financeiro oriundo do mercado de capitais interno (Rangel, 1987b:10).

"Project financing": a estrutura financeira

'Project financing'...

A viabilidade de projetos de infra-estrutura construídos e operados pelo setor privado envolve um conceito particular de financiamento, conhecido por "project financing" ou "project finance", termo que pode levar a uma impressão errônea se não for bem definido:

TABELA 4.2

"PROJECT FINANCING" EM INFRA-ESTRUTURA: PROJETOS FUNDEADOS E EM ESTRUTURAÇÃO (OUTUBRO DE 1993)

(Em US\$ bilhões)

Grupo de países	Nº de projetos		Valor total dos projetos		Valor médio dos projetos	
	Fundeados	Em estruturação	Fundeados	Em estruturação	Fundeados	Em estruturação
Mundo	148	358	63,1	235,4	0,44	0,71
Renda alta	64	107	34,3	112,0	0,54	1,05
Renda média	77	179	25,7	77,1	0,33	0,43
Renda baixa	7	72	3,1	46,3	0,44	0,64

FORTE: World Bank (1994:95)

TABELA 4.3

"PROJECT FINANCING" EM INFRA-ESTRUTURA: PROJETOS FUNDEADOS POR SETOR (OUTUBRO DE 1993)

Grupo de países	Nº de projetos fundeados	Distribuição percentual dos projetos					
		Total	Eletricidade	Transporte	Água e infra-estrutura ambiental	Telecomunicações	Outros
Mundo	148	100	13	60	16	2	10
Renda alta	64	100	8	48	25	2	17
Renda média	77	100	16	69	10	3	3
Renda baixa	7	100	29	57	0	0	14

FORTE: World Bank (1994:95)

"Financiamento de projetos" não é uma tradução adequada de "project finance", ou "limited recourse lending". "Project finance" é mais do que financiar um projeto. Na medida em que se tornar uma técnica mais difundida na comunidade financeira da América Latina, talvez um termo mais apropriado surja. (Traverso, 1994:4)

O "project financing" implica sobretudo uma *mudança no perfil de risco* do projeto e não meramente uma forma de "financiar um projeto". Isto está associado especialmente às garantias prestadas pelos empreendedores *privados* que tomam financiamentos bancários e captam nos mercados de capitais para viabilizar o projeto.

...difere de 'financiar um projeto'

Se um projeto é empreendido por empresa pública, os financiamentos obtidos têm a garantia (aval) do Tesouro, garantidor em última instância por meio do seu poder legal de tributar. Isto em princípio reduziria o risco de crédito para os bancos e credores em geral, tendo em vista que é associada ao governo uma fonte de receita permanente (a arrecadação tributária).

Aval do Tesouro reduz riscos

Emprestaríamos para o governo mesmo que pensássemos que ele iria queimar o dinheiro ou mandá-lo para o espaço e de fato emprestamos por ambos os motivos. Não é relevante na análise do projeto que o capital seja aparentemente barato para o setor público porque o governo é um bom risco de crédito e esse risco de crédito não está relacionado ao risco do projeto (Kay, 1993:63).

O divisor de águas é saber qual o "recurso" ("recourse") que o credor tem caso o projeto fracasse, o que remete à definição de garantias. Se o financiamento de projeto de infra-estrutura conta com garantia *pública* sobre todo o valor, na forma de aval do Tesouro, ele é dito "full-recourse", pois possui uma garantia que independe do desempenho do projeto em si. No extremo oposto estaria um financiamento "non-recourse", em que o empréstimo estaria unicamente amparado no fluxo de caixa a ser gerado pelo projeto. Em outras palavras, o financiamento não teria garantia real ou fidejussória, aproximando-se de uma operação de risco (participação acionária).

'Full-recourse' e 'non-recourse'

Os financiamentos feitos ao setor privado em infra-estrutura tipicamente não têm uma garantia pública "full-recourse". Ao mesmo tempo não podem, em geral, ser garantidos pelo patrimônio do projeto, quer por obstáculos legais, quer pelo fato dos ativos serem ilíquidos. Não há tampouco garantias prestadas a partir do patrimônio dos acionistas (pessoal ou empresarial), o qual na maioria dos casos seria insuficiente para cobrir projetos de alto volume de inversão. Face ao risco associado a financiamentos "non-recourse", desenvolveram-se práticas nas quais há garantias limitadas prestadas por seguradoras, construtoras, e mesmo governamentais (mas não na forma do

Risco do 'non-recourse'...

aval do Tesouro), conduzindo ao conceito de "limited recourse lending", que é um sinônimo de "project financing" (Traverso, 1994:4).

...conduz ao 'limited recourse'

A característica distintiva do "limited recourse" é que o crédito bancário concedido é garantido pelo fluxo de caixa do projeto e *pela sua base contratual*, que busca distribuir o risco entre os vários participantes do empreendimento. Não há uma análise da capacidade de crédito dos acionistas, cuja responsabilidade frente ao empréstimo limita-se a sua participação no capital integralizado no projeto. Em compensação, o risco dos bancos é limitado sob vários aspectos, especialmente a partir da preferência do serviço da dívida no fluxo de caixa gerado, existência de uma forte base de seguros e garantias públicas, aspectos abordados a seguir. Vale destacar que os bancos multilaterais que financiaram projetos de infra-estrutura nos anos 70 sempre trabalharam com créditos ligados a projetos, os quais eram analisados do ponto de vista de sua viabilidade econômica e financeira. Mas não se pode neste caso falar em "project financing" uma vez que havia a garantia soberana (dos Tesouros), implicando a existência do "full-recourse" (Traverso, 1994:4).

Sociedade de propósito específico e isolamento de riscos

Para as empresas que participam do capital do empreendimento, os financiamentos "limited recourse" obtidos não oneram seus balanços (sendo "off-balance-sheet"), o que preserva a sua capacidade de endividamento em outras atividades. Isto porque constitui-se uma sociedade de propósito específico ("special purpose corporation"), a qual é a responsável pela contratação dos financiamentos. Os credores só têm o direito de executar a SPC e seus ativos, mas não seus acionistas ou o governo (World Bank, 1994:94-95; Augenblick e Custer Jr., 1990:3).

Crédito racionado frente à aditividade do aval do Tesouro...

No caso dos países desenvolvidos, o aval do Tesouro em empréstimos para projetos em infra-estrutura implica reduzir riscos e taxas de juros frente à alternativa do "project financing". No entanto, o volume deste tipo de financiamento ao setor público é limitado, por dois motivos: (i) em geral, os projetos públicos em infra-estrutura têm uma taxa de retorno mais baixa, por considerações de retorno social, e (ii) dada a capacidade limitada de crescimento das receitas tributárias e a aditividade dos avais concedidos, a garantia pública não pode ser concedida indefinidamente sem acarretar riscos crescentes (independentemente da ocorrência de (i)), especialmente se há estrangulamentos estruturais ao gasto público, em função da elevação do peso relativo das despesas com a seguridade social.

...contra riscos não aditivos no 'project financing'

Já para o setor privado, com financiamentos "limited recourse", ocorre o inverso. A taxa de juros dos empréstimos é mais elevada, mas a capacidade de endividamento é ilimitada, desde que existam projetos rentáveis. O fato do financiamento vincular-se a projetos e não à capacidade de pagamento de

empresas e Tesouros faz com que o risco de crédito não seja aditivo, como no caso do financiamento a governos (Kay, 1993:64).

Em um contexto de crise das finanças públicas e perda de capacidade de endividamento do setor público, a busca de parcerias com o setor privado pode ser a única saída para estruturar pacotes financeiros, como já destacado por Ignácio Rangel. A crise dos países em desenvolvimento de renda média no início dos anos 80 e a situação de ociosidade de grandes empresas internacionais de construção foram, neste sentido, fatores que impulsionaram a introdução do conceito de "project financing" nestes países, por meio do modelo BOT e derivados.

*Crise da dívida externa
impulsionou modelo BOT*

O MODELO BOT ("BUILD, OPERATE AND TRANSFER")

O modelo BOT surgiu na Turquia em 1984, a partir do conceito de "project financing" já existente em países desenvolvidos, como nos EUA. A sua concepção, no entanto, foi mudando ao longo do tempo. Em trabalhos mais antigos (em geral escritos até 1990), o modelo BOT é definido como um esquema de financiamento específico para países em desenvolvimento, onde os maiores riscos envolvidos exigiriam algum tipo de garantia pública, impedindo financiamentos "non-recourse". Embora não concedendo garantia de primeira linha (aval do Tesouro), o Estado prestaria garantias de segunda linha, como garantia cambial (taxa e transferência de divisas ao exterior), subsídios, linhas de crédito "stand-by" ou garantia de compra do produto⁶ (Tiong, 1991:1-10; Prevot, 1989:1-3). Em particular, o BOT implicaria contornar os riscos associados ao crédito externo (risco cambial e de convertibilidade) em um contexto de retração dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento (Morris e Suratgar, 1988; Prevot, 1989; Augenblick e Custer Jr., 1990).

*Conceito original do
BOT..*

Nos documentos mais recentes, especialmente do Banco Mundial (World Bank, 1994), a distinção entre "project financing" e modelo BOT praticamente desaparece, por dois motivos. Há uma maior ênfase na idéia de "parcerias" entre os setores público e privado, entendendo-se que a presença do setor público pode ser uma forma eficiente de reduzir custos e aumentar a viabilidade do projeto. Isto significa privilegiar a modalidade do "limited recourse" frente ao "non-recourse", uma vez que este último gera riscos e custos financeiros mais elevados, mesmo no caso de países desenvolvidos.

*...e sua aproximação
recente com o 'project
financing'...*

6. Em consequência, o conceito de "limited recourse" seria meramente a adição de garantias públicas ao "project financing", não envolvendo toda a base contratual (pública e privada) mencionada no item anterior.

QUADRO 4.1

O MODELO BOT E VARIANTES

O BOT é um arranjo de capital e dívida voltado para a implantação ("build") de empreendimentos intensivos em capital e geradores de receita, resultando esta última na garantia dos empréstimos contratados. O empreendimento, construído em regime de concessão, é operado ("operate") pelo setor privado e transferido ("transfer") ao governo findo o prazo estabelecido.

Podem haver empreendimentos em que não há transferência do ativo ao final, nos quais funcionaria o esquema BO ("build and operate"). É o caso de projetos em que o ativo se esgota (extração de petróleo) ou quando o governo estabelece um monopólio privado (como no Reino Unido). Neste segundo caso, pode-se falar em BOO ("build, own and operate"), já que a propriedade dos ativos fica com a empresa operadora.

A propriedade ou não dos ativos do projeto pela sociedade concessionária também possibilita variações do modelo original. Por vezes, a propriedade dos ativos é legalmente transferida ao concessionário para viabilizar parte da garantia do financiamento, com que se chega ao BOOT ("build, own, operate and transfer"). Mas neste caso a propriedade retorna ao governo após extinto o prazo da concessão.

Em outros casos pode ocorrer o contrário: a propriedade não é desejada para não constar dos ativos dos acionistas, especialmente por motivos fiscais. Pode-se falar em BTO ("build, transfer and operate"), com os ativos sendo transferidos ao governo após a construção, fazendo-se em seguida um arrendamento ("leasing") para a empresa privada. Se o arrendamento envolve um ativo público já construído, a ser melhorado ou aumentado, fala-se em LDO ("lease, develop and operate") ou em "wraparound addition" (Steckler et alii, 1993:1; Prevot, 1989:1-3).

...com as mudanças recentes do fluxo internacional de capitais.

Ao mesmo tempo, as mudanças significativas no movimento internacional de capitais nos anos 90, com o crescimento de investimentos de portfólio em mercados emergentes, reduziram o risco de transferência de divisas associado aos países em desenvolvimento de renda média, diminuindo a principal diferença entre as definições de BOT e "project financing", que praticamente viraram sinônimos.

'Project financing' e reativação dos empréstimos de longo prazo a países em desenvolvimento

Não obstante, permanece válida a tese de que o "project financing" tende a ser o formato predominante mediante o qual se recuperarão os créditos sindicalizados⁷ para os países em desenvolvimento⁸. O "project financing",

7. Os créditos comerciais de curto prazo e securitização de exportações (médio prazo) são as outras modalidades de financiamento a países em desenvolvimento vigentes. Neste último caso, as operações são estruturadas no conceito de "asset-backed" (Collins et alii, 1993:43).
8. Um dos primeiros empréstimos voluntários de longo prazo concedidos por bancos internacionais à América Latina destinou-se a um projeto privado de geração de energia em Cartagena, Colômbia, no valor de US\$ 71 milhões, em janeiro de 1993 (House, 1994:49).

neste sentido, é uma tentativa dos bancos de utilizar novas estruturas financeiras, com ênfase na repartição e diversificação de riscos. Este movimento é reforçado pela maior sensibilidade dos bancos aos riscos de mercado, especialmente após perdas em outras atividades, como em crédito imobiliário. O lento crescimento da base de depósitos e a implementação dos requisitos de capital do BIS têm, adicionalmente, restringido a elasticidade do crédito bancário de longo prazo. (Collins *et alii*, 1993:42).

O modelo BOT comporta variantes em função da transferência ou não do patrimônio público e particularidades do setor ou projeto (Quadro 4.1).

Variantes do BOT

A eliminação da garantia pública aos financiamentos em infra-estrutura, passando do "full recourse" ao "non recourse" eleva o risco de crédito para os bancos, podendo inviabilizar a concessão dos empréstimos ou aumentar o "spread" de risco. O conceito de "project financing" ou "limited recourse" busca justamente superar este constrangimento, alterando a natureza do risco e repartindo-o entre acionistas, contribuintes, operadores, construtores e empresas de seguro. É necessário que haja um melhor monitoramento da execução e operação do projeto, com aumento de transparência do fluxo de informações a ele associado (Kay, 1993:22). A credibilidade do projeto repousa em sua base contratual, cuja montagem busca garantir que a empresa que opera o empreendimento (a sociedade de propósito específico ou *sociedade concessionária*) assuma apenas o risco comercial do projeto, ou seja, aquele associado à operação técnica do empreendimento (risco operacional) e à comercialização do produto ou serviço resultante (risco de mercado). Por extensão, os bancos credores ficam também somente expostos ao risco comercial.

Base contratual do 'limited recourse' transfere riscos

Por meio de uma série de contratos, a sociedade concessionária busca transferir os demais riscos para outras empresas, seguradoras e governo, a saber:

(i) contrato de concessão - feito com o poder público, é a base de todo o projeto, já que garante o fluxo de caixa, bem como obrigações e formas de ajuste da tarifa, dentre os aspectos mais importantes; a possibilidade de cassação da concessão pode ser usada como mecanismo de garantia, com credores assumindo o controle do empreendimento;

(ii) contrato de construção - feito pela sociedade concessionária (SC) com as empreiteiras, busca estabelecer um preço fixo e penalidades para estas no caso de descumprimento de prazos, custos e qualidade; pode prever um seguro caso seja necessário trocar as construtoras, de modo a que a SC não corra o risco da construção;

(iii) contrato de fornecimento - no caso de geração de energia, por exemplo,

o único cliente da SC pode ser empresa pública de distribuição; neste caso, o poder público fornece uma contragarantia por meio de um contrato de "take or pay", por meio do qual ele garante uma compra mínima, evitando o risco da empresa pública não pagar pela energia recebida; isso elimina o risco de mercado do projeto, permanecendo apenas o risco operacional;

(iv) contrato de abastecimento - pelos mesmos motivos do anterior, é feito um contrato em bases "supply or pay", garantindo um fornecimento de matéria-prima essencial ao funcionamento do projeto, como o carvão no caso de usina termoeletrica; caso o fornecimento seja interrompido, a garantia implica pagamento do custo de obtenção de fonte alternativa;

(v) contrato de operação - feito entre a sociedade concessionária e um operador especializado em gerir o projeto quando pronto, pode ter remuneração ligada ao desempenho e metas de produtividade; a sociedade concessionária, no entanto, continua a incorrer no risco operacional, juntamente com os bancos, a não ser que tal risco tenha cobertura por seguros;

(vi) seguros - podem ser feitos em função de queda de receita, de responsabilidade civil (cobrindo acidentados em estradas, por exemplo) ou mesmo de riscos políticos (ver item "O papel das garantias e seguros", p. 199);

(vii) contrato de acionistas - dá prioridade do serviço da dívida frente ao pagamento de dividendos; a sociedade por ações é o formato que deve ter a SC, para garantir a possibilidade de emissão de títulos e de modo que as ações sirvam de garantia aos financiamentos;

(viii) contratos financeiros - devem garantir o "status" da dívida em termos de prioridade no recebimento (sênior ou subordinada, ver item "A estrutura de capital e endividamento e o papel...", a seguir) e limitar a obrigação dos acionistas ao capital integralizado da SC;

(ix) garantias públicas - no caso de projeto que não gera divisas, a remessa de lucros e serviço de dívida externa depende da estabilidade do mercado cambial; se há contexto de instabilidade cambial, o governo pode fornecer garantias contra risco cambial e convertibilidade. Também pode fornecer garantia contra riscos "force majeure", ou seja, resultantes de catástrofes naturais, guerras, revoluções, expropriação e outros. O governo também pode estender linhas de crédito "stand-by" caso haja gastos imprevistos na construção ou exigências adicionais na área ambiental ou de segurança, por exemplo.

(x) contrato com o "trustee" - envolve uma instituição financeira que fará o controle dos recursos financeiros associados aos projetos, de modo a garan-

tir prioridade dos gastos operacionais e serviço da dívida, tendo poder de impedir desvio para outros gastos; o "trustee" em geral administra uma "escrow account", incluindo um fundo de reserva para amortização da dívida ver item "O papel das garantias e seguros", p. 199).

Somente após montada a base contratual e de repartição dos riscos é que a sociedade concessionária pode fechar as taxas de juros dos financiamentos, uma vez que só a partir daí se faz possível analisar os riscos do projeto.

A ESTRUTURA DE CAPITAL E ENDIVIDAMENTO E O PAPEL DOS ORGANISMOS INTERNACIONAIS E GOVERNOS

Como já abordado, a estruturação de projetos de infra-estrutura em parceria com o setor privado dentro do conceito de "limited recourse" difere de um projeto industrial pelo seu perfil de riscos. O Gráfico 4.1. (Davezies e Proud'homme, 50) apresenta a comparação entre os riscos associados a um projeto de infra-estrutura e um projeto industrial. Na fase de construção, o projeto de infra-estrutura é significativamente mais arriscado, uma vez que os custos incorridos são em geral irrecuperáveis ("sunk costs") no caso do projeto não ser terminado, pois não há valor econômico em uma obra inacabada. Na indústria, o período médio de construção é mais curto, sendo muitas vezes possível reverter para outro uso um projeto não completado.

Risco elevado de construção na infra-estrutura...

O inverso tende a ocorrer na fase de operação. Em geral tendo o perfil de empreendimento monopolista, os projetos de infra-estrutura têm baixo risco e fluxo de caixa mais estável. No caso da indústria, a rentabilidade tende a ser máxima nos anos iniciais, declinando paulatinamente com a maturidade do produto e surgimento de substitutos. O desafio do projeto em infra-estrutura, portanto, é superar o período de construção e garantir um prazo dilatado para amortizar o serviço da dívida com o fluxo de caixa a ser gerado, quando o projeto entra em operação. É muito clara aqui a utilidade dos conceitos keynesianos de "finance" e "funding". O "finance" necessário para viabilizar a construção só pode ser obtido se houver perspectiva de consolidação deste endividamento em uma estrutura de passivos de longo prazo, o "funding".

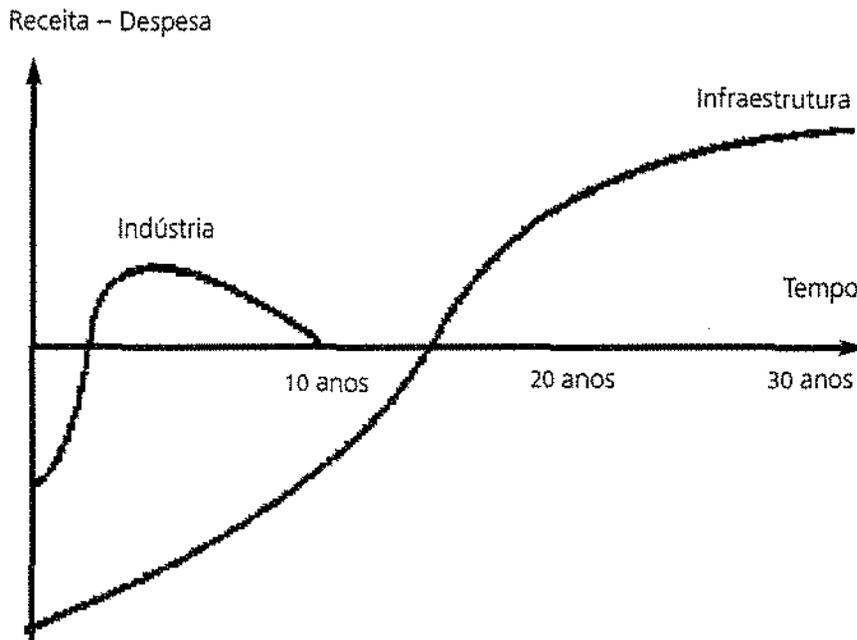
....compensado pelo fluxo estável de rendimentos na operação

Em função do complexo processo de repartição de riscos e das escalas elevadas de investimento se comparadas a grande parte dos projetos industriais, a estrutura de financiamento para projetos de infra-estrutura sob controle privado tende a envolver diversos tipos de "funding", entre capital, dívida bancária, títulos securitizados, linhas de crédito "stand by" e seguros. Em países em desenvolvimento, a presença de instituições financeiras de

Composição diversificada de 'funding' inclui fontes internacionais e públicas...

GRÁFICO 4.1

INDÚSTRIA E INFRA-ESTRUTURA: PERFIL TEMPORAL DA RECEITA LÍQUIDA



Fonte: Davezies e Prud'Homme (1993: 50)

fomento é um aspecto decisivo para o sucesso dos empreendimentos desse tipo, o que envolve o apoio de bancos de fomento locais e agências multilaterais e bilaterais, além de fundos financeiros específicos.

A tarefa tanto para o setor público como para o setor privado é encontrar maneiras de direcionar poupanças privadas diretamente para os tomadores de risco ["riskbearers"] privados que estão fazendo investimentos de longo prazo em projetos de infra-estrutura - projetos que têm características variadas e para os quais nenhum mecanismo isolado de financiamento é apropriado. (World Bank, 1994:10)

...com três camadas

Pode-se dizer que, de um modo geral a estrutura típica de financiamento envolveria três camadas ("layers") de recursos, as quais são hierarquizadas em termos de risco e remuneração recebida.

Base diversificada de acionistas...

O capital integralizado pelos acionistas da sociedade concessionária é um requisito indispensável na viabilização do "funding" necessário para a fase de construção. É ele que representa o comprometimento dos empreendedores com o projeto, em geral envolvendo de 10 a 30% dos recursos

necessários (Augenblick e Custer Jr., 1990:9-12). O importante é que o capital dê segurança aos bancos credores de que há um comprometimento efetivo dos patrocinadores do projeto com os riscos envolvidos. A base de acionistas deve ser ampla, compreendendo os promotores, construtores e operadores do empreendimento, os quais passam a depender da produtividade e eficiência com que ele é construído e gerido. A credibilidade do projeto é aumentada se houver participação de organismos internacionais e mesmo dos próprios bancos financiadores (Prevot, 1989:16-27).

A escassez de recursos, por sua vez, leva a que os próprios governos ou as entidades públicas participem do capital dos projetos. Se isto for o caso, é importante garantir que o Estado não tenha poder decisório, de modo a evitar a interferência política. A presença pública deve ser minoritária e dentro de uma ótica voltada para garantir a viabilidade comercial do projeto, buscando inclusive comprometê-lo em reduzir o risco associado a mudanças tributárias, tarifárias e outros (Mathrani, 1990:5).

...pode incluir participação minoritária pública

A segunda camada é constituída pelo comprometimento dos bancos com o "project financing", que se dá por meio da dívida sênior. Isto significa que esta dívida tem seu serviço priorizado frente a outros créditos e ao pagamento dos dividendos dos acionistas. Como o risco de crédito é mais reduzido frente às demais camadas de financiamento, as taxas de juros são menores e não há participação nos resultados da "project company" (Gerardin, 1993:15-16). Nesta camada de dívida, o apoio de organismos multilaterais e bilaterais é fundamental, como será visto adiante.

Dívida bancária senior

Existe uma série de instrumentos financeiros possíveis no espaço compreendido entre o capital próprio e a dívida bancária sênior, compondo a terceira camada. O principal deles é a dívida subordinada, cujo serviço só é feito após os pagamentos associados à dívida sênior. Isto permite que esta modalidade possa ser incluída como integrante da base de capital do projeto, uma vez que não gera prioridade frente aos juros pagos aos bancos em empréstimos integrantes da segunda camada⁹. Por outro lado, a dívida subordinada tem prioridade frente ao pagamento de dividendos, sendo útil também como forma de participação dos governos nos projetos. Há outras opções no espaço intermediário entre ações e dívida, como o uso de títulos envolvendo prêmio associado à rentabilidade do projeto (item "A emissão de títulos securitizados e os investimentos institucionais", a seguir).

Dívida subordinada e títulos com prêmio de risco

Um exemplo de um projeto na área de energia compara a rentabilidade das diversas modalidades descritas, mostrando a combinação entre prazo e risco.

Encargos refletem riscos e prazos

9. A dívida subordinada é muito usada por empresas "holdings" norte-americanas para investimentos no exterior, uma vez que são impedidas de adquirir ações "off-shore" (Strzelecki, 1990:24).

A taxa de retorno exigida por investidores externos é de cerca de 25 a 35% a.a. em contrato de 15 a 20 anos. A dívida senior (prazo de 10 a 15 anos), pela sua prioridade nos pagamentos, teria taxa de 10 a 14% a.a., enquanto a dívida subordinada (8 a 12 anos) ficaria com 12 a 16% a.a., apesar do prazo menor. O título ligado ao resultado do empreendimento teria um "coupon" mais baixo (8% a.a.), com rentabilidade completada por prêmio, de modo a chegar a 16 a 18% a.a, dado que tem prioridade somente sobre o pagamento dos dividendos dos demais investidores. (Strzelecki, 1990:22). As margens de segurança dos empréstimos implicam que o fluxo de caixa líquido deva cobrir de 1,8 a 2,5 vezes o serviço da dívida ao longo de todo o projeto e de 1,3 a 2,5 vezes durante a vigência do empréstimo. (Sarmet, 1993:65).

Atuação do Banco Mundial

Na estruturação financeira de grandes projetos de infra-estrutura, o apoio dos organismos multilaterais é um aspecto importante, não só pelos recursos aportados, mas também pelo papel técnico desempenhado, que aumenta a credibilidade do projeto, reduzindo o custo dos financiamentos. O Banco Mundial até o momento só financia governos, não podendo financiar empresas privadas. Mas tem sido muito ativo em conceder empréstimos a governos que repassam os recursos aos empreendedores privados ou fornecem linhas de crédito "stand-by". O Banco Mundial, recentemente, passou prestar garantias a empréstimos comerciais ligados a projetos de infra-estrutura (ver Quadro 4.2) e também pode fazer empréstimos para financiar a parcela dos governos na constituição de fundos de financiamento e prestação de garantias em projetos privados (Augenblick e Custer Jr., 1990:46; Elwan, 1990:13).

IFC e a criação de fundos especializados

O apoio direto a projetos de infra-estrutura privados é feito pela IFC, subsidiária do Banco Mundial que opera somente com o setor privado. Além de promover estudos de viabilidade e promover consultorias a governos, a IFC atua via aporte de capital, empréstimos, "underwriting" e derivativos. Outra área de atuação é o apoio à criação de fundos especializados em inversão em ações e outros títulos. A IFC já participa de um fundo para investir em ações de projetos privados de energia na Ásia e América Latina, criado conjuntamente com a Soros Fund Management e a General Electric, com capital inicial de US\$ 500 e meta de alcançar US\$ 2,5 bilhões (Augenblick e Custer Jr., 1990:46; Greig, 1993:79,80; Edwards, 1995:109). No segmento de infra-estrutura, a IFC investiu US\$ 330 milhões em 1993, envolvendo projetos de aproximadamente US\$ 3,5 bilhões (World Bank, 1994:92).

BID e novas modalidades operacionais

O BID também tem cumprido um papel relevante no apoio ao setor de infra-estrutura. No ano de 1994, juntamente com o aumento de capital de US\$ 60 bilhões para US\$ 100 bilhões, foi aprovado o apoio direto da instituição a projetos de infra-estrutura privados, no montante de até 5% do capital.

Além de projetos com co-financiamentos, também estão em discussão na instituição outras modalidades até agora não contempladas em suas políticas operacionais: prestação de garantias a bancos comerciais, apoio à constituição de fundos de financiamento à infra-estrutura com o aval dos governos e extensão de créditos contingentes ("stand-by") para enfrentar aumentos de custos na fase de construção. Estas novas posturas derivam da necessidade de flexibilizar as condições de participação, permitindo engenharias financeiras específicas para cada pacote de financiamento (BID, 1993:13-17).

O Eximbank norte-americano também tem apoiado projetos de infra-estrutura na modalidade de "project financing", no caso de projetos acima de US\$ 50 milhões, tanto via crédito como prestação de garantias. É necessário que haja uma estrutura em que a relação capital/dívida seja de 1:3, e que esteja definida a fonte de recursos a ser acionada em caso de aumento inesperado de custos durante a execução do projeto (Eximbank, 1992:1,2). Até o momento, contudo, a atuação da instituição tem sido modesta, envolvendo somente duas operações de seguro de crédito no valor de US\$ 173 milhões para dois projetos de geração de energia elétrica nas Filipinas. No entanto, em meados de 1994 foi criada uma divisão específica para "project financing", de modo a incrementar a atuação neste segmento (House, 1994:57).

Eximbank

Além dos recursos de bancos, investidores e órgãos multilaterais/bilaterais, a estruturação de projetos de infra-estrutura exige revitalizar os bancos de desenvolvimento nacionais e criar de fundos especiais, como recomenda o Banco Mundial (World Bank, 1994:10). Alguns exemplos da experiência internacional mostram como o Brasil ainda está relativamente atrasado neste processo. Com recursos iniciais de US\$ 550 milhões, obtidos a partir de empréstimos do Banco Mundial e governos do Japão, Reino Unido, Alemanha e EUA, o Private Sector Energy Fund, do Paquistão, financia até 30% de projetos privados de geração independente ou cogeração de energia, com juros de 14% a.a. e prazos de até 23 anos, com oito anos de carência (Sabadell, 1991:11; Government of Pakistan, 1992:2). Fundo semelhante foi montado na Jamaica (World Bank, 1994:102-103). Na Colômbia criou-se a Findeter (Financiera de Desarrollo Territorial), agência de desconto para bancos públicos e privado em empréstimos em infra-estrutura, cujo "funding" é oriundo de emissões de bônus. Na Tailândia, foi constituído um fundo em regime de parceira público-privada (com gestão privada) com a finalidade de prestar garantias para projetos de infra-estrutura e meio-ambiente. Em cinco anos, o capital chegará a US\$ 150 milhões, podendo prestar garantias de até US\$ 1,2 bilhão. O fundo visa garantir emissões ligadas ao mercado de capitais, estimulando o surgimento da atividade de "rating" (World Bank, 1994:100-103).

Criação de fundos de financiamento setoriais, inclusive para prestação de garantias

A importância da constituição destes fundos ultrapassa o funcionamento dos fundos de poupança compulsória no Brasil, tradicionalmente voltados para a

Gestão técnica dos fundos e articulação com política de planejamento

concessão de financiamentos. Isso porque podem ter base de atuação diversificada, via prestação de garantias, participações e empréstimos "stand-by", o que contribui para melhorar a gestão dos riscos assumidos. Mas vale lembrar a necessidade de que sejam administrados em moldes técnicos, sem que isso acarrete perda de articulação com os objetivos traçados pelo planejamento público.

Apoio financeiro do contribuinte e beneficiários

O sucesso de empreendimentos em infra-estrutura também associa-se à possibilidade de que potenciais beneficiários dos projetos contribuam para seu financiamento. Na medida em que vários projetos (especialmente na área de transportes) têm investimentos iniciais muito elevados (item "A lei de concessões no Brasil e questões setoriais", p. 217), passa a ser inevitável a participação do contribuinte aportando recursos para a formação de capital, sobretudo nos casos em que é possível delimitar o contingente de usuários do empreendimento.

Acionistas usuários e apropriação de ganhos imobiliários

Há muitos esquemas financeiros ligados a esta hipótese. É possível constituir uma base de acionistas usuários, os quais teriam algum benefício em termos das tarifas quando o projeto estivesse pronto (Sarmet, 1993:73). Também existem taxações ligadas à valorização mobiliária decorrente de projetos de infra-estrutura, à semelhança da contribuição de melhoria, utilizadas nos EUA ("development impact fees"), na Coreia do Sul e em países da América Latina, como a Colômbia. Na Tailândia, por exemplo, o ganho imobiliário trazido por um projeto foi utilizado para subsidiar a tarifa cobrada. (World Bank, 1994:50-51; Erickson, 1992:4; Berg e McDermott, 1990:4).

Impostos vinculados reduzem riscos

Outro ponto crucial diz respeito à existência de impostos ou taxas vinculados ao investimento, especialmente no segmento de transportes. A vinculação existe em países da América Latina, EUA, Japão, Coreia do Sul e Filipinas, e é recomendada como um modo pragmático de garantir a continuidade do fluxo de recursos dos projetos e a manutenção dos empreendimentos (World Bank, 1994:50-51). A justificativa para tal expediente está na descontinuidade do processo orçamentário, geralmente feito em bases anuais, o que tende a gerar problemas mesmo em países desenvolvidos (Stevens e Michalski, 1993:18). Uma vez que o orçamento ou os planos de investimento pluri-anuais são meramente autorizativos, não acarretam a obrigatoriedade do gasto, constituindo-se em uma base frágil para garantir a contrapartida pública em projetos privados independentemente da situação mais ou menos favorável das finanças públicas.

Vinculação facilita ampliação da base de recursos, com aperfeiçoamento da tributação

É necessário enfatizar esta questão, sobretudo frente à forte resistência que a vinculação de receitas a despesas passou a ter no Brasil, a ponto de ter sido genericamente proibida no próprio texto constitucional. Não se trata de

defender vinculações ainda maiores dos impostos já existentes, e sim de utilizar a vinculação como forma de viabilizar aumentos da carga tributária, dado o caráter meritório da iniciativa. Uma vez que a vinculação é atualmente proibida, o contribuinte resiste (com razão) a aumentos tributários, já que estes na maior parte dos casos terminam financiando aumentos de custeio, muitas vezes de importância questionável. Dado o aperfeiçoamento das novas técnicas de "pricing", ainda, é possível que aumentos na carga tributária sejam feitos via taxas específicas, cobradas dos potenciais usuários, à semelhança da contribuição de melhoria. No caso de projetos de investimento novos em transportes, em regime de parceria entre os setores público e privado, a vinculação de receitas tributárias ao investimento pode ser a única forma de reduzir o risco do período de construção, viabilizando o investimento em composição com capitais privados.

A EMISSÃO DE TÍTULOS SECURITIZADOS E OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

A transição para projetos de infra-estrutura privados exige mudanças profundas no marco legal e na própria atuação das instituições financeiras de desenvolvimento, além do crescimento dos mercados domésticos de capitais. O desafio de canalizar recursos aos agentes privados demanda instituições, fundos e produtos financeiros adaptados às necessidades diversas dos projetos em suas várias etapas, buscando-se inovações financeiras a cada projeto. Isso implica que mesmo os bancos de desenvolvimento multilaterais e bilaterais terão de experimentar novas formas de fazer negócios, como admite o próprio Banco Mundial (World Bank, 1994: 89).

Dada a impossibilidade de que os projetos sejam majoritariamente financiados com capitais próprios e empréstimos externos, o setor de infra-estrutura exigirá a mobilização doméstica de fundos. Isto envolve a necessidade de estimular, no Brasil, os mercados de capitais via regulação prudencial e maior "disclosure", ao lado do desenvolvimento de agências de "rating" (World Bank 102-107). Por outro lado, a privatização da infra-estrutura também é grande dinamizadora dos mercados de capitais, especialmente por meio da emissão de bônus.

A emissão de títulos garantidos pela receita futura dos empreendimentos é uma prática nova em países em desenvolvimento, com experiências pioneiras no México e nas Filipinas. Dada a estreita base de investidores locais, estas emissões têm ocorrido principalmente nos mercados externos (World Bank, 1994:106). Em particular, é crescente a quantidade de emissões de títulos ligados ao "project financing" por intermédio de colocações privadas ("private placement"), incluindo o mercado da regra 144A nos EUA (House, 1994:43). As emissões internacionais contribuem para sinalizar prazos e

Novas modalidades de 'funding'...

...e presença obrigatória dos mercados domésticos de capitais

Emissões internacionais para infra-estrutura incluem 'private placement'

taxas para as emissões domésticas, o que no caso do Brasil ficou facilitado com a criação da Taxa de Juros de Longo Prazo, que tem maior comparabilidade com as taxas internacionais de juros, por ser uma taxa repactuada e que leva em conta a oscilação do risco-Brasil.

*Investidores institucionais
somente para refinar
projetos em operação*

Do ponto de vista das agências de "rating" (Standard & Poor's), é possível que alguns projetos alcancem uma classificação compatível com os requisitos dos investidores institucionais ("investment grade"), particularmente na área de energia. Face ao risco muito elevado da fase de construção, o mais provável é que isso ocorra somente com projetos já em fase de operação. Neste caso, os recursos dos investidores institucionais "rolam" os empréstimos contratados na construção, envolvendo prazos maiores (15 a 17 anos) e menores riscos, cumprindo o papel do financiamento "permanente" ("permanent loan")¹⁰. (Moreira e Carneiro, 1994:40-41; Creditweek, 1993:1; Mathrani, 1990:8)¹¹.

*Securitização de
impostos nos EUA*

A emissão de títulos securitizados é utilizada nos EUA também para antecipar a receita de impostos e taxas vinculados ao financiamento de projetos de infra-estrutura. Tal expediente é utilizado em financiamentos de estradas, em que há inclusive operações de securitização de incentivos fiscais associados ao projeto, permitindo que sejam negociados em mercados secundários (Miller, 1991:17-18).

*Debênture de
participação e fundos de
investimento para
investidores institucionais*

O financiamento a projetos de infra-estrutura é um campo de atuação indispensável para os investidores institucionais, na medida em que estes dependem de ativos de longo prazo remunerados a taxas de juros mais elevadas. É importante que haja a diversificação dos títulos emitidos, combinando uma renda fixa mínima com uma parte variável (debênture de participação e outros tipos de "semi-equity"), no sentido apontado no capítulo 3. Além de títulos participativos, os investidores institucionais poderão se constituir em grandes investidores de fundos de participação em projetos, do tipo condomínio fechado.

*Apoio dos investidores
institucionais em países
em desenvolvimento*

O apoio dos fundos de pensão ao segmento de infra-estrutura tem ocorrido de forma crescente em países em desenvolvimento. No Chile, esta possibili-

10. A competição entre bancos comerciais e bancos de investimento tem, no entanto, reduzido o intervalo de tempo entre a constituição do financiamento da construção (dívida de médio prazo) e o refinanciamento dos projetos via securitização, apontando para a possibilidade de que novos projetos possam ser financiados em uma só fase, reduzindo o espaço para financiamentos bancários intermediários (House, 1994:54).

11. É também fundamental reduzir o risco associado ao comprador da energia. É ele que estabelece o teto do "rating" concedido, já que é quem garante o fluxo de caixa do empreendimento. No projeto de geração de energia de Mamonal, em Cartagena, Colômbia, as receitas do empreendimento (e portanto, os créditos bancários) são garantidas por um consórcio de 23 grandes consumidores privados, que também são sócios do empreendimento (House, 1994:49).

dade foi estabelecida por uma mudança na regulamentação introduzida no início de 1993, na tentativa de elevar o rendimento dos fundos, em queda nos anos anteriores (El Mercúrio, 1993). Nas Filipinas, um fundo de financiamento ao setor de energia, administrado por bancos, foi montado com recursos do sistema de previdência, fazendo empréstimos de até 15 anos. A iniciativa foi imitada por seguradoras internacionais que operam no país, que foram autorizadas a financiar projetos de infra-estrutura em prazo de até 15 anos (World Bank, 1994:107). Na Indonésia, títulos ligados ao financiamento de estradas têm sido colocados em fundos de pensão (Berg e McDermott, 1990:5-6).

Estes exemplos do cenário internacional devem balizar as iniciativas de recomposição das fontes de financiamento da infra-estrutura no Brasil, que necessariamente devem envolver uma presença significativa do mercado de capitais, via títulos securitizados. Frente ao tamanho reduzido do mercado interno de debêntures e a falta de tradição de investimentos privados neste setor, entende-se que o BNDES deve ter um papel de destaque neste processo, por meio de novas formas de garantias e instrumentos financeiros.

*Papel de fomento do
BNDES...*

O vulto expressivo e prazos longos associados aos investimentos necessários chamam atenção para as dimensões de "finance" e "funding" envolvidos. O papel do BNDES tende a ser vital no caso do "funding", assumindo riscos de médio prazo no período de construção, por meio de financiamentos, prestação de garantias, crédito subordinado ("stand by"), participações, administração de fundos de investimento e mesmo assessoria técnica nos projetos. Para tanto, o BNDES pode e deve atuar como repassador de recursos externos multilaterais/bilaterais, tendo inclusive chance de atuar via captação no mercado externo, dado o "rating" favorável que possui. Neste tipo de operação, seria necessário estudar a possibilidade de garantir o risco de transferência por meio do uso das reservas internacionais (por exemplo, via compra de títulos do governo norte-americano) (Ferreira, 1993) e/ou garantias multilaterais, como na linha ECO do Banco Mundial (ver Quadro 4.2). Isto permitiria reduzir o "spread" em função do risco Brasil, importante para diminuir o custo do financiamento.

*...principalmente na fase
de construção e repasse
de recursos externos*

Em termos do "funding", no entanto, os prazos praticados pelo BNDES (máximo de dez anos) ainda são reduzidos frente ao horizonte de maturação dos projetos. É de extrema importância a busca de alternativas de parceria junto aos fundos de pensão, como sugerido por Pinheiro (1994). Esta parceria poderia se dar via cofinanciamentos e compra de títulos do BNDES pelos fundos de pensão, hipóteses de mais fácil concretização em um cenário de "yield curve" positivamente inclinada. Mas é no estabelecimento de contratos de longo prazo, em que os fundos proveriam voluntariamente parcela

*Parcerias com fundos de
pensão com contratos de
longo prazo*

do "funding" do BNDES, que parecem repousar maiores chances de garantir um prazo maior nas operações da instituição. Essa participação poderia se dar via um fundo de empréstimos e/ou participações, administrado pelo BNDES com presença dos fundos de pensão na gestão, com participação destes no resultado e rentabilidade mínima garantida (Pinheiro, 1994:24).

Atuação direta dos investidores institucionais

A presença do BNDES seria complementar à participação direta dos investidores institucionais nos empreendimentos privados, principalmente via compra de títulos securitizados, com rentabilidade ligada aos resultados. Vale lembrar que os investimentos dos fundos de pensão nestes projetos podem ser extremamente rentáveis, uma vez que poderiam obter rendimentos reais de 17% a.a., contra um retorno real de 8% a.a. de suas carteiras nos últimos dez anos (Pinheiro, 1994:24). Ao mesmo tempo, deve-se levar em conta o potencial das seguradoras, especialmente no ramo-vida, tendo em vista que estas últimas também são grandes demandantes de títulos de longo prazo a taxas de juros fixas.

O PAPEL DAS GARANTIAS E SEGUROS

Definição das garantias...

Na estruturação do projeto, a montagem das garantias é um aspecto essencial, não só em função dos eventuais impactos sobre seu "rating", mas para ditar a própria viabilidade financeira do empreendimento. A garantia envolve hipotecas, seguros subscritos pela sociedade concessionária em nome dos credores, prioridade destes sobre os recursos da companhia concessionária, linhas de crédito "stand-by" para cobrir eventuais aumentos de custos (Prevot, 1989:26-29).

...exclui hipotecas...

O papel das hipotecas é limitado no "project financing", a não ser quando há a constituição de monopólios privados, como na Inglaterra, pois os ativos são transferidos para o setor privado e podem assim ser hipotecados legalmente. Mesmo neste caso, contudo, valem as considerações já feitas com relação à liquidez reduzida dos ativos fixos associados a um projeto de infra-estrutura, principalmente na fase de construção. E é justamente nesta fase que tendem a acontecer problemas, já que no caso de projetos prontos o fluxo de caixa assegurado facilita o refinanciamento das dívidas, se for necessário.

...como no Brasil

No Brasil, somente a propriedade privada pode ser livremente dada em garantia. No caso de propriedade pública é possível dar em garantia os equipamentos mediante autorização do governo (como no caso de equipamentos elétricos), mas não terrenos e prédios (Friedrich et alii, 1994:30).

'Escrow account' e 'trustee'

Na fase da construção, um dos mecanismos utilizados para reduzir os riscos dos credores da dívida sênior é a "escrow account". Por esta conta transitam

todas as receitas do projeto, incluindo o capital, empréstimos e mesmo subsídios. Ela é gerida de modo independente por uma instituição financeira ("trustee"), que pode ser auxiliada por empresa de engenharia de projetos. A gestão da "escrow account" busca garantir que as despesas feitas se destinem a cobrir os custos do projeto dentro do cronograma físico/financeiro original, sendo os recursos excedentes usados no serviço da dívida. Também é constituído um fundo de reserva que deve garantir um mínimo de seis meses a um ano do serviço da dívida, prioritariamente frente ao pagamento de dividendos. O "trustee" também pode supervisionar outros aspectos do contrato, como os seguros em favor dos credores. Tem poderes para vetar os desembolsos, no interesse dos credores (Augenblick e Custer, 1990:12; Creditweek, 1993:12).

Na impossibilidade de ter garantias reais, os credores dependem do êxito da construção do projeto, do qual depende o fluxo de caixa que garantirá o serviço da dívida. Se os riscos da construção são segurados, o risco do projeto se reduz, elevando seu "rating". Um dos instrumentos utilizados é o "performance bond", um seguro pago pelo construtor em benefício da sociedade concessionária, garantindo o custo associado à troca do construtor se este não cumprir o estabelecido no contrato (Prevot, 1989:19-20).

Bônus de performance

Outro expediente implica garantir aos bancos a gestão do projeto no caso de não cumpridas as condições estabelecidas contratualmente. Isso pode se dar via caução do contrato de concessão ou das ações da sociedade concessionária. Tendo acesso ao desempenho do projeto na fase de construção por intermédio do "trustee", os bancos podem executar os devedores antes que o projeto chegue a uma situação de bancarrota (Augenblick e Custer, 1990:12).

Caução das ações ou direitos de concessão

A prestação de garantias bancárias em financiamentos ou emissão de títulos ligados a projetos de infra-estrutura é uma das modalidades de apoio mais importantes, levando-se em conta os riscos envolvidos. A garantia bancária é um instrumento cujo uso aumenta com o crescimento do processo de securitização e de institucionalização da poupança. A operação com garantias potencializa os recursos disponíveis, uma vez que se dá em volumes de 10 a 15 vezes o capital da instituição ou de fundo garantidor.

Garantia bancária

Nos projetos de infra-estrutura, a prestação de garantias por bancos públicos pode se dar de duas formas. A mais tradicional supõe assumir o risco de crédito de empréstimos obtidos junto a bancos ou de títulos securitizados. Como já destacado no item "A estrutura do capital e endividamento e o papel dos organismos internacionais e governos", p.190, também pode se dar via linhas de crédito "stand-by", sob a modalidade subordinada. Estas seriam utilizadas no caso de elevações inesperadas de custos.

Linhas de crédito contingente...

QUADRO 4.2

AS OPERAÇÕES DE COFINANCIAMENTO E PRESTAÇÃO DE GARANTIAS DO BANCO MUNDIAL

O Banco Mundial e IFC têm respondido por cerca de dois terços dos recursos multilaterais sob forma de cofinanciamento. As modalidades operacionais têm evoluído continuamente, sendo seu conhecimento válido tanto para a possibilidade de acesso a elas como para mostrar práticas que podem ser adotadas por bancos de desenvolvimento nacionais.

O cofinanciamento era inicialmente feito via contratos independentes do Banco Mundial e de bancos privados ("parallel lending"). Nos anos 70, o "complementary financing scheme" ou "A' loan program" introduziu a prática de vender parte de um contrato para bancos privados (em bases pré-combinadas), retendo a figura de credor principal. Este princípio generalizou-se no início da década de 80 para outras instituições multilaterais, dado o temor dos bancos frente à inadimplência dos devedores, que em geral não interromperam pagamentos a órgãos multilaterais.

A partir de 1983, o Banco Mundial passou a *participar diretamente* de empréstimos sindicalizados, sendo credor das parcelas finais do fluxo de amortização, de modo a alongar o prazo das operações. Isso se deu por meio do "B' loan program", que também passou a incluir a hipótese de *prestação de garantias* frente a riscos gerais ou específicos do projeto. Até 1988, o programa 'B' envolveu aportes de US\$ 4,8 bilhões a 24 projetos, na maior parte via participação direta nos empréstimos. Mas o programa 'B' criou problemas, já que a inadimplência de credores junto ao empréstimo cofinanciado acarretava "défault" frente ao Banco Mundial, obrigando-o a interromper os financiamentos àquele país.

Em 1989, o programa 'B' foi substituído pelo ECO (Expanded Cofinancing Operation), com ênfase na prestação de garantias parciais ao serviço da dívida de médio e longo prazos ou à emissão de bônus soberanos. A partir de 1992, o programa passou a cobrir até 50% do valor atual do serviço da dívida. O ECO também pode garantir projetos do setor privado contra riscos soberanos ou políticos. Neste caso, a cobertura pode ser de 100% do valor financiado. Pode ser estruturado via opção de venda de título a ser exercida contra o Banco Mundial, no caso de inadimplência (Collins *et alii*, 1993:46-47).

...estimulam a eficiência
frente à garantia
bancária convencional

A garantia bancária tende a diminuir a ênfase na eficiência do projeto, já que o risco tende a ser associado diretamente à instituição garantidora, como destacado no item "Títulos de renda fixa e variável e o desenvolvimento de produtos ...", p. 149. Seria mais indicado um apoio na forma de linhas de crédito "stand-by", as quais têm prioridade no recebimento frente ao pagamento de dividendos dos acionistas, estimulando a gestão eficiente do projeto. Para tanto, é crucial a montagem apontada, envolvendo a ação do "trustee".

Garantias prestadas pelo
Banco Mundial

No caso de emissões internacionais, o Banco Mundial tem começado a operar com garantias, em projetos de infra-estrutura na modalidade de "project

financing”, de modo a facilitar o acesso de países em desenvolvimento aos mercados internacionais de capitais. Isso tem se dado por meio da ECO (Extended Cofinancing Operation), que cobre o risco de convertibilidade cambial junto a bancos e investidores (ver Quadro 4.2), mas não envolve o risco associado à performance do projeto. A concessão desta garantia é computada no limite quantitativo de crédito do país somente quando usada, potencializando o emprego dos recursos do Banco Mundial (Elwan, 1990:13-14).

No caso do risco “force majeure”, as garantias envolvem seguradoras privadas e agências multilaterais/bilaterais, as quais têm buscado apoiar iniciativas de *investimento direto* em países em desenvolvimento. No setor privado, algumas poucas seguradoras – Lloyds (Londres), American Underwriter’s Association, Citicorp International Trade Indemnity e Unistat Assurance – cobrem riscos políticos. Mas só o fazem em prazos reduzidos (um a três anos) e não cobrem violência política e risco de conversão cambial, embora tais coberturas possam ser úteis no período de construção (West, 1994:35).

Seguro para ‘force majeure’...

Uma série de agências bilaterais cobrem riscos políticos e soberanos associados a investimentos externos, como a OPIC (Overseas Private Investment Corp., dos EUA), ECGD (Export Credits Guarantee Department, do Reino Unido) e a Coface (França). Neste caso, os prazos são mais dilatados, podendo chegar a vinte anos, embora os valores assegurados em alguns casos sejam muito reduzidos para projetos de infra-estrutura (Tiong, 1991:29; Newendorp, 1993:8). Até o início dos anos 90, estima-se que cerca de US\$ 20 bilhões em investimentos eram cobertos por agências bilaterais (West, 1994:36).

...por intermédio de agências bilaterais...

Um papel importante tende a ser desempenhado pela Miga (Multilateral Investment Guarantee Agency), subsidiária do Banco Mundial criada em 1988 para atender operações não cobertas pelas agências bilaterais. Concede seguro contra guerra civil, expropriação, violência política e conversão cambial, inclusive de forma individualizada. Sua atuação é flexível, podendo garantir investimentos novos ou associados a expansão, modernização, privatização ou reestruturação. Cobre também empréstimos ou capital de forma irrevogável por 20 anos, até US\$ 50 milhões por projeto. Até o final de 1993, a Miga tinha apoiado 33 projetos na América Latina, envolvendo cobertura total de US\$ 515 milhões e projetos de US\$ 2,2 bilhões (West, 1994:36; Collyns et alii, 1993:48).

...e da Miga

CUSTO DO PROJETO E FIXAÇÃO DAS TARIFAS

Além dos riscos operacionais, de mercado e de “force majeure”, o “project financing” tem dois outros condicionantes decisivos: o custo de elaboração do projeto e a definição da tarifa e seu reajuste. O processo de montagem do

Custo elevado do projeto...

projeto implica prazos mínimos de dois a três anos, acarretando um risco importante do ponto de vista dos patrocinadores privados. Estimativas indicam um custo de projeto de cerca de US\$ 1 a 6 milhões na área de energia (Strzelecki, 1990:9), podendo atingir até US\$ 25 mil ao dia (Phillips, 1990:6).

...demanda compromisso firme do governo

A redução do custo do projeto liga-se diretamente ao comprometimento firme do governo com a opção de parceria com o setor privado, especialmente para evitar a pulverização das negociações entre várias esferas e instâncias governamentais, conduzindo-as de forma centralizada. A inexistência da coordenação governamental na fase de negociação e seleção dos projetos dá margem a reações corporativistas por interesses contrariados na máquina governamental, podendo resultar no fracasso da iniciativa (Ferrigno, 1990:4,5).

Papel das instituições financeiras públicas e privadas na estruturação dos projetos

A estruturação do projeto é uma área de atuação dos organismos multilaterais, que têm exercido este papel especialmente em países onde não há uma ação consolidada de bancos de desenvolvimento. No Brasil, é importante a experiência já adquirida pelo corpo técnico do BNDES em projetos de infra-estrutura, com possibilidade de atuar na prestação de serviços (Pinheiro, 1994). A Finep, por sua vez, pode financiar estudos de viabilidade de projetos de infra-estrutura. Por outro lado, a estruturação do "funding" dos projetos é uma área preferencial de atuação dos bancos de investimento internacionais, dada a experiência na criação e colocação de títulos das mais diversas características, via emissões públicas ou privadas nos mercados internacionais (House, 1994).

Taxa elevada de rentabilidade frente aos riscos da construção

Além dos custos mais elevados na fase de elaboração do projeto, dada a complexidade resultante da base diversificada de financiamento e riscos, os projetos privados de infra-estrutura têm um perfil de risco muito elevado nos anos iniciais (em função dos "sunk costs" como já comentado), o que acarreta exigências de altas taxas de retorno para os investidores. Na etapa de construção, o projeto se assemelha quanto aos riscos à atividade de "venture capital", com os investidores cobrando retornos de 25 a 30% a.a., no caso de países sem maior risco político. Quando construído, por sua vez, os projetos assumem um perfil de risco muito mais baixo, típico da concessão de "utilities" (projetos já concluídos) ao setor privado, com a rentabilidade reduzindo-se a 12 a 14% a.a. O rendimento será, portanto, uma média destes dois intervalos, ao redor de 17 a 25% a.a. (Sarmet, 1993:70). Em termos relativos, projetos no formato BOT exigiriam um prêmio de risco de 8 a 10% sobre a taxa "prime" de empréstimos (Tiong, 1991:20).

Tarifa e custo marginal de longo prazo

Na definição da tarifa a ser cobrada dos usuários ou consumidores, o conceito relevante para determinar a estrutura de custos é o custo marginal de longo prazo, ou seja, incluindo a depreciação. Isto é fundamental do ponto

de vista da manutenção da qualidade dos serviços prestados, além de representar a garantia de que o patrimônio retornará ao poder público em boas condições, uma vez findo o período de concessão. As altas taxas de retorno e o realismo tarifário, a inclusão dos custos de reposição de ativos e equipamentos, e os custos mais elevados do projeto podem determinar a necessidade de elevação dos níveis das tarifas praticadas pelos empreendimentos privados. Em alguns casos, contudo, a diminuição de custos propiciada por uma gestão privada em ambiente competitivo pode garantir níveis tarifários mais reduzidos.

Tradicionalmente, projetos de infra-estrutura em regime de monopólio seguiram o critério de rentabilidade garantida ("cost-plus"), com o concessionário repassando à tarifa os aumentos de custo, mantida a margem de remuneração do capital dentro de um nível preestabelecido. Este expediente, contudo, passou a enfrentar restrições na medida em que desincentivava os ganhos de produtividade, por haver repasse automático dos aumentos de custos.

*Ineficiência da
rentabilidade garantida*

Na privatização inglesa, surgiu um novo critério conhecido como "fórmula-X". Os preços têm garantia de correção anual pelo índice de preços ao consumidor, deduzido um percentual X, determinado em função dos ganhos esperados de produtividade. Fixado pelo órgão de regulação, este percentual é em geral mantido fixo por alguns anos, obrigando o concessionário a perseguir aumentos de produtividade.

Fórmula X...

No entanto, na prática este critério pode redundar no retorno garantido, uma vez que há tendência a que o regulador observe a taxa de rentabilidade ao fixar o percentual X (Moreira, 1994:108,109). Uma das tentativas em superar este problema é por meio de um regime flexível: se X é baixo e a empresa auferir lucros elevados, eles são em parte restituídos ao consumidor; se os lucros são reduzidos, pode-se aumentar a tarifa. Haveria uma opção entre um teto tarifário rígido (por meio da fórmula X) sem controle de lucros, ou um teto flexível, com maior controle (World Bank, 1994:69,70).

... e variantes

A forma de controle também é importante na política tarifária. No modelo anglo-saxão, há uma tradição de estabelecer órgãos de controle autônomos frente ao poder executivo. Nos EUA, envolve inclusive a participação dos consumidores ou de comunidades da área do projeto. No modelo francês, a tarifa é fixa, não existindo órgão de controle independente, mesmo quando a concessão se faz ao setor privado, como em saneamento (Djian, 1993:80). Neste caso, os ganhos de produtividade tendem a ser apropriados pelo concessionário, o que ocorre também no caso da Índia (Government of India, 1991:24).

*Modelos de regulação
anglo-saxão e francês...*

..com vantagens para a maior transparência

Embora o modelo de preço fixo e apropriação privada dos ganhos de produtividade possa conduzir a uma maior facilidade para a montagem financeira, uma vez que reduz o risco associado ao "cash flow", o modelo regulado, ao incentivar os ganhos de produtividade, tende a ser mais eficiente. A maior transparência, em função da atuação do órgão regulador, também pode facilitar a obtenção de recursos junto aos mercados de capitais e investidores institucionais.

'Price reopeners'

Na determinação da tarifa, pesa muito o custo financeiro do empreendimento, o qual só é definido uma vez montada toda a base contratual apontada no item "O modelo BOT ('built, operate and transfer')", p. 186. Neste sentido, a fase de licitação da concessão pode contemplar alguma margem de ajuste na tarifa após a escolha do grupo vencedor ("price reopener"), tal como verificado no caso do Paquistão (Government of Pakistan, 1992:7).

A lei de concessões no Brasil e questões setoriais

Risco regulatório

Como já destacado, a base contratual é o pilar dos modelos de financiamento "limited recourse", tornando indispensável um arcabouço legal sólido para legitimar as operações. A base institucional e normativa deve ser absolutamente clara, coerente e estável, de modo a se evitar o risco regulatório (Moreira e Carneiro, 1994:37). No cenário internacional, isto inclusive pode envolver a arbitragem jurídica internacional em contratos essenciais, no intuito de dar maior segurança aos investidores (Augenblick e Custer Jr., 1990:30).

Lei 8.987 no Brasil..

A concessão de serviços públicos no Brasil foi prevista na legislação que implementou o Programa Nacional de Desestatização em 1990. No entanto, a legislação ordinária que deveria regulamentar o assunto, por determinação expressa da Constituição Federal (art. 175), somente foi aprovada em fevereiro de 1995 (lei 8.987).

...dá parâmetros básicos para empreendimentos sob regime de concessão

A lei 8.987 estabeleceu as condições para a concessão de serviço público, precedida ou não de execução de obra, abrangendo desta forma projetos na modalidade BOT ou arrendamento de equipamentos públicos. Cumprindo determinação da própria Constituição, a concessão será sempre precedida de licitação, aspecto fundamental para que haja um processo competitivo no caso daquelas atividades em que permanecerá um provedor de serviços monopolista. São detalhados os parâmetros a serem observados nos editais de licitação e nos contratos de concessão, que envolvem especialmente direitos e obrigações do poder concedente e do concessionário, critérios para reajuste tarifário, cronograma físico-financeiro dos investimentos a serem reali-

zados, penalidades e motivos para intervenção do poder concedente ou mesmo para extinção da concessão, dentre os mais importantes.

No tocante à tarifa, prevê-se que a revisão das tarifas deverá manter o equilíbrio financeiro do contrato, ponto essencial para viabilizar a atração do setor privado. Manteve-se a possibilidade de que o poder público conceda subsídios para classes específicas de consumidores, o que é coerente com a tendência já comentada de utilização de subsídios orçamentários em substituição ao subsídio cruzado. Por outro lado, o Poder Executivo vetou artigo que autorizava o poder concedente a garantir uma receita bruta mínima para o concessionário, o que vai ao encontro da necessidade de evitar a prática da rentabilidade mínima garantida, que inibe a eficiência do gestor do empreendimento sob concessão.

Tratamento tarifário e subsídios ao usuário

É facultada a participação de empresas estatais nas licitações, desde que estas não sejam beneficiadas por algum tipo de subsídio do poder público controlador. Será desclassificada a proposta que contar com algum tipo de subsídio que não for colocado à disposição dos demais concorrentes. O poder público poderá, além da concessão de subsídios, determinar que outras receitas de caráter acessório ou complementar, inclusive de outros projetos, comporão a base de receitas da sociedade concessionárias para aferir o equilíbrio econômico financeiro do contrato. Isto é importante tanto no caso de projetos de expansão (como a duplicação de uma estrada), quando o empreendimento já gera receita, como para agregar outras fontes de receitas oriundas da concessão, caso da exploração de margens em rodovias ou apropriação de ganhos imobiliários resultantes da melhoria da infra-estrutura existente.

Receitas complementares e oriundas de empreendimentos existentes

No que se refere ao financiamento, as concessionárias poderão oferecer os direitos emergentes da concessão como garantia de empréstimos, desde que não seja comprometida a continuidade da prestação do serviço. Os bancos públicos, no entanto, deverão exigir outras garantias da concessionária para a viabilização do financiamento.

Direitos de concessão como garantia de financiamentos

A definição quanto a este último ponto é de grande importância para a participação das instituições financeiras públicas, especialmente o BNDES no apoio aos projetos de infra-estrutura, uma vez que os financiamentos "limited recourse" contam, sobretudo, com a garantia do próprio fluxo de caixa do projeto. Não fica claro se a necessidade de exigência de outras garantias exclui as garantias resultantes dos direitos de concessão ou se a lei está meramente prevendo a necessidade de garantias complementares. Neste último caso, a necessidade de garantias complementares pode dificultar a concessão de financiamentos, em que pese a provável intenção do legislador de preservar as instituições públicas da possibilidade de interferência política.

Problema da constituição das garantias em instituições públicas

Serviços contemplados pela lei de concessões

A entrada em vigor da lei 8.987 foi acompanhada da edição de medida provisória que definiu os serviços públicos que ficarão disciplinadas pela lei de concessões: energia elétrica, água e saneamento básico, transportes em geral, telecomunicações, portos e aeroportos, limpeza urbana, tratamento de lixo, barragens, diques, eclusas e obras viárias. Foram excluídas da lei 8.987 as atividades de concessão de rádio e televisão.

Necessidade de adequação das legislações estaduais

O atraso na aprovação da lei federal de concessões não impediu que vários Estados (SP, RS, PE e SC, este para pontes e rodovias) e até municípios (Limeira, em saneamento básico) promulgassem leis de concessões próprias, que agora deverão ser adequadas, no que couber, à lei 8.987. No entanto, na medida em que se processou intensa troca de informações entre Estados e governo federal, as leis aprovadas no âmbito dos Estados e Municípios não diferiam de modo essencial entre si ou com o substitutivo 202-F, o qual deu origem à lei 8.987 (Tadini, 1994:5-7).

Fontes de receita na lei do Estado de São Paulo

No caso da lei estadual 7.835/92, de São Paulo, o concessionário pode oferecer como garantia de empréstimos a receita futura do empreendimento, sendo remunerado via tarifa, contribuição de melhoria do poder público, rendas advindas de área de domínio público (lazer, serviço) e rendas decorrentes de projetos associados (Biazzj, 1993:14-15). Neste último caso, trata-se de concessão onerosa, caso em que a sociedade concessionária recebe parte ou integralidade de obras já executadas, devendo por isso remunerar o poder concedente. Fala-se em arrendamento quando há aluguel de instalações de serviço de utilidade pública pelo setor privado, que se compromete a operá-lo e prestar manutenção (Tadini, 1994:3-4).

Garantias e transferência de controle acionário

A empresa concessionária, no caso da lei paulista, deverá ter o formato de sociedade por ações, o que lhe permite emitir títulos como debêntures, além de garantir maior transparência. O controle acionário, nos termos do artigo 116 da lei das S.A. (6.404/76), deve ser mantido durante todo o prazo da concessão, salvo transferência do controle, mediante a aprovação do poder concedente (Tadini, 1994:15). Tal transferência pode ser necessária no caso dos credores executarem as ações caucionadas a seu favor, em caso de inadimplemento.

Lei federal de concessões não esgota questão institucional...

Embora seja um passo decisivo para viabilizar empreendimentos de infraestrutura sob regime de concessão, bem como para arrendar empreendimentos existentes para a iniciativa privada, a lei de concessões não esgota as iniciativas no âmbito institucional. Os requisitos necessários para efetivar com sucesso empreendimentos de infra-estrutura em parceria com o setor privado variam muito conforme o setor, tanto em termos dos montantes do capital, participação pública, definição de tarifa, possibilidades de introdução

de concorrência e outros, o que acarreta diversidade nos modelos adotados. Por sua vez, diferenças legais e institucionais geram adoção de modelos distintos para um mesmo setor entre países, com influência também da tecnologia utilizada.

No sentido de delinear as especificidades de cada segmento, apresenta-se a seguir uma análise para os setores de energia elétrica, água e saneamento, transporte (rodoviário e ferroviário) e telecomunicações. Dado o estágio inicial das definições a respeito dos modelos possíveis, faz-se referência a alguns exemplos da experiência internacional, especialmente no caso daqueles que são usadas como referências básicas no debate. Foge aos limites deste trabalho, no entanto, analisar com mais profundidade os modelos de gestão para o setor de infra-estrutura. Os breves comentários feitos a seguir buscam apontar sobretudo as implicações mais gerais do ponto de vista do financiamento, com ênfase na fixação da tarifa e estrutura de capital. Comentário mais abrangente é feito apenas no caso do setor elétrico, uma vez que a definição do modelo setorial está relativamente mais avançada do que nos demais casos.

...pela diversidade dos modelos setoriais

ENERGIA ELÉTRICA

Em termos mundiais, é esperado que haja no setor de energia elétrica um crescimento da participação privada nos investimentos. Nos países em desenvolvimento, estimativa do início da década previa inversões anuais de cerca de US\$ 100 bilhões nos anos 90 para atender o crescimento da demanda, com os órgãos multilaterais financiando apenas 15 a 17% destes valores (Bessant-Jones, 1990:1).

Grandes exigências de investimento em países em desenvolvimento

Além do elevado volume de investimentos, o setor elétrico dos países em desenvolvimento deve buscar um aumento de eficiência em seu modelo de gestão e recuperar suas tarifas. Nestes países, as perdas de energia alcançam níveis de 22 a 31% , contra 8% nos EUA e 7% no Japão. A deterioração tarifária e crise das finanças públicas, aliadas à interferência política e ao empreguismo, acarretaram a deterioração financeira das empresas públicas do setor, com algumas exceções (Coreia do Sul, Tailândia, Malásia) (World Bank, 1993:28,42).

...com ineficácia dos modelos de gestão

Frente a este cenário, a ênfase dos organismos multilaterais para o setor elétrico tem sido no sentido de promover mudanças no modelo de gestão, promovendo a orientação comercial e mesmo a privatização, em detrimento do financiamento a projetos de expansão. A elevação das tarifas e racionalização do consumo são incentivados para reduzir a demanda de energia por unidade de produto, diminuindo as necessidades de investimento. A criação

Organismos internacionais enfatizam racionalização e regulação independente...

de entidades regulatórias independentes também integra as recomendações feitas.

...priorizando projetos termoelétricos

Entre os projetos de expansão, priorizam-se os projetos de termoeletricidade em detrimento da hidroeletricidade, já que os primeiros têm escalas mais reduzidas e são mais viáveis para serem empreendidos pelo setor privado. Os projetos hidroelétricos implicam elevados gastos de capital e impacto ambiental expressivo. A participação privada, em geral, só é viável se o poder público garante aporte de capital ou se se adota o modelo de "leasing" ao setor privado, com o poder público custeando o investimento (World Bank, 1994:116; BID, 1993:8; Banco Mundial, 1993:72-90; Maciel, 1993:22).

'Unbundling' de geração, transmissão e distribuição

Do ponto de vista técnico, a presença do setor privado no setor elétrico se dá a partir da desagregação das atividades de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, sistemática adotada no Reino Unido (ver Quadro 4.3), Chile, Argentina e Perú. Uma série de outros países tem buscado aumentar a geração independente, autogeração ou cogeração de energia por intermédio do setor privado, tais como Portugal, Turquia, México, Paquistão, Tailândia, China, Filipinas e Guatemala (Moore e DePinto, 1994:24; World Bank, 1994:53).

Geração privada de energia nos EUA

A geração privada de energia foi regulamentada nos EUA pelo Public Utility Regulatory Policies Act (Purpa), de 1978. A geração foi separada das atividades de transmissão e distribuição, adotando-se um modelo híbrido: empresas de distribuição podem ter tanto geração própria como adquirir a energia de produtores independentes (Moore e DePinto, 1994:24; Carney, 1990:1-5). Embora o setor privado nos EUA só respondesse por 3,2% da capacidade instalada no início desta década, tinha participação de 30% nos investimentos de geração (Sabadell, 1991:5).

Oferta competitiva e mercados de energia 'spot'

A transmissão e rede de distribuição de energia são monopólios naturais que devem ser regulados com a privatização. Os produtores independentes competem pelo direito de fornecer energia aos consumidores livres. A experiência mais ousada neste sentido foi adotada no Reino Unido, onde se criou um mercado "spot" para grandes consumidores. Esquema semelhante foi adotado na Argentina, Chile e Noruega. No entanto, grande parte do fornecimento é feito por contratos de longo prazo, sendo o mercado "spot" residual. A existência de grande parte do fornecimento com base em operações "spot" dificulta o financiamento dos projetos, já que eleva o risco do fluxo de caixa associado (World Bank, 1994:59; House, 1994:54).

Falência do modelo institucional no Brasil...

Até o momento, o modelo do setor elétrico no Brasil teve sua base de financiamento apoiada em receitas operacionais, empréstimos internos e exter-

QUADRO 4.3

A PRIVATIZAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO NO REINO UNIDO

O modelo britânico implicou a venda das empresas de distribuição, geração e sistema de transmissão ao setor privado, permanecendo estatal apenas a empresa de geração nuclear. No caso da Inglaterra e País de Gales, a adoção de um modelo horizontal – com separação entre geração, transmissão e distribuição – foi simplificada pela estrutura prévia do setor, já horizontalizada. No caso da Escócia, por outro lado, optou-se pela manutenção de duas empresas na forma de monopólios verticalmente integrados, atuando em regiões distintas.

Na Inglaterra e País de Gales, além da venda dos ativos (e não concessão), a característica distintiva do modelo é o fornecimento competitivo ("pool operation"). No caso de grandes usuários (ou consumidores livres), as empresas de geração fornecem cotações de venda de energia de meia em meia hora para as empresas de distribuição, em semelhança ao funcionamento de um mercado "spot". Contratos de longo prazo podem ser feitos, geralmente envolvendo uma margem máxima e mínima de variação da tarifa ("collar").

No caso dos pequenos consumidores (até 1MW a partir de 1994 e até 100 kW a partir de 1998) o fornecimento é monopólico. Vale a fórmula $X + Y$, com tarifa ajustada pela fórmula $IPC - X + Y$. O percentual X é associado aos ganhos de produtividade, enquanto o percentual Y refere-se a aumentos de custo inevitáveis. Estes percentuais são fixados por uma agência de regulação independente.

O mecanismo de fixação de tarifas é alvo de críticas, uma vez que o percentual Y permite repasse de qualquer tipo de custo. Os principais beneficiários seriam os grandes consumidores, que têm a possibilidade de contratar diretamente.

A fixação competitiva da tarifa por intermédio de um mercado "spot" é adequada ao modelo termoeletrico com base no carvão, já que neste caso a tarifa depende em larga medida do preço deste insumo, ou seja, do custo marginal de curto prazo. Seria difícil pensar um mecanismo deste tipo no caso de predomínio da hidroeletricidade, em que o custo do investimento (Cmg de longo prazo) é o fator preponderante (Calou, 1991:7-56).

nos, impostos vinculados e empréstimos compulsórios. Por meio do decreto-lei 1.383/74, procedeu-se à equalização tarifária e garantiu-se rentabilidade mínima de 10 a 12% a.a. sobre o capital investido. As sucessivas políticas de contenção das tarifas e a crise do endividamento externo e das finanças públicas acabaram por destruir o padrão de financiamento do setor. Mais grave, gerou-se um quadro de inadimplência generalizada intra-setor público, envolvendo geradoras federais e empresas de distribuição estaduais (Maciel, 1993:47-48).

Além do colapso do padrão de financiamento, o Brasil observou nos anos 80 um aumento da intensidade de energia por unidade de produto, ao contrário do cenário observado nos países desenvolvidos, onde houve ênfase em programas de conservação. Com isso, a oferta de energia é um dos principais

...e estrangulamento da oferta de energia.

gargalos a uma política sustentada de desenvolvimento. O quadro é agravado pela maior complexidade de novos projetos de investimento no setor, dada a maior importância ora atribuída à questão ambiental (Maciel, 1993:3).

Desequalização tarifária com a lei 8.631 e criação do Sintrel

Um novo modelo para o setor elétrico começou a ser delineado em 1993, a partir da lei 8.631 e sua regulamentação pelo decreto 774. Foi estabelecida a regionalização da tarifa e procedeu-se ao encontro de contas entre o governo federal e estados, com efeitos extremamente importantes em termos do saneamento patrimonial das empresas de distribuição e geração (Barat, 1993:15). Outro passo importante foi a constituição do Sintrel (Sistema Nacional de Transmissão de Energia Elétrica), no sentido de desvincular a transmissão e distribuição da geração, permitindo a oferta competitiva de energia.

Investimentos privados na geração de energia

No plano de expansão do setor (período 1994/2003), prevê-se uma participação da iniciativa privada em torno de 17% (US\$ 2 bilhões) no total dos investimentos, implicando a operação de vinte usinas hidroelétricas em regime de autogeração. Além disso, o governo abriu a possibilidade de que consórcios privados participem do término de usinas inacabadas (Belchior, 1994:14). Ao final de 1994, consórcio liderado pelo Banco Nacional e o grupo Cataguazes Leopoldina venceu a licitação para o término da usina de Serra da Mesa, em Goiás.

Produtor independente de energia e definição quanto às concessões...

Importantes avanços na definição do modelo institucional do setor elétrico ocorreram a partir da aprovação da lei federal de concessões. Na mesma data de sua promulgação, o Poder Executivo enviou projeto de lei ao Congresso Nacional criando o produtor independente de energia elétrica, passo importante para o aumento da oferta competitiva no setor. Ao mesmo tempo, foi editada medida provisória dispoendo sobre o tratamento a ser dado às concessões existentes e próximas de seus vencimentos (ou mesmo vencidas), uma das principais incertezas existentes na hipótese de uma privatização de concessionárias no setor.

...com prorrogação para geração...

A medida provisória facultou ao poder concedente (União) prorrogar, por até vinte anos, as concessões de geração atualmente vigentes, desde que as obras relativas aos empreendimentos tenham sido iniciadas. No caso de obras em andamento, a prorrogação só será concedida no caso de ser apresentado plano de conclusão em que ao menos um terço dos recursos necessários sejam oriundos de investidores privados. As concessões com obras não iniciadas poderão ser canceladas.

...transmissão e distribuição, via reagrupamento e reestruturação societária

Também se estabeleceu a possibilidade de prorrogação das concessões de transmissão de energia, desde que assegurado o acesso livre à rede dos produtores e consumidores com carga igual ou superior a 10 MW e tensão a

partir de 69 kV, que poderão contratar fornecimento com qualquer produtor de energia elétrica, tornando-se consumidores livres. No caso da distribuição, a prorrogação exigirá reagrupamento das concessões de acordo com critérios que impeçam a transferência para o setor privado apenas de áreas lucrativas. Para facilitar a reestruturação do setor e viabilizar a venda de concessionárias públicas, a medida provisória autoriza a União a cindir, fundir e transferir concessões, bem como promover cisões, fusões, incorporações e transformações em concessionárias sob seu controle.

Além da definição legal quanto ao produtor independente de energia, o modelo do setor prescinde ainda da reformulação do órgão regulador, o DNAEE (Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica). Como órgão do governo federal, o DNAEE consagra um modelo auto-regulado, enquanto a tendência internacional vai no sentido do padrão anglo-saxão, que exige a

Reformulação do DNAEE

...configuração de uma estrutura autônoma de regulamentação, que separe e demarque nitidamente os níveis de formulação da política setorial, de regulamentação e de execução operacional dos serviços de energia elétrica. (Barat, 1993:106).

No caso de São Paulo, a aprovação da lei de concessões conduziu à apresentação de uma proposta para reestruturação do setor elétrico estadual. A reestruturação parte da segregação das atividades de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica nas três empresas do setor (CESP, CPFL e Eletropaulo) por meio da criação de subsidiárias ligadas a uma empresa "holding". Esta ação será precedida por uma desverticalização contábil, de modo a tornar transparente os custos associados às atividades de geração, transmissão e distribuição, hoje agregados em função da estrutura verticalizada das empresas.

Reestruturação do setor elétrico em São Paulo...

Nas etapas seguintes, prevê-se a criação de uma única empresa que reuniria todas as atividades de transmissão, com controle acionário compartilhado entre as empresas de distribuição, produtores privados e consumidores livres. As atividades de geração e distribuição serão reagrupadas a partir, respectivamente, de critérios de bacias/cascatas e conjuntos homogêneos de municípios, criando-se unidades de negócios menores. As subsidiárias criadas na geração e distribuição terão participação acionária de investidores privados e dos parceiros na conclusão de obras, com o Estado passando a acionista minoritário no médio prazo.

...consagrando um modelo desverticalizado...

Do ponto de vista regulatório, é prevista a criação da Comissão de Serviços Públicos de Energia, que de forma articulada com a União, teria o papel de regular e fiscalizar o setor energético do Estado de São Paulo. O modelo de regulação seria completado pela criação da "golden share" (ação de classe

...e novo modelo regulatório

especial), detida pelo Governo do Estado, junto às subsidiárias de geração estratégicas, subsidiárias de distribuição e empresa de transmissão, com o objetivo de garantir o desenvolvimento de projetos ou de regiões de interesse da sociedade e o atendimento indiscriminado da população.

*Privatização da
Eletrobrás...*

Ao lado do Estado de São Paulo, o governo federal também anunciou a privatização da Eletrobrás. Embora não tenha ainda sido definido o modelo a ser adotado, prevê-se que haverá a manutenção do controle público da Itaipú Nacional e do setor nuclear. Até o final de 1995, prevê-se que serão alienadas as duas empresas de distribuição de energia controladas pelo governo federal (Light e Escelsa).

...e problemas pendentes

Em que pese os grandes avanços efetuados, alguns pontos importantes carecem de definição: (i) o formato do órgão regulador, indispensável no que toca à participação privada, especialmente pelo seu papel na revisão das tarifas; (ii) a viabilização do Sintrel, já que concessionárias estaduais do Centro-Sul não aderiram ao sistema frente por divergências quanto à forma de cálculo da tarifa de transmissão; (iii) a situação das dívidas de concessionárias estaduais com a Eletrobrás, especialmente no caso do Estado de São Paulo.

ÁGUA E SANEAMENTO BÁSICO

*Escassez de oferta e
reformulação
institucional em
saneamento...*

A provisão de serviços de água tratada e esgoto tem sido uma área de redefinição dos modelos institucionais, face às deficiências observadas e o déficit existente no caso de países em desenvolvimento e mesmo desenvolvidos. Os investimentos em saneamento têm altas escalas de inversão no que se refere à rede de distribuição e tratamento, com retornos de longa maturação (até 100 anos), e têm implicado custos crescentes ligados à preservação do meio ambiente (Cavalcanti, 1993:292). Por outro lado, as instâncias de planejamento e gestão são mais complexas, em função do peso atribuído a governos e comunidades locais.

*...com tarifas refletindo
custos ambientais*

Neste cenário, as políticas apoiadas pelo Banco Mundial no setor de saneamento buscam estimular tarifas realistas, as quais devem incorporar custos ambientais e associados à manutenção e depreciação dos custos fixos. É importante que a tarifa esteja ligada a quem consome e que busque desestimular um consumo excessivo de água, dados os custos crescentes de provê-la. É a tarifa realista, também, que permite financiamentos de longo prazo, garantindo que o serviço da dívida seja coberto pelo fluxo de caixa do projeto.

*Envolvimento das três
esferas de governo*

No setor de saneamento, o modelo institucional ganha em complexidade por envolver necessariamente os três níveis de governo. O planejamento deve ser feito por agência nacional, à qual caberia financiar e definir padrões. A agên-

cia regional seria entidade operadora, reguladora e supervisora dos mercados locais, enquanto as comunidades locais geririam os sistemas e responderiam pela arrecadação de tarifas (World Bank, 1994:73-83).

Em termos da participação privada, dois modelos se destacam, à semelhança do setor elétrico. No caso do Reino Unido, a privatização implicou a venda das empresas de tratamento e distribuição de água. Já na França, a tradição no setor é de "leasing" de equipamentos públicos ao setor privado, com os investimentos feitos pelo poder público (Quadros 4.4 e 4.5).

Modelos britânico e francês...

No caso da França, não há agência autônoma de regulação, prevalecendo a gestão dos sistemas na mão de empresas privadas oligopolistas, em regime de tarifas fixas. A eficiência é buscada essencialmente pela comparação entre os concessionários ("yardstick competition"). O modelo anglo-saxão, por sua vez, enfatiza a introdução de concorrência para ingresso no mercado (já que não é viável a oferta competitiva) e agências autônomas de regulação (Lorrain, 1993:16-19,28,38).

...com diferentes formas de concorrência

QUADRO 4.4

PRIVATIZAÇÃO DO SETOR DE SANEAMENTO NO REINO UNIDO

Em 1989, as dez empresas regionais de tratamento e distribuição de água na Inglaterra e País de Gales (Water Authorities) foram privatizadas, com arrecadação chegando a US\$ 8,5 bilhões. As empresas se transformaram em sociedades anônimas de capital aberto, passando a ter cotação em bolsa de valores. Foram estabelecidos compromissos de investimento de US\$ 42,5 bilhões até o ano 2000, envolvendo a reconstituição da rede e o cumprimento das diretivas ambientais da Comunidade Econômica Européia.

Duas agências de regulação foram criadas: a primeira voltada para proteção da qualidade da água e o Office of Water Services (OFWAT), destinado a regular as tarifas e padrões de serviços. A fixação da tarifa é feita pela fórmula IPC (índice de preços ao consumidor) + K. O percentual K procura levar em conta os custos crescentes de provisão dos serviços ligados ao meio-ambiente. É acordado e fixado a cada cinco anos, tendo sido inicialmente estipulado em 5%, caindo em seguida para 4% (Cavalcanti, 1993:11-15).

As empresas inglesas tem se financiado nos mercados financeiros tradicionais, tendo inclusive buscado a internacionalização como, por exemplo, na gestão do sistema de saneamento de Buenos Aires, integrando um consórcio internacional junto com uma empresa francesa e outra espanhola.

QUADRO 4.5

O REGIME DE CONCESSÃO EM SANEAMENTO NA FRANÇA

O modelo francês em saneamento é descentralizado, com base nos governos municipais. Há cerca de 13.500 responsáveis locais pela distribuição de água e esgoto, sendo 47% públicos ("régie directe") e 53% privados. Na oferta de água tratada, o setor privado responde por cerca de 65%, contra 35% do setor público. No tratamento de esgotos, há maior importância do setor público (Chambolle, 1988:4).

No segmento privado, a forma mais importante de parceria é por intermédio do "leasing" dos equipamentos cujo investimento foi feito pelo governo local ("affermage"), geralmente pelo prazo de dez anos. A empresa privada é responsável pela operação, manutenção e cobrança, com a propriedade retornando à prefeitura ao final do prazo. No caso do concessionário fazer o investimento ("concession"), o prazo é mais longo, entre 25 e 30 anos. Pode haver esquemas mistos, com arrendamento de instalações existentes e compromisso de ampliação por parte do concessionário privado (Cordier, 1993:104-106; Kay, 1993:59-60).

O mercado privado em saneamento é dominado na França por dois grandes grupos, a Compagnie Générale des Eaux e a Lyonnaise des Eaux. Estas empresas têm tido uma estratégia de internacionalização agressiva desde o início da década de 80, com forte presença no mercado norte-americano (Faucheux, 1984).

A fixação da tarifa é estritamente local, com 1% destinado ao fundo financeiro para financiamento das comunidades pobres e 7% para agências regionais (Agences de Léau) que são responsáveis pelo planejamento do uso dos recursos hídricos, financiamento de estações de tratamento e proteção de mananciais (Rezende e Paula, 1993:14; Chambolle, 1988:6).

A descentralização e o reforço da participação do setor privado na provisão de serviços locais de água e saneamento também foram característicos dos EUA na década de 80, aproximando-os neste sentido do modelo francês, em função do emprego do instituto da concessão. Embora o financiamento dos investimentos tenha se dado majoritariamente pelas comunidades locais, os aumentos de custos do setor e a elevação dos prazos de retorno estimularam o financiamento por meio do lançamento de títulos lastreados na receita dos projetos e taxas específicas, de modo a diluir os custos do investimento sobre as gerações futuras. A emissão dos títulos pode ser garantida pelas receitas de empreendimentos de uma determinada região geográfica ("special assessment districts"), sendo os custos do projeto cobrados de seus beneficiários, de modo a se honrar o serviço da dívida.

Para se reduzir os custos e riscos, uma série de alternativas tem sido buscadas, como o estabelecimento de "covenants". Este é um compromisso pelo qual o emissor do título se compromete a não fazer uso de futuras emissões, de

Financiamento pelo mercado cresce nos EUA...

...com uso de 'covenants'...

modo a não ultrapassar uma determinada relação entre receita líquida e serviço da dívida. Ao mesmo tempo, os "covenants" podem estabelecer a prioridade no uso das receitas dos projetos, com a cobertura de custos operacionais e serviço da dívida vindo em primeiro lugar (AWWA, 1988:14-16).

Títulos com garantia bancária e prazos mais curtos também são opções de reduzir o custo, especialmente quando a taxa de juros de longo prazo cresce em relação à taxa de curto prazo ("yield curve" torna-se mais vertical). Alternativas de títulos híbridos entre renda fixa e variável também podem ser usadas, bem como dívida subordinada. As características variadas implicam níveis de "rating" diferentes por parte das agências classificadoras, alterando os custos de emissão (AWWA, 1988:32-36).

...e títulos com participação nos resultados

A redefinição do modelo de gestão e financiamento de saneamento no Brasil é um dos pontos da agenda de reformas estruturais e dependerá do destino do projeto de lei do setor de saneamento ambiental, em trâmite no Congresso Nacional. Muitos especialistas do setor vêm criticando o espírito do projeto, na medida em que reedita, na prática, a sistemática do Planasa (ver Quadro 3.1). Não há avanços em termos da descentralização das ações no setor ou de sua base financeira (Rezende e Paula, 1993:30).

Redefinição do modelo institucional no Brasil...

A proposta de criação de um novo fundo para financiar o setor, com base em recursos fiscais, como previsto no projeto de lei do setor de saneamento ambiental, é pouco realista tendo em vista o compromisso do governo com o ajuste fiscal (Dain e Verde, 1993; Lobo e Santos, 1993; Rezende e Paula, 1993). Não faz sentido esperar muito de um novo fundo fiscal quando o governo federal tem buscado a alternativa da alienação de patrimônio para sanear os fundos já existentes, via criação de moedas sociais (ver item "A dívida intra-setor público e a reforma patrimonial", p. 112).

...ainda apega-se ao passado

Um ponto importante para o setor de saneamento é a definição quanto à cobrança do uso da água. No Estado de S.Paulo, já foi aprovada a lei 7.663/91, enquanto projeto de lei referente ao mesmo assunto tramita no Congresso Nacional. A lei paulista criou a figura do usuário-pagador e usuário-poluidor, de modo que as empresas concessionárias (incluindo a Sabesp) terão de pagar pelo uso da água captada e emissão de efluentes (Guimarães, 1993:90-95). Este passo implica tratar a água como um bem econômico, sendo fundamental para garantir o apoio financeiro de órgãos multilaterais na contrapartida de projetos no setor (Fagá, 1994:17).

Cobrança pelo uso da água...

Os recursos resultantes da cobrança pelo uso da água serão destinados ao Fehidro (Fundo Estadual de Recursos Hídricos), gerido conjuntamente pelo Estado e municípios. Embora ainda esteja dependendo da definição dos

...cria alternativa de financiamento em São Paulo

critérios de cobrança (em fase de estudo coordenado pela FIPE-USP), é possível antever que o Fehidro pode se constituir em importante fonte de financiamento para o setor de saneamento. Embora possa cumprir um papel relevante no financiamento do setor, a cobrança pelo uso da água tem como limite a elasticidade renda e de demanda dos consumidores, não sendo realista supor que implicará em tornar o setor auto-sustentado financeiramente (Guimarães, 1993:97).

TRANSPORTE RODOVIÁRIO

*Investimento fixo
vultoso em transportes...*

O transporte rodoviário (além de pontes e túneis) é um caso típico de “club good”, sendo possível por meio da cobrança de pedágio garantir o princípio da exclusão. O nível elevado dos investimentos e dos “sunk costs”, ao lado dos crescentes custos ambientais e de segurança, fazem com que poucos projetos gerem fluxo de caixa suficiente para amortizar o investimento e garantir a manutenção.

*...com prazos de
amortização elevados*

No período de construção (dois a sete anos), mais longo se comparado a outros segmentos da infra-estrutura, o fluxo de caixa é fortemente negativo. Isso traz a necessidade de que o período de amortização dos financiamentos seja longo, elevando o prazo de retorno do investimento. Após a amortização, o fluxo de caixa é forte e estável, atraindo os investidores (Gerardin, 1989:8).

*Modelo norte-americano
não prescinde de
recursos fiscais
vinculados...*

A necessidade de alavancar interesses privados no setor tem levado de um modo geral a esquemas de financiamento híbridos. Nos EUA, o Intermodal Surface Transportation Efficiency Act (ISTEA) de 1991 regulamentou a participação do setor privado na construção rodoviária. É permitida a participação do governo federal a fundo perdido ou dos governos estaduais (via fundos reembolsáveis) até o limite de 50% dos investimentos (Glen e Reed, 1992: 2-4). A maior parte dos fundos federais tem origem no Highway Trust Fund, com receitas vinculadas de taxas e impostos sobre transporte e combustíveis (Munnell, 1993:26). A construção de estradas locais pode também ter parte dos recursos arrecadados pela própria comunidade beneficiária do projeto, por meio da criação de “county road districts” ou “road utility districts”. Estes distritos emitem títulos cujo pagamento se dá através de taxas cobradas sobre a propriedade local e pedágios (Glen e Reed, 1993, 4-5).

*...a exemplo da França e
Itália*

A experiência francesa de participação privada em transporte rodoviário data do início dos anos 70, a partir da criação de quatro concessionárias privadas, que se financiaram com garantias prestadas pelo Estado. Frente à crise do petróleo e retração da demanda, apenas uma permaneceu privada, sendo as demais estatizadas (Poupinel, 1993:141). No período recente, a concessão a

empreendedores privados na França é acompanhada de aportes de capital pelo poder público, assim como verificado na Itália.

A emissão de títulos garantidos pelo pedágio ou pela taxaço da valorização mobiliária ligada ao projeto é uma forma importante de viabilidade financeira do setor. Mas frente aos riscos já comentados durante o período de construção, sua colocação junto a investidores institucionais pode ser difícil. Uma alternativa possível é usar receitas de pedágio de rodovias já existentes para lastrear emissões ligadas a novos projetos.

Titulos com garantia do pedágio

Projetos BOT em infra-estrutura rodoviária têm sido um dos mais observados em países em desenvolvimento. Destacam-se a rodovia Norte-Sul na Malásia, com investimentos de US\$ 2,5 bilhões e o caso do México, onde investimentos de US\$ 10 bilhões implicaram a adição de 4 mil km. Problemas ocorreram, no entanto, na experiência mexicana, atestando a importância de prazos de financiamento adequados. Face ao reduzido prazo dos empréstimos, optou-se por concessões curtas (10 a 15 anos), conduzindo a níveis tarifários de cinco a dez vezes os praticados nos EUA. A demanda reduzida acarretou a necessidade de renegociar o endividamento e o prazo das concessões (30 anos), além da proibição de que veículos pesados continuassem a utilizar as estradas antigas (World Bank, 1994:97).

Projetos BOT em países em desenvolvimento e as lições do fracasso mexicano

A participação do setor privado na gestão de estradas e pontes no Brasil está em estágio relativamente adiantado frente aos demais setores, já tendo sido feito o arrendamento da rodovia Dutra e da ponte Rio-Niterói. Operações de "leasing" de empreendimentos existentes com obrigação de ampliações ("wraparound addition"), estão previstas no Estado de São Paulo nos casos do complexo Anchieta-Imigrantes e rodovias Carvalho Pinto, Castelo Branco e Bandeirantes. Nesta modalidade, a obtenção de empréstimos é facilitada uma vez que as rodovias já auferem receitas de pedágio.

Concessões de projetos existentes no Brasil...

Não há, entretanto, exemplos de construção de projetos inteiramente novos (a não ser de pequena escala, como no caso de pontes), desafio ainda a ser superado, já que implica mecanismos de "funding" complexos frente aos riscos do período de construção (a esse respeito, ver Quadro 4.6 sobre o túnel da Mancha). A viabilidade de projetos de investimento novos é dificultada no Brasil pela inexistência de fundos fiscais ou de impostos vinculados ao setor rodoviário, a exemplo do verificado no contexto internacional.

...mas falta de recursos públicos dificulta projetos novos

TRANSPORTE FERROVIÁRIO

O transporte ferroviário é um segmento da infra-estrutura que tem assistido a um renascimento nas últimas duas décadas, depois de um período de franca decadência em função do grande desenvolvimento do transporte rodoviário e aeroviário após a Segunda Guerra Mundial. Este crescimento está

Renascimento do transporte ferroviário

QUADRO 4.6

O TÚNEL DA MANCHA

Com previsão inicial de custos da ordem de 4,8 bilhões de libras esterlinas, o túnel sob o Canal da Mancha acabou em gastos de mais do que o dobro deste valor (9,75 bilhões de libras), sendo o maior investimento privado em infra-estrutura do período recente. A estrutura de financiamento contou com duas camadas, sendo uma de capital (1,58 bilhão de libras) e outra de empréstimos (7,3 bilhões de libras), junto a sindicato de 210 bancos. Foi feita também captação adicional de 1,8 bilhões de libras em bônus conversíveis ou com "warrants" (Bennett, 1993:59).

A base acionária foi levantada por meio de oferta pública, sendo a empresa Eurotunnel cotada nas bolsas de Londres e Paris, com cerca de 650 mil acionistas. Os empréstimos só contam com a garantia do fluxo de caixa do projeto e seguros. Os bancos também podem assumir a administração da empresa em caso de inadimplência. Os empréstimos têm cláusula de refinanciamento após 11 anos, com reembolso total em 18 anos (Tiong, 1991:29; Gerardin, 25). Apesar da inexistência de garantias públicas, os governos de França e Reino Unido apoiaram indiretamente o projeto ao investirem em acessos ferroviários e no TGV-Nord (França), indispensáveis para a viabilidade do túnel (Chapon, 1993:175; Martinand, 1993:7-8).

O êxito do empreendimento foi severamente ameaçado pelo grande aumento dos custos frente ao previsto e por adiamentos na entrada em operação. Críticos enfatizam que pela magnitude dos investimentos e riscos envolvidos (o túnel enfrenta a concorrência de aviões e "ferry-boats"), alguma garantia pública (via dívida subordinada "stand-by") deveria ter sido incluída. Especialmente levando-se em conta que parte significativa do aumento de custos foi resultante de sucessivas mudanças em exigências ambientais e de segurança, em função de adequação a normas da Comunidade Européia (Bennett, 1993:60-63).

associado aos custos ambientais elevados envolvidos no transporte rodoviário e ao desenvolvimento tecnológico, especialmente a partir do advento dos trens de alta velocidade.

A privatização no setor ferroviário implica transformar um modo integrado de operações em um não integrado, separando-se a infra-estrutura de capital fixo, controle de tráfego e transporte. Frente às elevadas economias de escala nos investimentos em trilhos, sinalização e estações, a participação privada é viável sobretudo na prestação do serviço de transporte, por meio de operadores competitivos. O formato guarda alguma semelhança com o modelo do setor elétrico, mantendo-se o monopólio público ou privado da rede (Nash e Preston, 1993:94-95; Baumgartner, 1993:37-47).

O uso da infra-estrutura seria cobrada dos operadores privados com base no custo marginal de longo prazo, sendo os déficits cobertos por aportes fiscais.

Privatização envolve desverticalização...

...não prescindindo de recursos públicos

No caso dos EUA, a cobrança dos usuários das linhas pode só cobrir o custo marginal de curto prazo, com o poder público cobrindo o custo marginal de longo prazo em função das externalidades. O apoio estatal também pode se dar em linhas deficitárias, caso em que a competição na seleção dos operadores poderia minimizar o subsídio (Nash e Preston, 1993:94-95; Walrave, 1993:149-150). Na Europa, cerca de 50% dos custos do transporte ferroviário são cobertos por tarifas, com os restantes 50% correspondendo a subsídios. Diretiva da CEE já estabeleceu como objetivo a separação da infraestrutura (rede) do serviço de transporte.

Uma experiência pioneira de quebra do monopólio verticalmente integrado ocorreu na Suécia, onde as atividades de gestão da infra-estrutura e serviço de transporte ficaram sob responsabilidade de duas empresas públicas distintas, a partir de 1988. A empresa de transporte paga pelo uso da rede, embora ambas fossem deficitárias e necessitassem de aportes do Estado. O objetivo da separação, no entanto, é estimular operadores competitivos, prevendo-se que o monopólio da empresa de transporte termine a partir de janeiro de 1995 (Larsson e Ekström, 1993:57-60).

Experiência pioneira na Suécia...

Outros países europeus têm adotado a separação entre operação e rede de infra-estrutura. Na Alemanha, isso estava previsto para 1994, com novos operadores tendo acesso à rede, com as linhas locais passando à responsabilidade dos governos locais ou regionais. O modelo tem semelhanças com o empregado na Suíça e Holanda. Na Itália, trens de alta velocidade serão financiados conjuntamente entre os setores público e privado (Walrave, 1993:153).

...seguida em outros países da Europa continental

Outra alternativa é o "unbundling" vertical, procedendo-se à separação regional do monopólio integrado. É o caso do Japão, que em 1987 dividiu o monopólio nacional em cinco empresa regionais, com venda de ativos. As empresas assim constituídas pretendem ter ações cotadas em bolsa (Walrave, 1993:153).

Monopólios regionais no Japão...

A política estabelecida no Reino Unido em julho de 1992 para a privatização da British Rail é um misto dos dois modelos descritos. Propôs-se a venda da empresa de transporte de cargas ao lado do estabelecimento de operações competitivas no transporte de passageiros, via "leasing" dos equipamentos públicos. A British Rail permaneceria proprietária da rede e infra-estrutura (Nash e Preston, 1993:103). No entanto, este processo ainda não foi concluído, em função de impasses no processo decisório (Moreira, 1994:98).

...e modelo híbrido no Reino Unido

Em contraste com este cenário está o caso francês, no qual os investimentos têm sido feitos pela SNCF, não havendo previsão de desagregação do

Limites para financiar modelo estatal francês

monopólio estatal. Ambicioso plano de expansão dos trens de alta velocidade (TGV) prevê gastos de FF 210 bilhões (cerca de US\$ 40 bilhões) até o ano 2010, envolvendo 16 novas linhas, em um total de 4.700 km. O financiamento com garantia estatal é visto como mais indicado, uma vez que garante menores taxas de juros, com o poder público aportando capital no caso de projetos com taxa de rentabilidade não adequada (Fève, 1993:129-130). Mas, como já comentado (item "A emissão de títulos securitizados e os investidores institucionais", neste capítulo), o volume dos empréstimos pode elevar o risco pela concentração do serviço da dívida.

*Dificuldades para
definição do modelo no
Brasil*

A deterioração do setor ferroviário na América Latina em função da paralisia dos investimentos pode ser expressa no simples fato de que somente 60% das locomotivas são operacionais (World Bank, 1994:27). No Brasil, as privatizações da RFFSA e da Fepasa devem implicar tanto a regionalização como a desagregação das atividades de transporte frente à infra-estrutura (Barat, 1993:99). Isso atende tanto à necessidade de introduzir a oferta competitiva de serviço no setor, como busca enfrentar o problema das dimensões continentais do país. Permanece, contudo, a incógnita de como será viabilizada a privatização dos serviços em regiões de baixa densidade econômica e populacional, como nas regiões norte e nordeste, ao mesmo tempo em que o setor enfrenta elevado grau de endividamento.

TELECOMUNICAÇÕES

*Revolução técnica em
telecomunicações...*

O setor de telecomunicações é sem dúvida aquele em que o desenvolvimento tecnológico mais revolucionou os monopólios existentes, implicando uma ampla redefinição no padrão de concorrência e nas necessidades de financiamento. A base técnica microeletrônica produziu uma grande aproximação entre informática e telecomunicações, gerando o ramo da telemática.

...impulsiona concorrência

Uma segunda barreira tecnológica vem sendo superada recentemente, aproximando as telecomunicações dos segmentos de difusão televisiva e entretenimento. Enquanto no setor elétrico e de ferrovias as "redes" de transmissão/transporte permanecem como monopólios naturais, em telecomunicações há três diferentes tecnologias de transmissão que competem entre si: satélites, rádio celular e fibra ótica (Barat, 1993:5-7).

*Inviabilidade de
monopólios locais...*

A telefonia celular tem competido fortemente com as redes locais, ao mesmo tempo em que observou-se uma internacionalização dos operadores de telecomunicações europeus e japoneses, viabilizando o "by-pass" do fornecedor local de serviços, rompendo seu poder monopólico. A ruptura dos monopólios locais, por sua vez, abalou políticas tarifárias que envolviam subsídios cruzados (Barat, 1993:53).

Os vultosos investimentos associados à mudança na base tecnológica têm promovido um intenso processo de privatização no setor, geralmente por meio de venda dos monopólios públicos. Desde 1984, cerca de US\$ 100 bilhões foram envolvidos nestas privatizações, como no Reino Unido, Japão, Chile, México, Argentina e Singapura. Aguarda-se para 1996 a privatização da Deutsche Telekom, avaliada em cerca de US\$ 33 bilhões e com um plano de investimentos de US\$ 126 bilhões em cinco anos (Teitelman *et alii*, 1993:51,55; Pearson, 1994:37). Segundo estimativas da IFC, os países em desenvolvimento teriam de investir de US\$ 24 a 30 bilhões/ano se quiserem expandir a 12% a.a. (taxa só alcançada na Malásia, Coréia do Sul e França) a instalação de novas linhas (Teitelman *et alii*, 1993:51).

..estimula a privatização

As dificuldades em cumprir os investimentos necessários ao fornecimento integrado dos serviços de informação e telecomunicações podem ser vistas no caso francês. O plano de construção da "super-estrada de informação" ("information highway"), envolvendo a conexão de cinco milhões de residências e estabelecimentos comerciais, implica investimentos anuais de cerca de US\$ 20 bilhões até o ano 2000. Com um endividamento total de US\$ 19,8 bilhões, a France Telecom já enfrenta problemas para honrar o serviço de suas dívidas (Ridding, 1994:11).

Monopólios públicos com restrições para financiar

No Brasil, o impacto da concorrência dos operadores internacionais levou à definição de uma política de mudança na estrutura tarifária em 1992, com redução gradativa das tarifas telefônicas internacionais e elevação da tarifa referente à assinatura básica não-residencial e serviço local, a exemplo do verificado no México (Barat, 1993:66; World Bank, 1994:58). Esta política, entretanto, foi prejudicada pela implementação do plano de estabilização.

Mudança tarifária atrasada no Brasil...

A definição da participação do setor privado no setor de telecomunicações no Brasil tem se limitado a parcerias via prestação de serviços, face ao monopólio determinado na Constituição para concessionárias públicas. Como já comentado, as telecomunicações estão contempladas na lei 8.987, o que permitirá desenvolver um modelo competitivo para o setor a partir da mudança do texto constitucional, prevendo a possibilidade de concessionários privados. A presença de novos agentes e interesses no setor fará necessária a estruturação de um órgão de supervisão autônomo para o setor (Barat, 1993:119).

...e modelo institucional dependente da mudança da Constituição

Considerações Finais

A política financeira: “finance” e “funding”

A revisão teórica feita nesta tese ressalta com força a visão de que a institucionalidade dos sistemas monetários e financeiros deve ser o primeiro critério na formulação de reformas e sugestões de política econômica, especialmente no caso de países em desenvolvimento.

O grande desafio para um país em desenvolvimento - mas não o único - é a busca de alternativas de “funding” para os financiamentos de longo prazo. A sofisticação recente dos sistemas financeiros não significou uma maior colagem das instituições financeiras com o capital produtivo. Na ausência de políticas de crédito, parece que a oferta monetária é *mais endógena* em relação à circulação financeira e *mais exógena* no que se refere à circulação industrial. É necessário buscar, no campo das novas formas de gestão de risco, políticas de crédito e formatos institucionais inovadores que apoiem o processo de investimento.

Uma característica distintiva do pensamento de Keynes é não aceitar a dissociação entre moeda e crédito. Não é possível buscar moldar ou aperfeiçoar as instituições monetárias sem uma visão integrada com o mundo das finanças. Mais do que isso, é necessário entender como uma *política financeira para o financiamento de longo prazo* se articula com a própria política macroeconômica de curto prazo, o que significa, no mundo keynesiano, compatibilizar a definição de fontes de financiamento de longo prazo – o “funding” com as condições que governam a liquidez e a taxa de juros de curto prazo – o “finance”.

A *convergência de políticas nos planos micro e macroeconômico* se torna uma tarefa relativamente mais complexa nos dias de hoje, com sistemas financeiros internacionalmente integrados e marcados pela gestão de passivos e securitização. Até o final dos anos 60, a existência de controles cambiais permitia maior autonomia entre as políticas monetárias e de câmbio, mesmo em um contexto de taxas de câmbio fixas. Isso possibilitava trabalhar com políticas de crédito seletivas com base no redesconto do banco central. Estas baseavam-se no racionamento do crédito a taxas de juros estáveis,

explorando o espaço do financiamento inflacionário. As políticas fiscais, por outro lado, não implicavam grandes necessidades de financiamento para o setor público. Os mercados monetários, assim, eram relativamente pouco desenvolvidos, o que se explicava também pelo papel preponderante do banco central no suprimento das reservas bancárias.

Este cenário tinha uma correspondência no plano microeconômico. A primazia da intermediação financeira bancária associava-se à gestão do sistema de pagamentos pelos bancos. Isto suscitava a necessidade de introduzir uma regulamentação operacional forte, abrangendo controles de juros ativos e passivos e a segmentação institucional, vinculando tipos de depósitos a aplicações determinadas.

A articulação entre os planos micro e macro, portanto, era facilitada pela possibilidade de manejar de modo discricionário os fluxos monetários e de capitais externos, direcionando-os para as atividades produtivas via crédito bancário. O Brasil foi, inclusive, bastante criativo neste sentido, combinando financiamentos bancários externos, desenvolvimento precoce do mercado aberto, poupança compulsória e políticas de redesconto com "spread" negativo.

Este modelo perdeu sua funcionalidade nos anos 70, tanto por mudanças nas políticas macroeconômicas como por pressões competitivas oriundas do plano micro. O viés inflacionário apontado por Chick, ao lado do papel do déficit público em absorver o ônus de ciclos de endividamento, destacado por Minsky, trouxeram mudanças de fundo. Desenvolveram-se com rapidez os mercados monetários domésticos e uma série de "quase-moedas" alteraram o significado da preferência pela liquidez. O desenvolvimento do Euromercado intensificou o fluxo de capitais e forçou uma política gradual de liberalização das práticas financeiras domésticas. Com a crise dos grandes bancos internacionais, no início dos anos 80, este processo reforçou-se para viabilizar novas formas de captação e empréstimo, com ênfase nos mercados de títulos negociáveis. Os bancos comerciais perderam a primazia do processo, deixando de ser o "topo do nexo causal", como apontava Keynes.

O relaxamento ou mesmo a abolição dos controles de capitais, o crescimento dos mercados monetários, o maior entrelaçamento entre as políticas monetárias e cambiais caminharam ao lado de medidas de desregulamentação, abolindo-se controles de juros e reduzindo-se a segmentação institucional. Se de um lado a gestão monetária sepultou metas intermediárias sobre os agregados, tampouco significou a redenção das políticas keynesianas convencionais de monitoramento dos juros. A transmissão monetária ganhou novos condicionantes, problematizando principalmente o controle das *taxas de juros de longo prazo*.

Neste novo cenário, as políticas monetária e de crédito perderam a sua simplicidade original. O “finance” deixou de apenas envolver a política de reservas do banco central, e passou a incluir a política cambial e de controle de capitais, a política fiscal e de dívida pública e inclusive a regulamentação financeira. Perdeu-se a possibilidade de efetuar uma articulação direta da política monetária com mecanismos de financiamento de longo prazo ou, em outras palavras, *problematizaram-se os mecanismos de integração entre “finance” e “funding”*.

O processo de securitização – o ingresso no estágio 6 de Victoria Chick – teve como lado positivo garantir uma rápida recomposição dos mecanismos de financiamento de longo prazo, após a crise dos bancos internacionais no início dos anos 80, permitindo a continuidade e mesmo ampliação do financiamento empresarial. Novos atores surgiram, especialmente os “money managers”, além de novas técnicas e produtos sofisticados para gerir os riscos operacionais, o mercado de derivativos.

A proliferação de títulos negociáveis e a ação dos “market makers” alteraram o conceito de preferência pela liquidez, frente à crescente profundidade dos mercados secundários. A maior liquidez destes mercados, contudo, tem como base arbitragens sustentadas de modo crescente no crédito, especialmente em decorrência das pressões competitivas de um espectro maior de intermediários financeiros, em um mundo globalizado financeiramente. Isto trouxe uma endogenia monetária perversa, pois freqüentemente desconectada do financiamento da formação de capital.

A articulação entre os planos micro e macroeconômicos não se fará via liberalização agressiva e com base em forças do mercado. Sucessivas crises financeiras em países desenvolvidos e em desenvolvimento mostraram que a ausência de políticas preventivas cobra um ônus excessivo da sociedade, inclusive afetando a coerência da política monetária e cambial, pelo acúmulo de pesados rombos que inevitavelmente elevam os déficits fiscais. A implementação de *políticas financeiras* se faz hoje uma necessidade tanto do ponto de vista de *garantir o financiamento produtivo*, como de *sustentar a credibilidade da política macroeconômica*.

O caráter desta política é sobretudo de atuação *preventiva*, buscando inibir a elasticidade do crédito em provocar ciclos especulativos em ativos reais. A ênfase em requisitos de capitalização, índices de liquidez e critérios de diversificação de riscos das instituições financeiras têm sido a tônica nos países desenvolvidos, com aumento do poder discricionário para que a intervenção pública se dê *ex-ante*, minimizando custos fiscais e sociais.

O raio de abrangência da política financeira aumentou em função da necessidade de combiná-la com a regulamentação das práticas de investidores institucionais e do mercado de capitais. O próprio conceito de supervisão, neste caso, se altera. No lugar da idéia de monitorar bancos por meio do acesso a informações sigilosas, surge a necessidade de elevar o grau de informações disponíveis ao público em geral ("disclosure"), com impactos na própria gestão empresarial.

As políticas financeiras também passam a reclamar um maior grau de coordenação, tanto entre os planos micro e macro como entre as diversas atividades que hoje compõem o sistema financeiro. Políticas de elevação das taxas de juros de curto prazo não podem mais deixar de avaliar o impacto sobre as taxas de longo prazo, as quais influenciam o desempenho atuarial dos investidores institucionais. Igualmente, políticas de desregulamentação externa dos mercados financeiros e de capitais não podem ser feitas independentemente do impacto na política cambial.

Defender a necessidade de políticas financeiras mais ativas não significa, como querem muitos, o retorno à introdução dos controles cambiais, da segmentação institucional, do racionamento de crédito e do redesconto a setores prioritários. A volta ao passado não mais é viável pois não depende de uma mera reversão das políticas macroeconômicas e financeiras, uma vez que o processo de institucionalização da poupança apresenta-se como irreversível. O "fundíng" do processo de investimento, desta forma, passou a vincular-se à lógica dos investidores institucionais, reclamando novos instrumentos financeiros e mudanças na própria estrutura de propriedade do capital.

Tendem a perder espaço, neste cenário, formas de conglomeração entre empresas financeiras e produtivas, que se apoiaram em mecanismos de financiamento cruzado intra-grupo e que acarretavam a atrofiação do mercado de capitais interno e induziam um grau reduzido de informação, uma vez que o crédito era a forma preferencial de financiamento. Em outras palavras, o *capital financeiro*, forma de articulação entre empresas e bancos característica da Alemanha e Japão, dentre outros, perdeu sua funcionalidade no contexto recente das finanças internacionais, frente aos requisitos produzidos pelo crescimento do mercado de capitais. Já no caso de países com forte segmento produtor estatal na indústria e infra-estrutura, a *desestatização* e *novas parcerias público-privadas* surgem, respectivamente, como os formatos indicados para atração dos novos investidores.

Brasil: uma política financeira de longo prazo

Na redefinição da base institucional do sistema de financiamento do Brasil, três aspectos centrais devem ser considerados:

- o papel preponderante do mercado monetário e o peso reduzido do mercado de capitais e dos investidores institucionais;
- a crise fiscal e o elevado endividamento intra-setor público;
- a necessidade da ação pública de fomento e de regulamentação.

Mercado monetário e mercado de capitais

Não é necessário reprimir os motivos que conduziram no Brasil a um crescimento anômalo do *mercado monetário*, que serviu de base à emissão da moeda indexada. O importante é destacar que seu formato atual deixa a desejar em um contexto de estabilidade e crescimento econômico, embora possa possuir uma sofisticação e técnicas operacionais invejáveis.

Uma série de modificações deverão ser feitas no sentido de adequar este mercado a um cenário de estabilidade. Um ponto crucial diz respeito ao funcionamento do *redesconto*. Este instrumento é indispensável para garantir um processo seguro de reintrodução do crédito ao setor privado. Tal como apontado no cenário internacional, o redesconto é um instrumento que deve ser usado para reforçar a consistência da política macroeconômica, podendo ser utilizado, por exemplo, para inibir ataques especulativos contra a taxa de câmbio.

Cabe, entretanto, reconhecer o papel limitado que o redesconto punitivo pode ter contra a especulação em ativos, dado que seus preços podem apresentar fortes oscilações, de forma desconectada dos índices da produção corrente. Mas isto não invalida a idéia de manter mecanismos seletivos, uma vez que as taxas punitivas tendem a prejudicar o alongamento dos prazos do crédito ao setor produtivo, mais sensível a movimentos dos juros de curto prazo. A política de redesconto deve funcionar como uma garantia contra situações de anormalidade, preservando a circulação industrial, e não como fonte de recursos para as operações de crédito para este ou aquele setor.

O mercado monetário, ainda, deve passar pela diversificação de instrumentos, notadamente pela incorporação de títulos privados (principalmente o "commercial paper"). Utilizar estes papéis como base de uma política de redesconto pode ser um importante mecanismo de fortalecimento da transmissão monetária. Isto também seria importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, sendo compatível, ainda, com o peso crescente dos fun-

dos mútuos de renda fixa no sistema de pagamentos, que tendem a ser grandes compradores de "commercial paper".

Um aspecto essencial neste processo, e que articula os comportamentos dos mercados monetário e de capitais, é a recém-criada taxa de juros de longo prazo. Sem uma taxa de referência, a diversificação dos instrumentos financeiros nestes mercados, por intermédio do "rating", fica bloqueada e o mecanismo de transmissão da política monetária perde seu sentido. A diferenciação de taxas de acordo com prazos e riscos do emissor é um importante instrumento de indução à eficiência empresarial, coerente com a diversificação dos instrumentos emitidos e da base de investidores.

O *mercado de capitais* é provavelmente o segmento que mais demanda redefinições de natureza institucional, pois no passado cumpriu no Brasil um papel secundário. Não faziam parte da lógica do modelo tripartite – empresa estatal, capital privado externo e empresa nacional de base familiar – políticas de abertura de capital e de separação entre propriedade e gestão, o que se compatibilizava com um padrão de financiamento em que o "funding" era provido pelo crédito bancário internacional e público.

O fraco desenvolvimento do mercado de capitais apoiou-se em práticas viciadas e regras pouco voltadas para o interesse dos investidores e analistas, com limitações praticamente de todas as ordens: grau de informação, características dos instrumentos negociados, liquidez dos mercados secundários, políticas de dividendos. Os defensores do "status quo", contudo, beneficiaram-se dos mercados cativos (compulsórios) e tiveram até o momento o alibi da inflação elevada para adiarem a discussão de mudanças de vulto.

É importante enfatizar o *duplo papel* a ser cumprido pelo mercado de capitais. O mais conhecido é o papel de elevar as possibilidades de *capitalização* e "funding" para o setor empresarial, a partir de instrumentos mais flexíveis e "engenharias financeiras". Mas para isso ser sustentável, é indispensável um *mudança na gestão empresarial*, o que no caso brasileiro supõe maior eficiência na gestão da empresa pública e superar os limites da administração familiar. Neste último caso, são necessários processos de abertura efetiva de capital das empresas grandes e médias, que possibilite o controle acionário compartilhado.

Este processo de abertura seria acompanhado de uma maior integração entre o capital bancário e produtivo, mas em bases distintas da articulação banco-indústria característica das economias alemã e japonesa, na medida em que se daria preferencialmente via participações minoritárias, envolvendo também os fundos de pensão. Exemplos deste tipo de controle compartilhado

foram observados na privatização do setor siderúrgico e em alguns processos recentes de reestruturação societária de grandes grupos privados.

A ampliação do mercado de capitais também implicará diversificar a base de títulos negociados, em especial aqueles que combinam características híbridas entre renda fixa e variável. Ao mesmo tempo, exige aperfeiçoar os mercados secundários, em especial a definição da sistemática de "market makers" nas bolsas e o desenvolvimento do mercado de acesso, estimulando a participação de empresas de médio porte e barateando processos de abertura de capital a partir da criação de classes especiais de companhias abertas. A modernização dos mercados secundários de valores mobiliários, por sua vez, é indispensável para atenuar o movimento de "exportação de liquidez" para o exterior via ADR e GDR, o qual depende (excluído o risco cambial) da maior negociabilidade das ações.

A dupla função a ser exercida pelo mercado de capitais tem correspondência com o papel a ser cumprido pelos *investidores institucionais*. O caráter estrutural do comprometimento crescente das receitas públicas com gastos em seguridade social e meio-ambiente torna indispensável reformas previdenciárias no sentido de definir o "funding" para os passivos previdenciários, o que tende a impulsionar o desenvolvimento de fundos de pensão em regime de capitalização. O setor de seguros, por sua vez, é aquele que apresenta o maior potencial de expansão, tendendo crescentemente a ofertar produtos híbridos que propiciarão um alongamento de prazos da poupança familiar. Seu crescimento dependerá fortemente de medidas de desregulamentação e abertura do setor, fortemente limitado pela estrutura cartorial vigente.

É importante destacar aqui a profunda mudança em termos da composição da riqueza privada trazida pelo crescimento dos ativos dos investidores institucionais. Ao longo dos anos 70, a expansão do setor financeiro foi alavancada especialmente pelo crescimento do mercado monetário. Com a crise dos anos 80, a polarização da riqueza entre os setores público e privado concentrou a riqueza financeira em títulos públicos de curtíssimo prazo, que deram origem ao fenômeno da moeda indexada. A década de 90, por sua vez, deverá ser marcada pelo crescimento e diversificação dos ativos dos fundos de pensão e fundos mútuos de investimento e, provavelmente, por um grande crescimento do mercado segurador.

Esta mudança na composição da riqueza só será possível se houver uma efetiva mudança na estrutura empresarial, com o desenvolvimento dos mercados de ações e debêntures, de modo que os lucros gerados pelo crescimento econômico sejam compartilhados com os poupadores institucionais. Isto propiciará uma transferência de renda entre gerações da sociedade que per-

mitirá garantir, de um lado, a saúde atuarial dos fundos e financiar a expansão do investimento empresarial, de outro.

Os investidores institucionais, contudo, não podem ser vistos meramente como supridores de recursos a serem dirigidos a este ou aquele setor. A gestão adequada de ativos destes investidores é um dos aspectos mais importantes de uma política financeira moderna. Para tanto, os investidores institucionais, a exemplo do que já vem sendo observado, deverão participar da gestão de empresas e empreendimentos, contribuindo para a profissionalização dos mesmos.

O segmento de infra-estrutura é um dos grandes desafios neste novo cenário. Mudanças tecnológicas, desafios ambientais e novas técnicas de "pricing" abriram novas perspectivas de financiamento ao setor, frente a um processo de estagnação ou retração dos investimentos ao longo da última década, associado ao esgotamento da capacidade do setor público em arcar isoladamente com os pesados investimentos exigidos. É natural, neste sentido, que fundos de pensão e seguradoras participem do financiamento do setor de infra-estrutura, uma vez que o crescimento deste segmento é vital para a própria continuidade do processo de acumulação, do qual dependem os fundos para rentabilizar seus ativos e cumprir seus compromissos atuariais. A contribuição do setor de seguros, inclusive, ultrapassa a mera provisão de fundos, uma vez que a estrutura financeira do "project financing" demanda uma forte base de seguros, em função da repartição de riscos.

A política financeira deve ser orientada no sentido de que os investidores institucionais se constituam em base preferencial de "funding" para a indústria e, em especial, da infra-estrutura. A saúde financeira dos fundos deve ser buscada a partir da própria dinâmica de mercado, ao mesmo tempo em que a regulamentação prudencial deve procurar evitar que haja concentração em aplicações de curto prazo ou pressão sobre o preço dos ativos reais, o que elevaria o risco atuarial destas instituições, prejudicando a própria condução da política macroeconômica.

A crise fiscal e o endividamento intra-setor público

Ao longo dos anos 80, o enfoque dado à reforma fiscal no Brasil privilegiou o ajustamento *corrente* das contas públicas, enfatizando a necessidade de redução do déficit governamental. Menos atenção foi concedida ao problema das dívidas acumuladas por bancos e empresas públicas, em especial à importância de se sanear os *estoques* de dívida existentes. Prevaleceu a visão de que este expediente seria contornado por meio de sua compatibilização com o ajuste *corrente*. Vários esquemas de refinanciamento e rolagem foram

tentados, enquanto em alguns casos prevaleceu o calote puro e simples. Nenhum avanço relevante foi obtido por meio deste caminho, ao mesmo tempo em que novas dívidas se acumularam, muitas vezes sem ligação com a recuperação do investimento público.

Estoques elevados de endividamento e rolagens financeiras fictícias são a antítese do necessário para recuperar o crédito público e o aval do Tesouro como instrumento efetivo no contexto de finanças securitizadas e crescimento do mercado de capitais. É indispensável que se avance na direção de políticas de encontro de contas e saneamento patrimonial, seguindo dois exemplos importantes: as moedas de privatização e o acerto do setor elétrico por meio da lei 8.631/93, este entre União e Estados.

A definição das "moedas sociais" tem um papel de grande importância a cumprir no saneamento de dívidas junto aos fundos sociais e na própria reforma da previdência. Em casos em que processos de privatização não estejam diretamente vinculados à securitização de dívidas, é *indispensável* que suas receitas sejam usadas para o saneamento do Estado e não para postergar o seu ajuste corrente. Deve-se evitar políticas como a do Estado de São Paulo, que no passado recente vendeu patrimônio público para sustentar gastos de custeio inflados, ao mesmo tempo em que acumulava um endividamento oneroso explosivo, base da grave crise que atualmente enfrenta.

A relação da reforma patrimonial com o saneamento financeiro do Estado também chama atenção para outro ponto: a necessidade de atrelar receitas fiscais a programas ou projetos de investimento. Expediente largamente usado em países desenvolvidos e em desenvolvimento, é a forma de se garantir fluxos perenes de recursos em projetos públicos, requisito de grande importância para viabilizar parcerias com o setor privado em empreendimentos intensivos em capital. Isto também evitaria que o investimento fosse a variável residual no gasto público. A crítica às vinculações deixa de levar em conta que, de fato, elas existem para o custeio. A legislação trabalhista e os dispositivos da Constituição de 1988 praticamente tornaram incomprimíveis os gastos com pessoal e inativos, embora não haja receitas específicas a eles vinculadas.

A recuperação da infra-estrutura demanda a reativação do investimento público, dado que o investimento privado será importante, mas complementar, com vários setores demandando inversões a fundo perdido. E recuperar o investimento público significa romper com a lógica corporativista de segmentos do sindicalismo estatal, que desejam manter o "status quo", com as receitas tributárias se destinando crescentemente ao custeio. Ao lado de permitir a vinculação de impostos e taxas a fundos financeiros que apoiem o

investimento em infra-estrutura, inclusive no âmbito estadual e municipal, seria importante impulsionar a utilização da contribuição de melhoria, forma prevista no texto Constitucional.

Políticas de fomento e regulamentação

Buscou-se defender ao longo desta tese que as instituições especiais de crédito ou bancos de fomento no contexto internacional cumprem um papel importante, mesmo em países que sempre tiveram mercados de capitais maduros. A importância das mesmas não decresceu no período recente, a ponto do Banco Mundial apontar a necessidade de revitalizá-las no contexto dos países em desenvolvimento.

Entende-se que o BNDES, BB, Finep e Sebrae são instituições com um papel estratégico em um novo padrão de financiamento da indústria e infra-estrutura. Não só por meio do crédito de longo prazo, mas sobretudo através de *novas modalidades operacionais ligadas ao mercado de capitais*, seguindo o exemplo de instituições de outros países. Isto envolve ação crescente em modalidades como prestação de garantias, avais, administração de fundos de investimentos, carteiras de participações e "underwriting". Estas novas modalidades operacionais, em substituição ao risco de crédito puro, vêm sendo implementadas de modo crescente por instituições de fomento no contexto internacional, em particular no caso dos organismos multilaterais e bilaterais em casos de "project financing" em infra-estrutura.

Por parte do BNDES, a política de fomento ao mercado de capitais deve buscar estimular processos de abertura de capital de empresas de médio e grande porte, particularmente das últimas. Isto poderia ser feito a partir da redução gradual dos limites de participação do banco nos empréstimos a estas empresas, ao mesmo tempo em que a instituição, a seu critério, poderia compensar a redução via aporte de capital ou aquisição de debêntures da empresa. Adicionalmente, o BNDES poderia praticar níveis de "spread" menores para companhias abertas, frente ao menor risco decorrente do maior nível de informações.

É importante preservar e mesmo ampliar a contribuição do FAT no "funding" do BNDES. Em particular, hipóteses cogitadas pelo atual governo de ampliar as transferências do FAT ao BNDES, bem como de considerá-las como aporte de capital (evitando o pagamento de encargos financeiros) seriam de grande importância, por serem favoráveis ao alongamento das operações ativas da instituição.

É importante que haja flexibilidade por parte das instituições de fomento federais para adotar novas posturas com relação ao "funding". A ênfase deve ser na captação em mercado e mesmo na criação de fundos geridos em regime de parceira com instituições privadas, em particular com os fundos de pensão, caminho que vem sendo explorado tanto no BNDES como no BB.

A situação conjuntural e estrutural das finanças públicas impede que recursos fiscais sejam acionados como no passado para apoiar operações de fomento. Mas cabe destacar a importância de apoiar as necessidades das micro e pequena empresas e risco tecnológico, segmentos em que recursos relativamente modestos têm a cumprir um relevante papel social e de competitividade. A definição de um "funding" diferenciado para apoiar estes segmentos, especialmente a partir de recursos do FAT, deve ser combinada com a criação de fundos de seguro e sociedades de caução mutual, no sentido de ações que o Sebrae, a Finep e o Banco do Brasil têm adotado.

Um comentário deve ser feito com relação aos bancos estaduais. A situação de crise que vive este segmento não deriva meramente de fatores conjunturais como o nível de atividade econômica ou política de taxas de juros. Estas instituições parecem ter perdido o próprio espaço de atuação dentro do sistema financeiro, na medida em que perderam a capacidade de financiar o setor público. Por outro lado, muitos estados liquidaram seus bancos de desenvolvimento, prejudicando a atividade de fomento mesmo no caso daqueles que criaram carteiras de desenvolvimento no banco múltiplo estadual, frente ao forte predomínio da cultura comercial. Assim, além do inadequado perfil operacional, os bancos estaduais têm sofrido pela falta de capitalização, frente à impossibilidade dos estados controladores em procederem ao aumento de capital sem perderem o controle acionário. Abrem-se então dois caminhos possíveis: ou os bancos são saneados e ajustados para atuarem no fomento, ou são privatizados como bancos comerciais que hoje são, cuja presença não se justifica mais no setor público.

O papel das políticas públicas no âmbito da *regulamentação* tende a ser igualmente vital, devendo ser implementadas *de modo autônomo frente às políticas de fomento*. Além disso, cumpre chamar atenção para a necessidade de *coordenação entre as instâncias reguladoras envolvidas*. No Brasil, demasiada ênfase tem sido dada à questão da independência do banco central e à gestão monetária, ficando a regulamentação financeira em um segundo plano. A necessidade de que a gestão pública seja preservada de interferências políticas particularistas não é exclusividade da política monetária. Mesmo que esta seja dotada de institucionalidade adequada, não conseguirá adotar políticas efetivas se as práticas financeiras especulativas ou mesmo ilícitas imperem no mercado, como apontado nas inúmeras crises financeiras recentes no cenário

internacional. O ponto fundamental é a promoção de uma política de regulamentação integrada envolvendo o sistema de crédito, mercado de capitais, investidores institucionais e mercados de derivativos.

Este ponto é reforçado pelo gradativo desaparecimento da segmentação institucional, com a tendência recente de bancos ingressarem em áreas de mercado de capitais e seguros e na administração de fundos de pensão. Ao lado de medidas que garantam um grau de capitalização e "disclosure" adequado, a regulamentação deve impedir vasos comunicantes entre os ativos dos conglomerados financeiros, de modo a preservar sobretudo o interesse dos consumidores de seguros e planos de aposentadoria.

Entende-se que o importante é garantir que a regulamentação e supervisão levem em conta os novos segmentos da intermediação financeira dentro de um fortalecimento coordenado da ação preventiva, como apontado no exemplo norte-americano e chileno, que tem como objetivo principal reduzir custos fiscais e sociais. Isto é ainda mais importante uma vez que a velocidade das transformações internacionais tem tornado insuficientes expedientes até pouco tempo vistos como inovadores - como, por exemplo, os requisitos de capitais do BIS, levando a que se busque um monitoramento mais direto dos mecanismos de gestão de risco das instituições.

Um conjunto muito grande de mudanças depende de alterações constitucionais e da legislação ordinária, como apontado ao longo desta tese, especialmente no que toca ao mercado de capitais, reforma da previdência, setor de seguros e outras. Por outro lado, entende-se que não cumpre um papel fundamental a definição da lei complementar do sistema financeiro prevista pelo art. 192 da Constituição. A lei 4.595/64 tem se mostrado um instrumento flexível em termos de possibilitar alterações ágeis na legislação financeira via resoluções do CMN. Rigidificar esta estrutura via lei complementar, que não pode ser alterada por legislação ordinária, seria contraproducente. Mais oportuno é reformar a lei 4.595 no que for preciso.

Uma nova estrutura de regulação também é necessária na área de serviços públicos, dentro de um novo modelo que permita a oferta competitiva, com participação do setor privado. Seria positivo se esta nova estrutura seguisse mais os modelos regulatórios do padrão anglo-saxão, com maior autonomia frente à burocracia estatal e com maior participação de consumidores e usuários. A idéia de entidades de regulação mais independentes não significa diminuir a importância do papel do Estado. Pelo contrário, a coerência deste novo padrão de regulação exige um maior esforço de coordenação e o resgate do planejamento em bases democráticas, de modo compatível com uma maior representação regional e local.

Bibliografia

ABRAPP

1992 *Cenários da previdência social e reflexos para os fundos de pensão*. Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada. Estudo elaborado pela EPGE/FGV.

ACIOLI, S.L.

1993 A Evolução recente do "corporate finance" das empresas alemãs. - versão preliminar - São Paulo, IESP/FUNDAP, mimeo.

AGUETTA, M.

1992 "Les dérapages de la finance japonaise". *Economie Prospective Internationale*, nº 51, Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales.

AGUETTA, M. ET ALII

1990 *Globalisation financière: l'aventure obligée*. Paris: Economica, Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales.

AKYÜZ, Y.

1991 *Financial liberalization in developing countries: a neo-keynesian approach*. Genebra, UNCTAD, Discussion Papers, nº 36, mar.

1992 *On financial openness in developing economies*. Genebra, UNCTAD, jun., mimeo

1993 *Financial liberalization: the key issues*. Genebra, UNCTAD, Discussion Paper nº 56, mar.

AKYÜZ, Y. E KOTTE, D.J.

1991 *Financial policies in developing countries: issues and experience*. Genebra, UNCTAD, Discussion Paper nº 40, ago.

ALBERTO JR., C.

1994 "Banco do Brasil e Sebrae criam linha de crédito para pequenas empresas". In: *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 26 de mai., p.17.

ALLEN, M. ET ALII

1990 *International capital markets: developments and prospects*. Washington, D.C., International Monetary Fund, (World Economic and Financial Surveys).

Almeida, J.S.G.

1994 *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80*. Tese de doutoramento, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, out.

Almeida, J.S.G. e Belluzzo, L.G.M.

1989 "Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo". *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, nº 23, p.120-127, mar.

1990 "Crise e reforma monetária no Brasil" *São Paulo em Perspectiva*, São Paulo, Fundação SEADE, v.4, nº 1, p. 63-75, jan/mar.

1992 "A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira" In: *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*, São Paulo, Paz e Terra.

AMSLER, Y.

1993 "Rôle de l'ingenierie et maîtrise d'ouvre dans le cadre de la concession". In: *L'experience française du financement privé des equipments publics*. Paris, Economica.

ANDIMA

1990 *Sistema de obrigações de estatais*. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, mimeo, jun.

1994 "Novas regras redefinem sistema financeiro". *Informativo Semanal*, set., especial.

ARRETICHE, M.T.S.

1993 *O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço e as políticas habitacionais e de saneamento básico*. Texto elaborado para o Projeto: "Balanço e Perspectivas do Federalismo Fiscal no Brasil". São Paulo, IESP/FUNDAP, nov.

ASIMAKOPOULOS, A.

1983 "Kalecki and Keynes on finance, investment and saving" *Cambridge Journal of Economics*, v. 7, nº -3/4, p. 221-33, set-dez.

1986 "Finance, liquidity, saving and investment" *Journal of Post Keynesian Economics*, v. IX, nº 1, outono.

AUGENBUCK, M. E CUSTER JR., B.S.

1990 *The build, operate and transfer ("BOT") approach to infrastructure projects in developing countries*. World Bank, Policy, Research and External Affairs Working Paper, WPS498, ago.

AWWA

1988 *Water utility capital financing*. American Water Works Association, Denver, manual M29.

BAER, M.

1993 *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. São Paulo, Paz e Terra.

BANCO MUNDIAL

1993 *La función del Banco Mundial en el sector de la electricidad*. Washington, D.C., documento de política.

BARAT, J.

1993 *Condições infra-estruturais da competitividade*. Texto elaborado para o projeto "Estudo da competitividade da indústria brasileira", MCT/FINEP, Campinas.

BARROS, J.R.M. ET ALII

1991 *O mercado financeiro em um cenário de estabilização*. MBE Associados, mimeo.

- BARROS, L.C.M.
 1990 *O sistema financeiro*. São Paulo, mimeo.
 1993 "Moeda indexada, uma experiência brasileira" *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 2, ago.
- BARROS, O. E MENDES, A.P.F.
 1994 "O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus". *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, nº 1, jun.
- BATES, P.
 1993 *The international credit rating process*. Trabalho apresentado no Seminário "Capital Markets & Corporate Finance", promovido pela Euromoney, Rio de Janeiro.
- BAUMGARTNER, J.P.
 1993 "Switzerland". In: *Privatization of railways*. 90a. Mesa Redonda da European Conference of Ministers of Transport, Paris, 4 e 5 de fev.
- BELLUZZO, L.G.M. E TAVARES, M.C.
 1986 "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea" In: Rêgo, J.M. (org.) *Inflação inercial, teorias sobre a inflação e o Plano Cruzado*, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- BENNETT, R.
 1993 "Morton's folly" *Euromoney*, London, p.59-63, jun.
 1994 "Why everyone seems to win with structured deals". *Euromoney*, p. 52-54.
- BENNETT, R. E SHIRREFF, D.
 1994 "Let's bash the hedge funds". *Euromoney*, abr., London, p. 26-33.
- BERG, E. E McDERMOTT
 1990 *Financing new investment in infrastructure in developing countries*. DAI report, preparado para o Banco Mundial, out.
- BESANT-JONES, J.E.
 1990 *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C., World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.
- BIAZZI, L.A.
 1993 *Caracterização e avaliação do novo regime de concessões do Estado de São Paulo versão preliminar*, IESP/FUNDAP, set., mimeo.
- BID
 1993 *Perspectivas y acción del banco en el sector de energía*. Washington, D.C., Departamento de Analisis de Proyectos - División de Energía - Documento de Trabajo, dez.
- BIS
 1986 *Recent innovations in international banking*. Basle, Bank for International Settlements
 1989 *59th annual report*. Basle, Bank for International Settlements, jun.
 1992 *62nd annual report*. Basle, Bank for International Settlements, jun.
 1993 *63rd annual report*. Basle, Bank for International Settlements, jun.
 1994 *64th annual report*. Basle, Bank for International Settlements, jun.

BNDES

- 1991a *Mercado financeiro internacional: transformações e tendências*. Rio de Janeiro, Textos para discussão, nº 3, out.
- 1991b *Considerações sobre o financiamento do investimento em países selecionados: Japão, Alemanha, Itália e México*. Rio de Janeiro, Textos para discussão, nº 4, out.
- 1993 *Relatório de Atividades*. Rio de Janeiro, dez.

BOISSEAU, C.

- 1987 "Lessons from the french experience as compared with some other OECD countries"
In: Cecco, M. (org.) *Changing money: financial innovation in developed countries*.
Basil Blackwell.

BONNELLI, R. E PINHEIRO, A.C.

- 1994 "O papel da poupança compulsória no financiamento do desenvolvimento: desafios para o BNDES". *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, nº 1, p.17-36, jun.

BORGES, C.

- 1994 "Setor busca mudanças para modernizar-se e crescer" *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 17 de nov., p. 1, especial.

BRACHER, C.B.

- 1993 *Capital financeiro e capital industrial: crédito, bancos e financiamento de longo prazo. Os agentes privados e o papel do Estado*. Trabalho apresentado no 1º Congresso Brasileiro de Financiamento do Desenvolvimento, São Paulo, mai.

BRADY, S.

- 1993 "Why equities will dominate the 1990's" *Euromoney*, London, jul.

BRAGA, J.C.S.

- 1993 "A financeirização da riqueza". *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 2, ago.

BRAGA, J.C.S. ET ALII

- 1993 *Novos horizontes para regulação do sistema de saneamento no Brasil*. São Paulo, IESP/FUNDAP, nov., mimeo.

BRANCO, C.E.C.

- 1994 "Apoio às pequenas e médias empresas de base tecnológica: a experiência do CONTEC". *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, nº 1, jun.

BROKER, G.F.

- 1993 "Strategies for the development of a viable and efficient national bond market". In: *Emerging bond markets in the dynamic asian economies*. Paris, OECD.

BROWN, J.M.

- 1994a "Casualties of a currency crisis". *Financial Times*, London, 21 de abr., p. 27
- 1994b "No delight at turkish central bank plan". *Financial Times*, London, 28 de abr., p. 3.

CALOU, S.M.

- 1991 *Privatisation of the electricity industry in Brazil: a discussion taking the UK experience as model*. University of Surrey, set.

CAREY, M. ET ALII

1993 *The economics of the private placement market*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, dez.

CARNEY, R.

1990 "The utility's view point". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C, World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

CARVALHO, C.E.

1991 *Para entender o mercado financeiro*. São Paulo, Global.

1992 "As dimensões do sistema bancário no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, São Paulo, v.6, nº 3, p: 85-93, jul./set.

1993 *Custo de capital, condições de crédito e competitividade: condições de financiamento de curto prazo* Campinas, Texto elaborado para o Estudo de Competitividade da Indústria Brasileira, MCT/Finep.

CARVALHO, F.J.C.

1992 "Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana" In: Silva, M.L.F. (org.) *Moeda e produção: teorias comparadas*. Ed. Universidade de Brasília

1993 "Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa" *Revista de Economia Política*, v. 13, nº 3, p.114-121, jul.-set.

CAVALCANTI, J.C.S.

1993 *Panorama internacional das inovações e gestão dos sistemas de saneamento*. Trabalho apresentado no Seminário "Os desafios do saneamento ambiental", São Paulo, nov.

CECCO, M.

1987 *Changing money - financial innovation in developed countries*. Basil Blackwell.

CHAMBOLLE, T.

1988 "Le circuit de financement de l'eau potable et de l'eau usée en France". In: *Coût et prix de l'eau en ville*. Anais do congresso organizado pela École Nationale des Ponts et Chaussées, 6-8 de dez..

CHAPON, J.

1993 "Le financement des infrastructures a caractère discontinu et de longue durée de vie". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

CHICK, V.

1986 "The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest" *Economie et Sociétés* (Cahiers de l'IMSEA, Serie Monnaie et Production, 3).

1988 *The evolution of the banking system and the theory of monetary policy*. Trabalho apresentado no seminário "Monetary policy: new tracks for the 1990s", Universidade Livre de Berlim.

CINTRA, M.A.C.

1993a *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. Campinas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, dissertação de mestrado.

1993b *As transformações recentes na estrutura financeira das corporações norte-americanas*. São Paulo, IESP/FUNDAP, versão preliminar, mimeo.

COEN, N.

1994 "Fundações dos EUA investem mais fora". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de mar., p. 21.

COLLYNS, C. ET ALII

1993 *Private market financing for developing countries*. Washington, D.C., International Monetary Fund, *World Economic and Financial Survey*, dez.

COOKE, P.

1992 "The Cooke report". *The Banker*, London, mai., p. 52-55.

COOPER, W.

1994 "Europe's pension reform debacle" New York, *Institutional Investor*, v. 19, nº 10, p. 50-54, out.

CORDIER, M.

1993 "Exploitation en régie ou déléguée de la distribution d'eau et de l'assainissement". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

COSTA, R.T.

1991 "Crise, mercado de capitais e capitalização de empresas". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

CREDITWEEK

1993 *Independent power project finance rate criteria*. Standard & Poor's, jan.

CRISTINO, V.

1994 "FGTS tem recursos de R\$ 1,5 bilhão disponíveis para obras". *O Estado de S.Paulo*, 21 de ago.

CVM

1994 *Informativo mensal*. Brasília, Comissão de Valores Mobiliários, dez.

DADAS, A.

1993 "Système financier international: l'analyse de l'instabilité". *Banque*, nº 537, p.61-65.

DAIN, S. E VERDE, M.C.L.

1993 *O financiamento das políticas de saneamento no Brasil: questões para o futuro*. Texto apresentado no seminário "Os desafios do saneamento ambiental" CEF/FUNDAP, nov.

DAVEZIES, L. E PRUD'HOMME

1993 "L'économie du partenariat public/privé en matière d'infrastructures". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

DAVIDSON, P.

1986 "Finance, funding, saving and investment" *Journal of Post Keynesian Economics*, v. IX, nº 1, outono.

DAVIS, S.

1993 "The securitization challenge". *Institutional Investor*, New York, p. 97-101, dez.

DIJAN, J.-P.

1993 "Partage des responsabilités et des risques entre les partenaires". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

DUDLER, H.-J.

1987 "Financial innovation in Germany" In: Cecco, M. (org.) *Changing money: financial innovation in developed countries*, Basil Blackwell.

DURÃO, V.S.

1994a "Crédito para compra de máquinas e equipamentos bate recorde em outubro." *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de out., p.10.

1994b "Infra-estrutura precisará de US\$ 60 bilhões". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de out., p.3.

DWYER, P.

1993 "Risco de colapso nos fundos de pensão". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 29 de dez., p. 7.

DYMSKI, G.A.

1988 "A Keynesian theory of bank behaviour" *Journal of Post Keynesian Economics*, v. X, nº 4, verão.

EDWARDS, B.

1995 "Too much money, too few deals" *Euromoney*, London, p. 109-120, mar.

EL MERCURIO

1993 *Amplia reforma al mercado de capitales*. Santiago de Chile, 24 de jan.

ELWAN, I.

1990 "The lessons to be learned from past BOOT models". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C, World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

ERICKSON, J.E.

1992 *Balancing public and private interests in highway and tollroad privatization projects*. Califórnia, Nossman, Guthner, Knox & Elliot, jan.

1993 *Financing, design and construction of highway and tollroad projects, "a new beginning"?*. Trabalho apresentado na Forbes Magazine Conference on "Rebuilding America", Nova Iorque, dez.

EXIMBANK

1992 *Project Financing*, dez., mimeo.

FABRINI, L.G.

1993 "Servidores exigem na justiça a volta do repasse ao IPMC". *Correio Popular*, 17 de out., p.3.

- FAGÁ, F.S.
1994 "Critério de cobrança pelo uso da água começa a ser definido em São Paulo". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 31 de ago., p.17.
- FAISANDIER, P.
1988 "Financement privé des ouvrages publics dans le domaine de l'eau et de l'assainissement". In: *Coût et prix de l'eau en ville*. Paris, Anais do congresso organizado pela École Nationale des Ponts et Chaussées, 6-8 de dez.
- FAUCHEUX, S.
1984 *L'internationalisation des groupes français du secteur eau-assainissement*. Paris, Université de Paris I, Pantheon-Sorbonne, mémoire, out.
- FERREIRA, C.K.L.
1993 *Instituições oficiais de crédito, financiamento de longo prazo e mercado de capitais*. Campinas, Texto elaborado para o "Estudo da competitividade da indústria brasileira", MCT/Finep.
- FERREIRA, C.K.L. ET ALII
1991a *O sistema financeiro dos países desenvolvidos*. São Paulo, IESP/FUNDAP, relatório parcial nº 6 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", mimeo.
1991b *O sistema financeiro dos países em desenvolvimento*. São Paulo, IESP/FUNDAP, relatório parcial nº 7 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", mimeo
- FERREIRA, C.K.L. E FREITAS, M.C.P.
1990a *O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80.* São Paulo, IESP/FUNDAP (Estudos de Economia do Setor Público nº 1), jan.
1990b *Análise comparada dos bancos centrais e formas de gestão da política monetária*. São Paulo, IESP/FUNDAP, relatório parcial nº 2 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado" mar., mimeo.
1990c *Mecanismos de regulamentação e supervisão dos sistemas financeiros domésticos*. São Paulo, IESP/FUNDAP, relatório parcial nº 3 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", jun., mimeo.
1990d *Internacionalização dos mercados financeiros domésticos e critérios de reciprocidade*. São Paulo, IESP/FUNDAP, relatório parcial nº 4 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", set., mimeo.
- FERRIGNO, J.W.
1990 "The succesful packaging of BOOT projects". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C, World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.
- FEVE, M.
1993 "Le financement des trains a grande vitesse (TGV)". In: *L'expérience française du financement privé des equipments publics*. Paris, Economica.
- FORSYTH, J.H.
1987 "Financial innovation in Britain". In: Cecco, M. (org.) *Changing money: financial innovation in developed countries*. Basil Blackwell.

- FORTUNA, E.
1993 *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro, Qualitymark.
- FREIRE, G.
1994 "BB pretende criar carteira para ajudar trabalhadores a serem acionistas de empresas." *Gazeta Mercantil*. São Paulo, 31 de ago., p.25.
- FREITAS, M.C.P.
1989 *Bancos brasileiros no exterior: expansão, crise e ajustamento*. Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dissertação de mestrado, mimeo.
- FREITAS, M.C.P. E SCHWARTZ, G.
1991 *Financiamento de longo prazo nos mercados de crédito e de capitais*. São Paulo, IESP/FUNDAP, relatório parcial nº 5 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", mimeo.
- FRENKEL, J.
1993 *Sistemas de apoio fiscal-creditício ao risco tecnológico e à competitividade*. Campinas, Texto elaborado para o "Estudo da competitividade da indústria brasileira", nota temática, MCT/FINEP.
- FRIEDRICH, W.M. ET ALII
1994 "Liberalizing the law, part II - foreign, investment regulations in Brazil, Colombia e Peru." *Latin Finance*, suplemento, jun.
- FUNDAP
1992 *Fundo previdenciário do Estado de São Paulo - projeto de lei*. set., mimeo.
1994 *Indicadores IESP*. São Paulo, Instituto de Economia do Setor Público, v.3, nº 33, out.
- GARBAYO, E.
1991 "Tópicos sobre a internacionalização do mercado de valores mobiliários". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.
- GAZETA MERCANTIL
1993 *Liberalização financeira deve ser cautelosa*. São Paulo, 28 de dez., p. 17.
- GERARDIN, B.
1989 "France". In: *Investissements publics et privées dans le transport: possibilités et coûts*. Paris, 81a. mesa redonda da CEMT (Conférence Européene des Ministres des Transports), 11-12 de mai..
- GLEN, A.M. E REED, R.
1992 *Surface transportation issues - current trend in road planning development and finance* Houston, 14th Annual Advanced Real Estate Law course., jul.
- GILBERT, R.A.
1993 *A comparison of proposals to restructure the US financial system*. New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, nº 91, mai.
- GLASGALL, W. ET ALII
1993 "The global investor". *Business Week*, 11 de out., p. 54-59.

GOLDSTEIN, M. ET ALII

1993 *International Capital Markets* Part I. Exchange rate management and international capital flows. Washington, D.C., International Monetary Fund, abr.

GOLDSTEIN, M.E FOLKERTS-LANDAU,

1993 *International Capital Markets* Part II. Systemic issues in international finance. Washington, D.C., International Monetary Fund, set.

1994 *International Capital Markets*. Washington, D.C., International Monetary Fund, set.

GOODHART, C.

1994 *Private financial dynamics and the challenge for the policies of the central banks*. São Paulo, Trabalho apresentado no seminário "Os desafios do sistema monetário internacional". FUNAG/CEBRAP, 29 e 30 de ago.

GOVERNMENT OF INDIA

1991 *India's electricity sector - widening scope for private participation*. Ministry of Power & Non-Conventional Energy Sources.

GOVERNMENT OF PAKISTAN

1992 *Investment opportunities in private sector power generation projects in Pakistan*. Islamabad, Ministry of Water and Power, fev.

GRAY, J.

1994 "Sturm, Drang und money market funds" New York, *Institutional Investor*, v. 19, nº 10, p. 89-90, out.

GREIG, S.R.

1993 *IFC: Project Financing and capital markets activities*. Trabalho apresentado no Seminário "Capital Markets & Corporate Finance", promovido pela Euromoney, Rio de Janeiro.

GROS, F.

1991 "Mercado acionário: algumas questões estruturais". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

GROS, F. E ARAGÃO, P.C.

1991 "Os produtos e as condições básicas de operação no mercado primário". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

GUIMARÃES, P.C.V.

1993 "Instrumentos econômicos para gerenciamento ambiental: cobrança pelo uso da água no Estado de São Paulo" *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 33, n. 5, set./out.

GURLEY, J.G. E SHAW, E. S.

1960 *Money in a theory of finance*. Washington, D.C., The Brookings Institution

HAGGER, E.

1993 "Why the market's dinosaurs are back in fashion". *Euromoney*, London, ago., p. 65-70

- HASHIMOTO, N.
1993 "Structural trends and policy issues in the Japanese corporate bond market". In: *Emerging bond markets in the dynamic Asian economies*. Paris, OECD.
- HICKS, J
1974 *The crisis in Keynesian economics* New York, Basic Books, Inc. Pub.
- HERONIMI, O.
1993 "Decision-making for infrastructure: environmental and planning issues". In: *Infrastructure policies for the 1990s*. Paris, OECD.
- HOUSE, R.
1994 "Who will win the new project finance game?" New York, *Institutional Investor*, vol. 19, nº 11, p. 41-57, nov.
- JOHNSON, R.
1991 "The bank credit crumble". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, New York, verão.
- JUN, K.W.
1990 *Globalization of financial markets and financing development*. World Bank, Strategic Planning Division, mimeo.
- KALOTAY, K. E ALVAREZ, A.M.
1994 *Emerging stock markets and the scope for regional cooperation*. Geneva, UNCTAD, Discussion Papers, nº 79, fev.
- KAUFMAN, G.G.
1993 *The current state of banking reform*. New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, nº 92, mai.
- KAY, J.
1993 "Efficiency and private capital in the provision of infrastructure". In: *Infrastructure policies for the 1990s*. Paris, OECD.
- KASAHARA, S.
1994 *A rescue plan for the post-bubble Japanese economy: the establishment of the Cooperative Credit Purchasing Company*. Geneva, UNCTAD, Discussion Paper, nº 77, jan.
- KEYNES, J.M.
1951 *The general theory of employment, interest and money*. London, Macmillan and co.
1971a *A treatise on money*. London, Royal Economic Society. (*The collected writings of John Maynard Keynes*, v. V), segunda edição.
1971b *The "ex-ante" theory of the rate of interest and money* London, Royal Economic Society. (*The collected writings of John Maynard Keynes*).
- LAGAYETTE, P.
1987 *Perspectives a moyen terme du financement de l'économie française*. Paris, Commissariat Général du Plan, La Documentation Française.

LAMFALUSSY, A.

1989 "Le 59^e rapport de la Banque de Règlements Internationaux". *Problèmes Economiques*, Paris, Direction de la Documentation Française, n^o 2.136, 9 de ago.

LANDAU, E. E PINHEIRO, A.C.

1994 "Privatização, FGTS e moedas sociais". *O Estado de S.Paulo*, 10 de out.

LARSSON, S. E EKSTRÖM, A.

1993 "The case of the swedish railways". In: *Privatization of railways*. 90a. Mesa Redonda da European Conference of Ministers of Transport, Paris, 4 e 5 de fev.

LEMONS, C.N.

1994 "O submarino voador". *Carta de Conjuntura*, São Paulo, Conselho Regional de Economia, n^o 115, set.

LEVRATTO, N.

1992 "Une analyse du statut théorique de la notion de rationnement du credit" In: Arena, R. e Torres, D. (orgs.) *Keynes et les nouveaux keynésiens*. Paris, P.U.F.

LEVI, M.L.

1993 *A evolução financeira das empresas japonesas no período recente*. versão preliminar, São Paulo, IESP/FUNDAP, mimeo

1994 *O sistema de financiamento das empresas japonesas do pós-guerra e os impactos da liberalização financeira*. versão preliminar, São Paulo, IESP/FUNDAP, mimeo.

LOBO, T. E SANTOS, M.M.

1993 *Modelos de organização, gestão e regulação do sistema de saneamento*. Texto apresentado no seminário "Os desafios do saneamento ambiental" CEF/FUNDAP, nov.

LORRAIN, D.

1993 "Les services urbains, le marché et la politique". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

LUQUET, M.

1994a "Campanha para explicar o Nasdaq". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28-30 de mai., p.16.

1994b "NYSE e Nasdaq disputam empresas brasileiras". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 31 de ago., p.24.

1994c "Estabilização da economia ajuda negócios". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 17 de nov., p. 1 especial.

MACIEL, C.S.

1993 *Serviços de infra-estrutura de energia e competitividade*. Campinas, Texto elaborado para o "Estudo da competitividade da indústria brasileira", MCT/Finep.

MADI, M.A.C

1993 *Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana*. Campinas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, tese de doutoramento, nov.

MAGALHÃES, A.L.

- 1994a "CVM quer independência e busca na Nasdaq modelo para um mercado de balcão". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de abr., p.23.
- 1994b "Acolher o investidor estrangeiro". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 04-06 de jun., p.13.
- 1994c "Participação da previdência privada poderá chegar a 18% do Produto Interno Bruto". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de set., p.23.
- 1994d "Receita de novas contribuições das fundações sobe para US\$ 4,8 bilhões". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de nov., p.23.
- 1994e "Empresa emergente atrai atenção". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de set., p.23.

MAKIN, C.

- 1991 "Hedging your derivatives doubts". *Institutional Investor*, New York, v. 16, nº 12, p. 113-120, dez.
- 1993a "When I'm 64". *Institutional Investor*, international edition, New York, v. 18, nº 10, p. 53-59, out.
- 1993b "The bigger the better". *Institutional Investor*, international edition, New York, v. 18, nº 11, p. 61-73 nov.

MAUSKOPF, E.

- 1990 "The transmission channels of monetary policy: how have they changed?" *Federal Reserve Bulletin*, dez.

MARQUES, R.M.

- 1993 *O acesso aos recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador. Relatório do Projeto "Balanço e Perspectivas do Federalismo Fiscal no Brasil"*. São Paulo, IESP/FUNDAP, out.

MARRAY, M.

- 1994 "Company bosses catch on". *Euromoney*, London, mai., p. 39-41.
- 1995 "Life after Mexico" *Euromoney*, London, mar., p. 121-128.

MARTINAND, C.

- 1993 *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

MATHRANI, R.

- 1990 "The financial equation". in *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C., World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

MATTOS, E.M.

- 1994 "Ações novas só quando a inflação cair". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de jun., suplemento especial, p.1.

McKINNON, R.I.

- 1973 *Money and capital in economic development*. Washington, D.C., The Brookings Institution.
- 1988 *Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest policies in Asia and Latin America*. Washington, D.C., International Center for Economic Growth, occasional papers, nº 6.

MEDeiros, P.T.

1991a "Os investidores". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

1991b "A participação dos trabalhadores no capital das empresas". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

MEFP

1991 *Brazilian capital markets - master plan*. Brasília, Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, jan.

MILLER, C.

1991 "Toward a national tollroad financing policy". In: *ITE Journal*, set., p. 17-23.

MINSKY, H.P.

1982 *Can "it" happen again?*. New York, M.E. Sharpe.

1986 *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, Yale University Press (Twentieth Century Report Fund).

1992 *Reconstituting the United States' financial structure - some fundamental issues*. New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper nº 69, jan.

1993a *The essential characteristics of post-keynesian economics*. New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, mimeo.

1993b *Financial integration and national economic policy*. New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, mimeo.

1993c *Finance and stability: the limits of capitalism*. New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper nº 93, mai.

MIRANDA, J.C.

1992 *Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*. Campinas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, tese de doutoramento, mimeo.

MOORE, D.L. E DEPINTO, D.M.

1994 "Solving the capital crisis - energy sector restructuring, commercialization and privatization". *Latin Finance*, suplemento, jun.

MOORE, J.W.

1990 "An equipment manufacturer/developer's perspective of BOOT". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C., World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series, Paper nº 33, dez.

MOREIRA, T.

1994 "O processo de privatização mundial: tendências recentes e perspectivas para o Brasil". *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, nº 1, jun.

MOREIRA, T. E CARNEIRO, M.C.F.

1994 "A parceria público-privada na infra-estrutura econômica". *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, nº 2, dez.

MORRIS, F. ET ALII

1990 *Latin America's banking systems in the 1980's: a cross-country comparison*. Washington, D.C., World Bank, (World Bank Discussion Papers), mai.

MORRIS, P.W.G. E SURATGAR, D.

1988 "Equity and the LDC debt crisis - equity in third world project financing with particular reference to build-own-operate projects". *Technology in Society*, v.10, p. 353-373.

MUNNELL, A.H.

1993 "An assesment of trends in and economic impact of infrastructure investment". In: *Infrastructure policies for the 1990s*. Paris, OECD.

NASH, C.A. E PRESTON, J.

1993 "The policy debate in Great Britain". In: *Privatization of railways*. 90a. Mesa Redonda da European Conference of Ministers of Transport, Paris, 4 e 5 de fev.

NEWENDORP, T.

1993 "Financing Asia". *Independent Energy*, out., p.8-13.

OECD

1992 *Insurance and other financial services - structural trends*. Paris.

1993 *Emerging bond markets in the dynamic asian economies*. Paris.

1994 "The rise of global bonds". *Financial Markets Trends*, Paris, nº 58, jun.

OSUGI, K.

1990 *Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective*. Basle, Bank for International Settlements.

PARSLEY, M.

1993 "The last piece of the jigsaw". *Euromoney*, London, nov., p. 29-32.

PASSOS, C.F.

1995 "O fraco desempenho do mercado segurador" *O Estado de S.Paulo*, 21 de abr., p.82.

PEARSON, C.

1994 "Equity wars" New York, *Institutional Investor*, v. 19, nº 10, p. 37-39, out..

PELLEGRINI, J.A.

1993 "Sistema BNDES - atuação recente, diagnóstico da situação atual e perspectivas". *Estudos Econômicos*, São Paulo, FIEP/USP, v. 23, nº 3, p. 411-444, set./dez.

PHILLIPS, R.J.

1990a "BOOT - the overview". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C., World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

1990b "The questions which need to be asked to identify viability". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C., World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

PICKER, I.

1993 "The daffier side of derivatives". *Institutional Investor*, New York, v. 18, nº 2, p. 94-98, fev.

- PILUNG, D.
1994 "Vidigal prevê que Bovespa terá 'ano muito volátil'". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de jun., suplemento especial, p.2.
- PINHEIRO, A.C.
1994 "Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: o papel do BNDES". Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, v.1, nº 2, dez.
- PINTO, C.
1994 "Privatização para pagar o Banespa". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 12 de set., p.1,3.
- PINTO, H. A. C.
1994 "Derivativos: panorama geral e possibilidades de uso pelo sistema BNDES" in *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, nº 2, dezembro.
- POUPINEL, J.-F.
1993 "Les autoroutes françaises". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.
- POZEN, R.C.
1993 "United States institutional investors and asian debt markets". In: *Emerging bond markets in the dynamic asian economies*. OECD, Paris.
- PRADO, M.C.R.M.
1994 "Investidores institucionais do Chile podem elevar aplicações no exterior". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de mar., p. 21.
- PREVOT, V.
1989 *Le financement de projets en concession ("build, operate and transfer model")*. Paris, Université Paris II, mémoire, mimeo.
- RANGEL, I.
1987a *A problemática da economia brasileira*. Rio de Janeiro, BNDES, mimeo.
1987b *O papel dos serviços de utilidade pública*. Rio de Janeiro, trabalho apresentado no seminário promovido pela Decania do Centro de Ciências Jurídicas - CCJE/UFRJ.
- REBOUÇAS, L.
1994a "Lançar papéis no mercado internacional requer fôlego". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de jun., suplemento especial, p.5.
1994b "Valor das companhias abertas cresceu 79%". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de out., p.17.
1994c "De olho nos lucros das ações em 1995". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 8 de dez., p.1, especial.
- RÉGNIEZ, J.
1988 *Les nouveaux produits financiers*. Paris, Éditions la Découverte.
- RENTON, D.H.
1990 "Tariff structures and their importance". In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C, World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

- RESENER, M.
1993 "Shareholders of Europe", *Unitel* New York, *Institutional Investor*, v. 18, nº 11, p. 50-56, nov.
- REZENDE, F. E PAULA, T.B.
1993 *Linhas gerais de uma proposta de reestruturação do financiamento da política de saneamento*. mimeo, set.
- RHEE, S.G.
1993 "Fixed-income securities markets of six dynamic asian economies". In: *Emerging bond markets in the dynamic asian economies*. Paris, OECD.
- RICHARDSON, W.H.
1988 "Preoccupation of international waters supply association concerning investments and financing in the field of water". In: *Coût et prix de l'eau en ville*. Paris, Anais do congresso organizado pela École Nationale des Ponts et Chaussées, 6-8 de dez.
- RICKARD, J.
1989 "Royaume Uni". In: *Investissements publics et privées dans le transport: possibilités et coûts*. Paris, 81a. Mesa Redonda da CEMT (Conférence Européene des Ministres des Transports), 11-12 de mai.
- RIDDING, J.
1994 "França estuda instalação de superestrada". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 de out., p.11.
- RIDLEY, M.
1993 "Frontiers of finance: on the edge". *The Economist*, London, p.5 a 20, out..
- ROSENBERG, H.
1993 "Beware the shrinking pension surplus". *Institutional Investor*, New York, v.18, nº 1, p. 109-115, jan.
- ROSENBERG, H. e FORRESTER, D.
1993 "Raid!". *Institutional Investor*, New York, v. 18, nº 8, p. 67-75, ago.
- ROTHENGATTER, W.
1989 "Allemagne". In: *Investissements publics et privées dans le transport: possibilités et coûts*. Paris, 81a. Mesa Redonda da CEMT (Conférence Européene des Ministres des Transports), 11-12 de mai.
- ROSSI, M.C.
1993 *Foreign investment in Brazil: an x-ray* Rio de Janeiro, trabalho apresentado no Seminário "Capital Markets & Corporate Finance", promovido pela Euromoney.
- SABADELL, A.J.
1991 *Overview of global electric power demand & the rationale for private sector participation*. Trabalho apresentado na conferência "Private sector participation in the colombian power sector". Cartagena, Colombia, ago.

SAFATLE, C.

1994 "Dívida com o FGTS entra na privatização". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de out., p. 1,3.

SARMET, M.

1993 "Le financement de projet appliqué aux équipements collectifs". In: *L'expérience française du financement privé des équipements publics*. Paris, Economica.

SARTORI, C.

1994 "Regulamentados os fundos de empresas emergentes". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 26 e 28 de mar., p.37.

SCTDE

1992a *Estudo para a operacionalização do programa de utilização dos recursos dos fundos de pensão como fontes de financiamento*. São Paulo, Secretaria da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico, abr.

1992b *Proposta de sistema de garantia de crédito para as pequenas e médias empresas do Estado de São Paulo*. Secretaria da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico, dez.

SEBRAE/FINEP

1993 *Sistema de garantia de crédito*. Brasília, Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas/Financiadora de Estudos e Projetos, mimeo.

SHAW, E.

1973 *Financial deepening in economic development*. New York, Oxford University Press.

SILVA, A.M.

1979 *A intermediação financeira no Brasil*. São Paulo, IPE/USP, mimeo.

SILVA, L.A.S.

1991 "Endogenia da moeda, instabilidade e política monetária" *Revista de Economia Política*, São Paulo, v.11, nº 1, p. 108-121, jan.

STEVENS, B. E MICHALSKI, W.

1993 "Infrastructure in the 1990s: an overview of trends and policy issues". In: *Infrastructure policies for the 1990s*, Paris, OECD.

STEVENSON, M.

1993 "Investment management". *The Economist*, London, 27 de nov., "survey", p. 1-38.

STECKLER, S.A ET ALII

1993 *A guide to public-private partnerships in infrastructure*. Price Waterhouse.

STIGLITZ, J.E. E GREENWALD, B.

1992 *Towards a reformulation of monetary theory: competitive banking*. National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 4117.

STIGLITZ, J.E. E WEISS, A.

1981 "Credit rationing in markets with imperfect information". *The American Economic Review*, v. 71, nº 3, p.393-410, jun.

STRZELECKI, R.

1990 "The investor's/supplier's viewpoint. In: *Private sector participation in power through BOOT schemes*. Washington D.C, World Bank, Industry and Energy Department Working Paper. Energy Series Paper nº 33, dez.

STUART, R.

1993a "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional" *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 13, nº 1, (p.101-115), jan-mar.

1993b "Financial repression and economic development: towards a post-keynesian alternative". *Review of Political Economy*, v.5, n.3, p.277-298, jul.

SUZUKI, Y.

1987 "Financial innovation in Japan: its origins, diffusion and impacts" In: Cecco, M. (org.) *Changing money: financial innovation in developed countries*. Basil Blackwell.

TADINI, V.

1994 *Tendência recente da regulação de serviços públicos no Brasil*. Relatório do Projeto "Alternativas da prestação de serviços em saneamento". IPEA/BIRD, IESP/FUNDAP, jun.

TEITELMAN, R. ET ALII

1993 "The deal of the century" *Institutional Investor*, New York, v. 18, nº 9, p. 51-68, set.

TERZI, A.

1986/7 "The independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation". *Journal of Post Keynesian Economics*, v.IX, nº 2, p.188-197.

1989 *Three questions on finance*. Istituto per la Ricerca Sociale, nº 18, jun.

THE BANKER

1991 *Premises, premises*, p.20, out.

1992 *Plenty to play for*, p. 10-17, mai.

THE ECONOMIST

1993 *Profit of doom*. 23 de out., London, p. 93-94.

1994 *A quantum dive*. 5 de mar., London, p.85-86

1995 "Ainda longe da perfeição" São Paulo, *Gazeta Mercantil*, 26 de abr., p. B-1.

TIONG, R.

1991 *The structuring of build-operate-transfer construction projects*. Centre for Advanced Construction Studies, Nanyang Technological University, dez.

TIONG, R. ET ALII

1992 "Critical success factors in winning BOT contracts" *Journal of Construction Engineering and Management*, v. 118, nº 2, p. 217-228, jun.

TONETO JR., R.

1994 *O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil como alternativa para o financiamento de longo prazo: as fontes de recursos*. IESP/FUNDAP, versão preliminar, mimeo.

TRAVERSO, V.

1994 "The rules of the game - project finance challenges in Latin America" *Latin Finance*, suplemento, jun.

VELLOSO, J.P.R.

1991 "O governo e o mercado de capitais". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

VELLOSO, J.P.R. ET ALII

1991 "Mercado de capitais - visão estratégica básica". In: Velloso, J.P.R. (coord.) *A modernização do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, José Olympio.

WAGGONER, J. ET ALII

1994 "Stock Mutual Funds". *USA Today*, 5 de jan, Special Report.

1995 "Stock Mutual Funds", *USA Today*, 5 de jan.

WALRAVE, M.

1993 "International union of railways". In: *Privatization of railways*. Paris, 90a. Mesa Redonda da European Conference of Ministers of Transport, 4 e 5 de fev.

WEBB, S.

1994 "Central banks inquire into hedge fund risks". *Financial Times*, London, 1º de mar., p. 1 e 18.

WEISS, G. ET ALII

1991 "Financing the 90's". *Business Week*, New York, Special Report, 4 de nov., p. 45-62.

WEISS, G. E WEBER, J.

1994 "Fall guys?". *Business Week*, New York, 25 de abr., p. 44-49.

WEST, G.T.

1994 "Investment insurance - the quiet facilitator of private investment in Latin America" *Latin Finance*, suplemento, jun.

WORLD BANK

1994 *World development report*. Washington, D.C., mai.

WILLMAN, J.

1993 "Ajuste força menor dependência do Estado". *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 13,15,16 de nov., p.2.

WITTEBORT, S.

1991 "Asset-backed come of age". *Institutional Investor*, New York, p. 77-80, dez.

YOSHINO, J.A. (COORD.)

1994 *Subsídios para a formação das instituições financeiras de desenvolvimento no contexto da reforma do SFN*. Brasília, Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento.

YOUNG, E.M.

1993 "The rating agency's role". In: *Emerging bond markets in the dynamic asian economies*. Paris, OECD.

ZONINSEIN, J.

1989 "O circuito financiamento - investimento - poupança financeira" In: Amadeo, E. (org.) *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. Marco Zero.

ZYSMAN, J.

1983 *Governments, markets and growth - financial systems and the politics of industrial growth*. New York, Cornell University Press.