

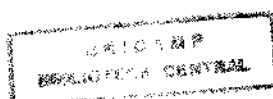
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

ABERTURA FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA
A ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE NOVENTA

Daniela Magalhães Prates

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, sob a orientação do
Prof. Dr. Ricardo Carneiro.

CAMPINAS
1997



UNIDADE	BC
N.º CHAMADA	TIUVICAMP
	P887a
V.	Ex.
T.º 40 53/	31615
P.º 5	281/97
	D [X]
P.º 53	31615,00
D.º 74	16/09/97
N.º CPD	

CM-00100445-8

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

P887a Prates, Daniela Magalhães
Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa / Daniela Magalhães Prates. – Campinas, SP : [s.n.], 1997.

Orientador : Ricardo de Medeiros Carneiro
Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Economia - Brasil. 2. Relações económicas internacionais.
3. Fluxo de capitais. I. Carneiro, Ricardo de Medeiros. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Para Dalberto, com muito amor

Agradecimentos

A elaboração dessa dissertação não foi um processo contínuo. Envolveu momentos de tensão e angústia, mas, ao mesmo tempo, um importante processo de amadurecimento pessoal e intelectual. Seu objetivo final - a relação entre abertura financeira e vulnerabilidade externa da economia brasileira - só foi definido após várias leituras, conversas com meu orientador Ricardo Carneiro, e elaboração de dois textos, associados aos projetos da Área Financeira da Fundap/Iesp. As dúvidas, conceituais e metodológicas, e a insegurança pessoal, apenas foram superadas devido ao apoio intelectual e emocional de várias pessoas.

Ricardo Carneiro foi um orientador presente desde a definição do tema. Seu rigor intelectual, seus comentários e críticas e sua paciência foram fundamentais.

A convivência com os colegas e, sobretudo, amigos do Iesp, também foi essencial. Quero agradecer especialmente a Cristina Penido e Marco Cintra, tanto pelas conversas sobre o tema e pelos comentários sobre o trabalho, quanto pela amizade e estímulo. As críticas ao trabalho e o companheirismo de Carlos Eduardo Carvalho, Fernando Sampaio e Nilton Nareto, também foram fundamentais. Também quero agradecer aos demais colegas e ex-colegas do Iesp: Patrícia, Renata, Ana Silveira, Cristian e Ricardo Gottschalk.

Também foram fundamentais as discussões teóricas e a convivência com meus colegas e amigos do mestrado: Andrés, André, Rogério e Zé Gilberto.

José Carlos Miranda e José Carlos de Souza Braga fizeram críticas e sugestões importantes no meu exame de qualificação.

Duas grandes amigas, Alexandra e Cláudia, me estimularam durante todo o processo, ajudando a levantar minha auto-estima.

Não poderia deixar de agradecer o apoio institucional da Fundap/Iesp e do Programa de Bolsas de Mestrado do CNPQ.

O carinho de minha família - minha mãe Joana, minha irmã Juliana, meu pai Rodrigo, Maria Inês, Serginho e Tia Anália - foi essencial. Apesar da distância de mais de 580 Km, me apoiaram todos esses anos, durante os cursos de graduação na USP e de mestrado na Unicamp. Também quero agradecer o apoio da minha família de São Paulo - Dalva, Alberto, Ricardo, Soraia, Tarsício e Amandha - e de dois amigos, Chico e Larissa.

Quero fazer um agradecimento especial à minha mãe, Joana. Seu apoio e carinho foram essenciais para a realização desse trabalho.

Por último, quero agradecer meu marido, Dalberto, pelo seu amor, carinho, amizade e paciência, além da ajuda na edição e revisão do trabalho.

"As altas taxas de desemprego, a crescente insegurança e precariedade das novas formas de ocupação, a queda dos salários reais, a exclusão social; estes são os espectros que rondam não só a Europa mas também outras partes do mundo neste final de século (...) Na verdade, apenas os mercados financeiros exibem vitalidade, ainda gozando os efeitos da desregulamentação, da descompartimentalização e da desintermediação/securitização."

(Belluzzo, 1996).

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	5
1. A ABERTURA FINANCEIRA DOS PAÍSES PERIFÉRICOS E OS DETERMINANTES DOS FLUXOS DE CAPITAIS	12
1.1. A VISÃO DO <i>MAINSTREAM ECONOMICS</i>	12
1.1.1. Os determinantes dos fluxos de capitais na década de noventa.....	25
1.2. UMA VISÃO CRÍTICA DE INSPIRAÇÃO KEYNESIANA	32
1.2.1. A lógica de funcionamento do mercado financeiro internacional: as finanças especulativas	35
1.2.2. O retorno dos fluxos financeiros voluntários para a América Latina.....	46
Composição e características dos fluxos recentes de capitais.....	50
1.3. CONCLUSÃO.....	63
2. A GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS NA AMÉRICA LATINA	65
2.1. AS OPÇÕES DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS	69
2.1.1. Gestão macroeconômica dos fluxos.....	70
Intervenção não-esterilizadora	72
Intervenção esterilizadora	75
O aumento da poupança doméstica	76
O regime de bandas cambiais	80
2.2. MEDIDAS REFERENTES À ABERTURA FINANCEIRA	83
2.2.1. Primeiro nível de abertura financeira	85
2.2.2. Segundo nível de abertura financeira	90
2.2.3. Terceiro nível de abertura financeira	92
2.3. CONCLUSÃO.....	98
3. A ABERTURA FINANCEIRA DO BRASIL NA DÉCADA DE NOVENTA.....	102
3.1. A LIBERALIZAÇÃO DAS <i>INWARD TRANSACTIONS</i>	104
3.1.1. Captação de recursos externos	105
Modalidades de títulos emitidos por instituições residentes no exterior	107
3.1.2. Entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro.....	112
A abertura das bolsas de valores e do mercado de renda fixa nos anos 90	114
3.2. A AMPLIAÇÃO DO SEGUNDO E TERCEIRO NÍVEIS DE ABERTURA FINANCEIRA.	117

3.3. A GESTÃO MACROECONÔMICA DOS FLUXOS E OS AJUSTES NA ABERTURA	
FINANCEIRA	121
3.3.1. A gestão dos fluxos entre o final de 1991 e a adoção do Real.....	123
3.3.2. A gestão dos fluxos de capitais após a adoção do Real	132
3.3. CONCLUSÃO.....	136
4. FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA	138
4.1. A COMPOSIÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS	138
4.2 OS IMPACTOS SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO DOMÉSTICO.....	152
4.2.1. Mercado de crédito	154
4.2.2. Mercado de capitais	163
4.3. CONCLUSÃO.....	174
5. CONCLUSÃO	176
BIBLIOGRAFIA	186

Índice de Tabelas

Tabela 1. Taxas de crescimento, de inflação e de juros reais dos países do G7	38
Tabela 2. Fontes de financiamento no mercado internacional de capitais	43
Tabela 3. Fluxos de capitais para os países em desenvolvimento	50
Tabela 4. Composição do portfólio dos fundos de pensão em 1990	59
Tabela 5. Taxa de juros primária e Índice de Taxa de câmbio real	124
Tabela 6. Fatores condicionantes da base monetária	127
Tabela 7. Balanço de pagamentos	138
Tabela 8. Captação de recursos externos por modalidades e percentuais	139
Tabela 9. Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro	143
Tabela 10. Indicadores de vulnerabilidade externa	145
Tabela 11. Dívida externa total	149
Tabela 12. Colocação de títulos por tipo de tomador	154
Tabela 13. Grau de dolarização do sistema bancário brasileiro	157
Tabela 14. Anexo IV	166
Tabela 15. Participação dos investidores estrangeiros na Bovespa	167
Tabela 16. Evolução do Índice IFC	169
Tabela 17. Resumo geral dos negócios	169
Tabela 18. Quantidade e valor de mercados das empresas listas em bolsa	170
Tabela 19. Capitalização das bolsas de valores emergentes	170
Tabela 20. Concentração das negociações no mercado à vista	171
Tabela 21. Emissões primárias	172

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Evolução da dívida pública interna e das Reservas internacionais.....	128
Gráfico 2. Spreads e prazos médios dos títulos emitidos no exterior.....	142
Gráfico 3. Evolução do cupom cambial.....	143
Gráfico 4. Saldo do fechamento de câmbio no mercado flutuante.....	144

INTRODUÇÃO

A abertura financeira recente do Brasil e dos demais países latino-americanos inseriu-se num movimento mais geral de transformações no mercado financeiro internacional e foi parte integrante dos programas de ajuste e reformas neoliberais implementados a partir da segunda metade da década de oitenta. O objetivo desta dissertação é analisar o processo de abertura financeira da economia brasileira na década de noventa e suas implicações para a vulnerabilidade externa, entendida como a vulnerabilidade do país a choques ou fatores instabilizadores externos.

Nos anos oitenta, a dinâmica financeira internacional sofreu mudanças significativas, dentre as quais destacam-se: o processo de globalização financeira, entendido como a integração entre os mercados financeiros domésticos e os centros financeiros *off shore*; a expansão do mercado de dívida direta vis-à-vis o mercado de crédito bancário; o aumento da participação dos investidores institucionais no volume total de ativos financeiros; e a expansão da disponibilidade de instrumentos financeiros - derivativos e títulos negociáveis (Baer, 1990 e Chesnais, 1996).

Essas transformações tiveram como consequências o aumento significativo dos fluxos financeiros internacionais - brutos e líquidos - e mudanças em sua natureza. Enquanto os empréstimos sindicalizados predominavam na década de setenta e início dos anos oitenta, os investimentos de portfólio dos investidores institucionais e bancos administradores de grandes fortunas constituem, atualmente, o principal componente dos fluxos internacionais de capitais (Gooptu, 1993).

Na década de oitenta, esses fluxos concentraram-se nos países centrais e em alguns países do leste asiático. A partir do final dessa década, passaram a se direcionar para as economias latino-americanas. Existem divergências na literatura quanto aos determinantes do retorno dos capitais privados voluntários para a América Latina. Alguns autores enfatizam a importância dos fatores internos (*push factors*) - os programas de estabilização e ajuste implementados nos países da região - como determinantes desses fluxos. Outros interpretam o ciclo recente de endividamento como determinado, em última instância, por fatores externos (*pull factors*), especialmente a recessão nos países centrais, a redução da

rentabilidade das aplicações financeiras e o excesso de liquidez nos portfólios dos investidores estrangeiros, os quais podem se reverter a qualquer momento. A elevação das taxas de juros domésticas dos países latino-americanos, no âmbito dos programas de estabilização, também seria, nessa visão, um fator conjuntural importante na explicação do retorno dos fluxos. Por último, vale ressaltar o próprio processo de abertura financeira, ou seja, as mudanças no marco regulatório, essenciais para viabilizar a absorção dos fluxos de portfólio estrangeiro.

A reinserção dos países latino-americanos no mercado financeiro internacional atenuou a restrição financeira externa. Com isso, teve efeitos positivos sobre o desempenho macroeconômico dos países, pois possibilitou a redução dos desequilíbrios externo e fiscal e das transferências de recursos reais ao exterior, causas principais da instabilidade econômica da década de oitenta. O ingresso de recursos externos aumentou os graus de liberdade das políticas econômicas nacionais, possibilitando a recuperação da demanda doméstica, dos níveis de consumo, de investimento e do crescimento. A abundância de recursos externos também viabilizou a adoção de programas de estabilização com âncora cambial. Na década de 80 a autonomia da política econômica era, na realidade, nula. Os desequilíbrios externo e fiscal, a instabilidade monetária crescente e as ameaças constantes de crise cambial tornavam ineficazes as tentativas de estabilização econômica e insustentáveis os movimentos de recuperação da atividade econômica.

A despeito desses efeitos macroeconômicos positivos, a experiência recente de abertura financeira dos países latino-americanos adicionou novos problemas e restrições à gestão macroeconômica. Por um lado, comprometeu a autonomia dessa gestão devido aos impactos dos fluxos de capitais sobre os preços-chave, impondo limites ao manejo das taxas de juros e de câmbio a partir do manejo dos instrumentos convencionais de política econômica. Por outro lado, tornou as economias mais vulneráveis às mudanças nas condições financeiras internacionais.

Uma análise preliminar da nova inserção desses países no mercado financeiro internacional sugere, contudo, que os impactos da abertura financeira e da absorção de recursos externos sobre o desempenho macroeconômico e os respectivos sistemas financeiros, bem como suas implicações sobre a vulnerabilidade externa dos países, não foram idênti-

cos. Esses impactos dependeram de um conjunto de fatores: do grau de abertura financeira; da composição dos fluxos de capitais (capital de curto ou longo prazo, investimento direto ou de portfólio); da gestão macroeconômica dos fluxos; das características estruturais de cada país (estrutura dos sistemas financeiros domésticos, dos setores produtivos e do comércio exterior).

O grau de abertura financeira de uma economia depende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico (Akyüz, 1993). Existem basicamente três níveis de abertura financeira. No primeiro nível, são permitidos tanto o endividamento de residentes no mercado internacional de capitais quanto o investimento de não-residentes no mercado financeiro doméstico - essas transações são denominadas *inward transactions*. O segundo nível de abertura envolve a posse de ativos externos e a transferência de capital por parte de residentes, e o endividamento de não-residentes no mercado interno - transações denominadas *outward transactions*. Nesse nível de abertura, existe total conversibilidade da conta capital. O terceiro nível de abertura refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à liberdade de posse e de relações de débito e crédito entre residentes em (ou denominados em) moeda estrangeira.

É importante ressaltar que não existe uma ordem hierárquica entre os três níveis de abertura. Os movimentos apontados acima não seguem, necessariamente, uma sequência pré-definida, podendo ocorrer simultaneamente ou não. Um país pode manter restrições sobre os movimentos de capitais e, ao mesmo tempo, permitir transações envolvendo moeda estrangeira no espaço nacional. Ou seja, é possível definir diferentes graus de conversibilidade da conta de capital e interna da moeda e, assim, diferentes combinações entre os níveis de abertura financeira.

Os processos de abertura financeira na América Latina não foram homogêneos. Os diferentes ritmos de implementação e graus de intensidade foram condicionados, principalmente, pela herança da década de oitenta - intensidade e duração da instabilidade monetária - e pelo programa antiinflacionário adotado. O avanço da liberalização da conta de capital e da conversibilidade interna da moeda foi menor no Chile, na Colômbia e no Brasil, relativamente ao México e à Argentina. Na Argentina, a abertura financeira é total e,

no México, a conversibilidade da conta de capital e o volume de transações em moeda estrangeira no espaço nacional são significativos.

As respostas macroeconômicas aos fluxos também foram distintas e tiveram como condicionantes a situação econômica de cada país no momento da reinserção financeira e a estratégia de estabilização.

Esses fatores vão implicar diferentes graus de vulnerabilidade da economia à reversão potencial dos fluxos de capitais. Quanto maior o grau de abertura financeira, a dependência de capitais de curto-prazo para o financiamento do balanço de pagamentos e a acomodação da situação macroeconômica ao contexto de abundância de capitais externos, maior será o impacto dessa reversão sobre a economia.

Existem divergências teóricas sobre os efeitos da abertura financeira dos países periféricos, que estão associadas a uma determinada visão sobre o funcionamento dos mercados financeiros internacionais. No **capítulo 1**, são apresentadas duas visões teóricas sobre a abertura financeira e sobre os determinantes dos fluxos de capitais para esses países. Dependendo do referencial teórico adotado, a discussão sobre abertura financeira e vulnerabilidade externa torna-se relevante.

Na visão do *mainstream economics* e dos organismos multilaterais, a abertura financeira traz vários benefícios para os países em desenvolvimento, ao permitir o aumento da eficiência na alocação dos fatores, a absorção de poupança externa, a dinamização da intermediação financeira interna e a diversificação dos riscos. Contudo, para que esses benefícios se concretizem e, assim, os países tenham uma integração financeira virtuosa, a abertura financeira deve ser a última reforma liberalizante a ser implementada, ou seja, uma sequência ideal de implementação das reformas estruturais deve ser cumprida.

Essa visão sobre a abertura financeira está associada a uma determinada interpretação do funcionamento dos mercados financeiros em geral, nacionais e internacionais. Na teoria ortodoxa, esses mercados são eficientes: os agentes têm acesso a todas as informações relevantes sobre a economia e os preços dos ativos refletem seus valores de longo prazo. Os mercados financeiros internacionais são capazes de avaliar as condições de risco e retorno subjacentes aos investimentos em todos os países, ou seja, seus fundamentos eco-

nômicos. Os fluxos são guiados por essas avaliações e, assim, pelas oportunidades de ganhos no longo prazo.

Nessa perspectiva, a melhora dos fundamentos econômicos dos países latino-americanos - devido aos programas de ajuste e reformas liberalizantes, que teriam eliminado as distorções até então existentes no funcionamento dos mercados - constituiu o principal determinante do retorno dos fluxos de capitais voluntários na década de noventa. Desde que as reformas não sejam revertidas, esses fluxos se manterão, até que no longo prazo ocorra uma homogeneização das taxas de retorno entre os países. A possibilidade de reversão súbita decorrente de fatores exógenos é descartada *a priori* dada a hipótese de eficiência dos mercados financeiros internacionais. Sendo assim, o problema da vulnerabilidade externa não se coloca.

Essa vulnerabilidade constitui uma das consequências da abertura financeira numa visão teórica alternativa, de inspiração keynesiana. A visão de que a abertura financeira é benéfica desde que as pré-condições tenham sido cumpridas não se sustenta quando a hipótese de mercados financeiros eficientes é descartada. Uma questão central, que não é incorporada pela análise anterior, é a lógica atual de funcionamento do mercado financeiro internacional e os critérios reais por detrás das decisões dos agentes nesse mercado. Segundo um conjunto de autores (Chesnais, 1996, Bourguinat, 1992 e Aglietta, 1995), as transformações financeiras da década de 80 implicaram uma mudança sistêmica na dinâmica financeira internacional. Os fluxos recentes de capitais são investimentos de portfólio guiados por uma lógica especulativa, que tornou-se dominante vis-à-vis a lógica produtiva. Esses fluxos se orientam por perspectivas de ganhos no curto prazo e não pelos fundamentos econômicos.

De acordo com essa visão, foram as mudanças na dinâmica financeira internacional e o ciclo econômico dos países centrais os principais determinantes do retorno dos fluxos de capitais para a América Latina. Com a queda das taxas de juros internacionais e o aumento da liquidez a partir do final da década de oitenta, os capitais passaram a procurar novas oportunidades de valorização da riqueza financeira. Ao mesmo tempo, a rentabilidade financeira nos países latino-americanos aumentava devido às taxas de juros elevadas e à valorização cambial, associadas aos planos de estabilização, e às perspectivas de lucro

nos mercados acionários em decorrência dos programas de privatização em curso. Assim, os fluxos foram determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena aos países e por fatores conjunturais que podem reverter-se a qualquer momento. Dessa forma, os países continuam vulneráveis externamente, vulnerabilidade distinta da existente na década de oitenta, que caracterizava-se por uma escassez absoluta de divisas.

O grau de vulnerabilidade, entretanto, não é o mesmo para todas as economias periféricas, mas depende das respostas de política aos fluxos de capitais. As alternativas de gestão dos fluxos de capitais adotadas pelos países latino-americanos são apresentadas no **capítulo 2**. É possível distinguir dois conjuntos de políticas: a gestão macroeconômica dos fluxos e o marco institucional relativo à abertura financeira. As diferentes opções de política implicarão diferentes graus de vulnerabilidade a uma reversão dos fluxos. Em relação à política macroeconômica, uma maior receptividade aos fluxos pode ser avaliada a partir do grau de apreciação cambial, do tamanho do déficit em conta corrente e da expansão do crédito doméstico vinculada aos recursos externos. Em relação à abertura financeira, quanto maior o grau de abertura da conta de capital, maior será a integração financeira da economia e maior sua vulnerabilidade a mudanças na dinâmica financeira e econômica internacional. Outro aspecto fundamental é o grau de dolarização das relações monetárias e financeiras.

A partir desse quadro geral, no **capítulo 3** são descritas e analisadas as medidas institucionais que viabilizaram um maior integração financeira com o exterior e os ajustes na abertura financeira relacionados com a gestão macroeconômica dos fluxos.

Ao contrário da abertura financeira da década de setenta - que se restringiu à captação de recursos no exterior por empresas e instituições financeiras residentes - o processo recente de liberalização dos fluxos financeiros com o exterior envolveu as duas dimensões das *inward transactions*: além da captação de empréstimos, agora securitizados, no mercado internacional de capitais, a entrada de investidores no mercado financeiro doméstico, principalmente nas bolsas de valores locais. Outra especificidade da abertura financeira recente diz respeito à ampliação do segundo nível de abertura, ou seja, a liberalização das *outward transactions*, que teve início no final da década de oitenta, com a criação do segmento flutuante do mercado de câmbio. Quanto ao terceiro nível de abertura, o grau

convertibilidade interna continua bastante limitado, ao contrário dos demais países latino-americanos.

No **capítulo 4**, analisamos a evolução da composição dos fluxos de capitais e os efeitos da abertura financeira sobre o sistema financeiro doméstico. Esses dois fatores, ao lado do grau de abertura financeira e da gestão dos fluxos de capitais, são os principais condicionantes do grau de vulnerabilidade externa no contexto atual. Nossa hipótese central é que a abertura financeira recente impôs novos constrangimentos externos à política econômica, apesar da superação da escassez de divisas característica dos anos 80. Devido à lógica atual de funcionamento do mercado financeiro internacional e à natureza e determinantes dos fluxos recentes de capitais, a vulnerabilidade externa das economias latino-americanas e, especificamente, brasileira, não foi suprimida. Na verdade, essas ficaram sujeitas a novas fontes de instabilidade macroeconômica, diversas das vigentes na década de oitenta¹.

¹ As citações provenientes de textos em outras línguas foram traduzidas pelo autor.

1. A ABERTURA FINANCEIRA DOS PAÍSES PERIFÉRICOS E OS DETERMINANTES DOS FLUXOS DE CAPITALIS

1.1. A visão do *mainstream economics*

A tendência mundial em direção à abertura financeira teve início nos países centrais no final da década de 50, sendo formalizada pelos Códigos de Liberalização da OCDE em 1961, cujo objetivo era eliminar as restrições sobre os fluxos internacionais de capitais. Contudo, nesse período a maioria dos países centrais e periféricos mantinham amplos controles quantitativos sobre esses fluxos, que constituíam um dos pilares do sistema de Bretton Woods (Cepal, 1994).

O término do período de crescimento rápido e estável vigente nos anos 50 e 60 colocou em xeque o ambiente institucional que emergiu após a Segunda Guerra Mundial (Plihon, 1996). A ascensão de Ronald Reagan e de Margaret Thatcher nos EUA e na Inglaterra no final da década de 70 teve como contrapartida a adoção de políticas de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros domésticos e de eliminação das barreiras ainda existentes aos fluxos de capitais nesses países e, posteriormente, nos demais países centrais².

O processo de abertura financeira e de desregulamentação financeira doméstica dos países centrais foi acompanhado e sustentado por movimentos no pensamento econômico dominante. A corrente keynesiana, que predominou entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos 70 foi substituída pelo *global neoclassicism*. Naquela, os pilares eram as políticas macroeconômicas nacionais e a importância da regulação dos fluxos internacionais de capitais. Essa última rejeita as políticas econômicas discricionárias e sustenta que os governos ou mesmo um sistema da regulação internacional não podem e não devem controlar os fluxos internacionais de capital (Shor, 1992).

A discussão sobre a intervenção estatal e a excessiva regulamentação dos mercados não se restringiu aos países centrais. A crítica do *mainstream economics* à estratégia de desenvolvimento dos países latino-americanos no pós-guerra - a industrialização via substituição de importações - ancorada numa "excessiva" intervenção do Estado na eco-

² Uma observação interessante sobre a defesa da abertura financeira pelos organismos multilaterais é feita por Shor (1994). Segundo essa autora, o FMI também passou a defendê-la na década de oitenta, após anos de tolerância em relação aos controles dos movimentos de capitais.

nomia, precedeu a emergência da ideologia neoliberal nos países desenvolvidos (Devlin *et alii*, 1995).

Essa crítica tinha como base teórica o modelo de desenvolvimento neoclássico (*neoclassical-oriented model of development*) também conhecido como modelo de desenvolvimento orientado para o Mercado, elaborado por McKinnon, Shaw, Krueger e pelo Staff do Banco Mundial, dentre outros, a partir do final da década de 60 (Fanelli *et alii*, 1990 e Cepal, 1994). Segundo esses autores, a industrialização via substituição de importações resultou num “modelo de crescimento voltado para dentro” (*inward-oriented model of growth*) e introduziu uma série de distorções na alocação dos recursos produtivos e financeiros devido ao intervencionismo estatal e ao protecionismo comercial.

Esse tipo de estratégia de industrialização foi contraposta à adotada pelos países asiáticos, como Coréia e Taiwan, a qual implicou elevadas taxas de crescimento e um alto grau de estabilidade macroeconômica. Segundo os defensores do paradigma liberal, como Balassa e Krueger, a melhor performance econômica desses países seria explicada, principalmente, pelo tipo de industrialização adotada - orientada para fora (*outward oriented*) e com reduzida intervenção estatal³. Outros, como McKinnon (1973), enfatizavam o papel da liberalização dos mercados financeiros domésticos⁴. Em suma, segundo o diagnóstico da literatura liberal, a instabilidade e estagnação das economias em desenvolvimento decorriam do “mau funcionamento” dos mercados (Fanelli & Frenkel, 1994).

As propostas de política econômica derivavam diretamente desse diagnóstico. Os países latino-americanos deveriam implementar um conjunto de reformas liberalizantes com o objetivo de eliminar as distorções introduzidas pela estratégia de desenvolvimento anterior. Dentre as reformas destacavam-se a redução ou eliminação das regulações estatais sobre os mercados domésticos - de bens e de trabalho -, a privatização, a liberalização financeira interna e a abertura externa das economias. A liberalização do mercado finan-

3 Várias críticas foram feitas a esses diagnósticos. Amsden mostrou o papel decisivo do Estado no processo de desenvolvimento dos países asiáticos, como Coréia e Taiwan. As explicações para as diferentes trajetórias econômicas tanto desses países como dos latino-americanos residem em outros fatores, como o tipo de intervenção estatal (e não a sua ausência), aspectos históricos, geopolíticos, institucionais e culturais, sempre negligenciados pelos neoclássicos. Sobre o processo de industrialização da Coréia do Sul ver Santos Filho (1994).

4 A idéia central dos trabalhos de McKinnon e Shaw de 1973, que deram origem à teoria da repressão financeira, é que a liberalização financeira interna, principalmente a eliminação das restrições sobre a taxa de juros, tem como consequência o aprofundamento financeiro da economia, ou seja, o aumento da disponibilidade de poupança e de crédito, a melhora na alocação dos recursos e o aumento da eficiência dos investimentos. Para uma análise detalhada dessa teoria ver Cintra (1993).

ceiro doméstico era considerada essencial para eliminar a repressão financeira, enquanto as aberturas comercial e financeira das economias constituíam peças centrais para a mudança na estratégia de desenvolvimento - de *inward oriented* para *outward oriented*. Nesse sentido, Edwards (1984:9) afirma que “a abertura da economia para o resto do mundo é parte integral de qualquer reforma econômica que tem como objetivo aumentar o papel dos mercados nos países em desenvolvimento”.

Existem vários argumentos teóricos em defesa da abertura financeira nos países periféricos, enfatizando o papel da mobilidade dos fluxos internacionais de capitais no processo de desenvolvimento e os ganhos de eficiência para a economia como um todo (Cepal, 1994).

O **primeiro argumento** diz respeito ao aumento da eficiência na alocação global dos recursos. A abertura financeira dos países em desenvolvimento possibilitaria o aperfeiçoamento da intermediação global de recursos entre poupadores e investidores. Esse resultado deriva do modelo de Hecksher-Ohlin, segundo o qual a taxa de retorno dos fatores de produção em cada país dependeria da disponibilidade relativa dos fatores (Hanson, 1992). Assim, nos países com abundância de capital o rendimento real do investimento marginal seria em geral mais baixo do que nos países com escassez de capital. À medida que o fluxo de capitais se direcionassem para os países em desenvolvimento e a escassez de capital fosse reduzida, ocorreria uma tendência de homogeneização dos preços dos ativos e das taxas de juros com os patamares vigentes nos países desenvolvidos.

O raciocínio subjacente é o mesmo utilizado na defesa da internacionalização das finanças em geral. Permitiria a alocação da poupança a nível global através do movimento de capitais entre os países e uma maior eficiência na distribuição internacional dos recursos (Akyüz, 1992). Esse argumento inclui tanto os fluxos relacionados com investimentos produtivos (investimento direto externo) quanto os fluxos estritamente financeiros. Tanto a taxa de lucro quanto a taxa de juros dos países em desenvolvimento seriam mais elevadas como decorrência da escassez de capital, já que nessa concepção o juro é um fenômeno real, determinado pela interação entre poupança e investimento no mercado de bens.

O **segundo argumento** refere-se à mobilização da poupança externa. Essa mobilização é o papel clássico atribuído aos fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento e constitui o argumento mais tradicional a favor da abertura financeira. Nes-

ses países, além da escassez de capital, os níveis baixos de renda e de poupança constituiriam restrições ao crescimento. Com isso, a poupança externa, na forma de entrada líquida de capital, poderia complementar a poupança interna e, assim, elevar as taxas de investimento e de crescimento econômico. Por sua vez, a expansão da renda interna possibilitaria o aumento da poupança doméstica e do investimento, criando-se as bases para uma expansão econômica sustentada⁵.

O **terceiro argumento** diz respeito à alocação intertemporal dos gastos. Os fluxos internacionais de capitais poderiam reduzir os custos associados às diferenças intertemporais entre produção e consumo. Este argumento é mais frágil que os outros, pois está relacionado a aspectos conjunturais e não exige uma conta de capital totalmente aberta (Hanson, 1992). Além dos aspectos sazonais, o financiamento externo também poderia auxiliar nas situações de desequilíbrio do balanço de pagamentos decorrente de choques externos.

O **quarto argumento** sustenta que a mobilidade internacional de capitais permitiria a diversificação dos riscos por parte dos investidores individuais. Atualmente, esse é o argumento mais comum em favor da mobilidade internacional de capitais e da abertura plena da conta de capital dos países desenvolvidos e em desenvolvimento (Cepal, 1994). Assim, a abertura financeira traria benefícios mesmo quando a mobilidade de capital não tivesse nenhum efeito sobre o processo de investimento e poupança, uma vez que a condição necessária e suficiente para esta diversificação é a existência de fluxos brutos de capitais entre os países (Hanson, 1992).

O **quinto argumento** defende que a mobilidade internacional de capital também incrementaria a eficiência do sistema financeiro devido à possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros e à maior concorrência entre instituições residentes e não-residentes. Ademais, a integração com o mercado financeiro internacional reduziria a margem de intermediação e abriria acesso ao mercado externo e, assim, a créditos com

⁵ É importante ressaltar que uma série de condições devem ser satisfeitas para que o círculo virtuoso entre poupança externa-investimento-renda interna-poupança interna-investimento ocorra na prática: os fluxos de capitais externo devem financiar o investimento produtivo (e não o consumo); os investimentos devem ser eficientes e direcionados para o setor de bens comercializáveis, pois é necessário gerar superávits comerciais para transformar a poupança interna em moeda conversível para quitar a dívida; devem existir credores dispostos a proporcionar correntes de financiamento estáveis e em termos razoáveis (Cepal, 1994).

menores custos para as empresas dos países em desenvolvimento (Mathieson & Rojas-Suarez, 1992).

O **sexto e último argumento** sustenta que a perda de autonomia da política econômica decorrente da abertura financeira seria um aspecto positivo. A credibilidade das autoridades monetárias aumentaria, pois a existência de plena conversibilidade e mobilidade internacional de capitais faria com que essas autoridades perdessem a capacidade de manejar a oferta de moeda e, assim, limitaria os graus de liberdade para a execução de políticas inadequadas (McKinnon, 1988).

Apesar do consenso dentro do *mainstream* em relação aos benefícios da abertura financeira nos países em desenvolvimento, existiam divergências quanto à sua implementação prática. Alguns autores, como McKinnon, eram favoráveis a uma ordem sequencial, na qual a abertura financeira seria a última reforma a ser adotada (Cintra, 1993). Outros, como Shaw, defendiam a implementação simultânea das reformas, um “tratamento de choque” (Devlin *et alii*, 1995). No entanto, como enfatizam Fanelli & Frenkel (1994), os aspectos dinâmicos do processo de liberalização das economias latino-americanas, isto é, a consideração da etapa de transição entre uma economia “reprimida” e “liberalizada” - que envolve tanto a sequência quanto a velocidade de implementação das reformas - eram em grande parte negligenciados antes da década de 80. Essa negligência foi reconhecida pelos próprios defensores da liberalização econômica,

“a ordem da liberalização econômica (...) tornou-se um tópico de análise importante apenas nos últimos anos. Foram basicamente as experiências recentes de liberalização e estabilização dos países do cone sul (Argentina, Chile e Uruguai) que estimularam uma maior discussão sobre essa questão” (Edwards, 1984:11).

O fracasso dessas experiências, que resultaram em crises cambiais e bancárias e no retrocesso das reformas liberalizantes, foi atribuído pelo *mainstream economics* e pelos organismos multilaterais exatamente à ordem em que as reformas haviam sido implementadas. A partir de então, a definição de uma sequência “ideal” de liberalização tornou-se o principal desafio para a teoria econômica convencional, já que era preciso explicar *a posteriori* os fatos econômicos que a teoria havia sido incapaz de prever (Fanelli & Frenkel, 1994).

Essa teoria, contudo, tem pouco a dizer sobre uma sequência ótima de eliminação das distorções nos diversos mercados, como reconhecem seus próprios adeptos. Segundo Michalopoulos (1987, *apud* Fanelli & Frenkel, 1994) o período de implementação das reformas envolve a dinâmica do processo de transição, de difícil análise pela teoria neoclássica, já que seu instrumental teórico é basicamente estático-comparativo. No mesmo sentido, Corbo e Mello (1987:127) afirmam que “*ainda existem várias divergências quanto à sequência, velocidade e extensão da liberalização (...) a implementação prática das reformas é bastante complexa, já que envolve aspectos dinâmicos*”. Ademais, não seria possível demonstrar teoricamente uma sequência ideal de reformas, que garantisse às economias a maximização do bem-estar, uma vez que as proposições da teoria do equilíbrio geral sobre o bem-estar são válidas apenas quando não existem distorções **em todos os mercados**. Dentro desse arcabouço teórico, a eliminação de distorções num mercado em particular - por exemplo, no mercado financeiro doméstico - não melhoraria necessariamente o nível de bem-estar se os demais mercados continuassem regulados e, conseqüentemente, “imperfeitos”.

Como é impossível provar teoricamente que uma política de não-intervenção é sustentável se certos mercados não funcionam bem, a questão dos efeitos da liberalização e das recomendações quanto à sequência ótima das reformas apenas poderia ser respondida a partir de uma verificação empírica. Foi preciso que os países do Cone Sul sofressem uma profunda crise financeira interna e externa para que o *mainstream economics* se preocupasse com essas questões, já que era necessário encontrar uma explicação “exógena” à teoria para as conseqüências perversas dos programas de liberalização, sem o questionamento dos princípios teóricos e dos diagnósticos subjacentes. Concluiu-se que os efeitos perversos da “primeira onda” de abertura financeira dos países latino-americanos decorreram da existência de distorções ou desequilíbrios nas economias, como déficits fiscais, instabilidade monetária, mercados de trabalho e de bens regulamentados e permanência de mecanismos de indexação salarial. Como não é possível corrigir todas as distorções simultaneamente, uma ordem ideal de promoção das reformas foi recomendada.

Como ressalta Akyuz (1993:28),

"as consequências da abertura financeira nos países em desenvolvimento não foram tratadas adequadamente pela literatura convencional em finanças e desenvolvimento. O pensamento do mainstream sobre a abertura financeira nesses países, representado pela literatura da sequência das reformas, é em grande parte uma extrapolação da macroeconomia de economia aberta. Essa literatura emergiu em grande parte da tentativa ex post de explicar o fracasso das experiências de liberalização dos países do cone sul na década de 70".

A adaptação da doutrina de liberalização ao novo contexto dos anos oitenta deu origem ao Consenso de Washington ("*Market-Friendly Approach*"). Além do estabelecimento de uma sequência ideal de implementação das reformas, foi incorporada a doutrina de ajustamento do FMI, já que a literatura sobre a liberalização dos mercados não tratava da questão da estabilização econômica no curto prazo:

"a associação com o referencial neoclássico de estabilização e desenvolvimento forneceu as bases para que as propostas de reforma estrutural do Consenso de Washington permitissem a retomada do crescimento simultaneamente à estabilidade macroeconômica na América Latina" (Fanelli et alii, 1990:4).

Segundo o Consenso, numa primeira etapa a gestão da política econômica deve se voltar para a eliminação do processo inflacionário interno a partir de um programa de estabilização nos moldes recomendados pelo FMI, ancorado no ajuste fiscal e na contenção da demanda agregada através de uma política monetária restritiva. Numa segunda etapa, o pacote de reformas liberalizantes, essencial para a construção de um novo modelo de desenvolvimento e financiamento para as economias, ancorado na livre atuação das forças de mercado, deve ser implementado. A idéia básica é que a estabilização dos preços e a liberalização da economia são condições prévias e suficientes para a retomada do crescimento. Como coloca Krugman (1995: 81), "*trata-se da crença de que a máxima vitoriana em política econômica - abertura dos mercados e moeda forte - é a chave do desenvolvimento econômico*".

A estabilidade monetária e o equilíbrio fiscal seriam pré-condições para que a abertura financeira fosse virtuosa e sustentável⁶. O principal argumento por detrás dessa sequência, associado à visão monetarista implícita nas políticas do FMI, sustenta que a liberalização dos fluxos de capitais num contexto de inflação alta contribuiria para o agravamento da instabilidade, uma vez que a capacidade do governo de coletar o imposto infla-

⁶ Na teoria convencional a principal causa da inflação é o financiamento monetário dos déficits públicos. Sendo assim, o equilíbrio fiscal é essencial para a eliminação da inflação e para a sustentabilidade do ambiente de estabilidade de preços.

cionário seria reduzida, dada a alternativa de posse de ativos externos como reserva de valor. Isso diminuiria a demanda por moeda e, assim, a "base" de incidência do imposto. Para coletar o mesmo montante de imposto, seria necessário uma taxa de inflação mais elevada,

"A estabilidade macroeconômica é uma pré-condição para a liberalização financeira externa. A abertura da conta de capital amplia as oportunidades de substituição monetária, a qual aumenta a taxa de inflação doméstica necessária para mobilizar um dado volume de recursos através do imposto inflacionário" (Hanson, 1992:21).

Como resultado da menor demanda pela moeda doméstica, os depósitos bancários e consequentemente, os requerimentos de reservas sobre esses depósitos também reduziriam. Assim, se ocorresse uma fuga de capital - substituição da intermediação financeira doméstica por bancos não-residentes - também diminuiria a possibilidade de financiamento do déficit público através do aumento desses requerimentos. Se existisse conversibilidade interna, a substituição monetária seria facilitada. Se a abertura financeira atingisse apenas o primeiro e segundo níveis, o processo ocorreria através da fuga de capitais⁷.

A defesa do controle sobre alguns preços-chave como um elemento dos programas de estabilização foi incorporada pelo FMI na década de 80 (Pellegrini, 1995 e Fiori, 1993). A manutenção dos controles sobre os fluxos de capitais durante o processo de estabilização também seria necessária para evitar pressões sobre as taxas de câmbio e de juros e, assim, impedir que o influxo tornasse insustentável as prefixações anunciadas. Por último, a estabilidade monetária também seria importante no sentido de desestimular operações de arbitragem, na medida em que fornece um horizonte quanto à evolução do custo do capital (McKinnon, 1988).

Em relação às reformas liberalizantes, tanto a liberalização financeira interna quanto a abertura comercial deveriam preceder a abertura financeira. A existência de um sistema financeiro não-reprimido, com taxas de juros e alocação do crédito liberalizados, reduzidas reservas compulsórias e ausências de barreiras à entrada seria essencial para garantir a intermediação eficiente dos fluxos de recursos externos e reduzir os *spreads* entre as taxas de juros ativas e passivas. Nesse contexto, a entrada desses recursos dinamizaria o merca-

⁷ McKinnon (1991, cap. 5) calcula a taxa de requerimento de reservas que minimiza a expansão monetária, dado o déficit fiscal a ser financiado.

do financeiro doméstico ao aumentar os recursos disponíveis no sistema bancário, contribuindo para a redução do custo dos empréstimos internos.

A idéia implícita é que a desregulamentação e liberalização financeiras garantiriam o desenvolvimento dos mercados monetário e de capitais, a diversificação do leque de instrumentos financeiros disponíveis e o alongamento dos prazos, ou seja, implicariam o aprofundamento financeiro interno (Cintra, 1993). Se os mercados financeiros domésticos são pouco desenvolvidos e não-competitivos, não podem intermediar de forma eficiente os fluxos e neutralizar os efeitos de uma maior variabilidade dos preços dos ativos. Sendo assim, seria necessário a reestruturação e capitalização de instituições financeiras com créditos de liquidação duvidosa e processos de fusão e aquisição (Mathienson & Rojas-Suarez, 1992). Para que essa liberalização fosse possível, o ajuste fiscal já deveria ter sido atingido, pois o governo não poderia mais utilizar os requerimentos de reservas como fonte de financiamento. Como coloca Akyüz (1992:9):

*"Existe uma crença geral associada à teoria da sequência da liberalização dos mercados, que a abertura financeira dos países em desenvolvimento resulta em ingressos de capitais desde que ela ocorra após a liberalização do mercado de capitais doméstico. A hipótese implícita é que, devido à escassez de capital nesses países, a liberalização financeira interna implica um aumento das taxas de juros domésticas, que ficam acima das taxas internacionais e, assim, a liberalização posterior da conta de capital estimula o ingresso de capitais. Ou seja, após a abertura financeira verifica-se um fluxo de recursos externos em direção aos países em desenvolvimento, estimulados pela maior rentabilidade do capital nesses países devido à sua escassez"*⁸.

Ainda no âmbito da liberalização financeira interna, dois aspectos seriam essenciais: o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão prudencial e regulamentação do sistema financeiro e a definição de forma clara da proteção governamental ao sistema financeiro, para evitar a assunção de riscos excessivos por parte dos bancos (*moral hazard*).

A sequência entre a abertura comercial e financeira foi uma das questões mais debatidas e analisadas pela "literatura da sequência das reformas". Segundo Edwards (1984:1), que escreveu um dos principais textos sobre o tema,

"do ponto de vista teórico, a questão da ordem apropriada de liberalização é relevante apenas num mundo com custos de ajustamento, imperfeições de mercado e/ou externalidades. Se, ao contrário, a economia de livro-texto, livre de imperfei-

⁸ Como vimos acima, esse é o argumento mais geral em defesa da abertura financeira dos países em desenvolvimento, que também se aplica aos fluxos de capitais produtivos.

ções, é assumida, a resposta a essa questão se torna trivial: ambas as contas do balanço de pagamentos devem ser liberalizadas simultânea e instantaneamente”.

Como no mundo real existem “externalidades e imperfeições”, essa questão torna-se relevante. É importante mencionar que é exatamente em relação à ordem ideal de liberalização do balanço de pagamentos que existem mais controvérsias. Na teoria convencional, formou-se um consenso de que a liberalização da conta de capital deve ocorrer apenas após a liberalização do mercado de capital doméstico, e de que esta última só pode efetivar-se após a redução significativa do déficit fiscal. Entretanto, há menos consenso sobre a ordem de liberalização da conta corrente e de capital do balanço de pagamentos (Edwards, 1984: 3). Ainda existem divergências dentro do *mainstream economics* e mesmo no *staff* dos organismos multilaterais quanto a esta etapa do processo de liberalização, apesar da maioria dos economistas adeptos do Consenso de Washington ser defensora do gradualismo.

É possível distinguir duas visões opostas sobre essa questão. A primeira, que tornou-se hegemônica ao longo da década de oitenta, sustenta que a conta corrente deveria ser liberalizada antes da conta de capital. A questão central diz respeito à contradição entre a necessidade de manter a taxa de câmbio real para garantir a competitividade das exportações e a tendência de valorização cambial exercida pela entrada de capitais externos, que acompanharia a abertura financeira tanto no regime de câmbio fixo como no flutuante,

“A valorização que resulta da suspensão dos controles do capitais reduzirá a lucratividade do setor de produtos comercializáveis exatamente quando este está passando por um reajustamento difícil. Em consequência disto, as contas corrente e de capital não devem ser abertas ao mesmo tempo” (Edwards, 1984: 14).

Os efeitos desejados da liberalização comercial - a reconversão do setor produtivo em direção ao setor de bens comercializáveis - seriam anulados pela valorização real da taxa de câmbio provocada pelo ingresso de recursos externos, que acaba estimulando a produção e o investimento nos setores não-comercializáveis. Assim, as duas reformas teriam impactos opostos sobre a taxa de câmbio, conseqüentemente, sobre a alocação dos recursos produtivos. Como o movimento desses recursos - capital e trabalho - envolve custos, os fatos sugerem que alguns esforços deveriam ser realizados para coordenar os efeitos reais das duas reformas, pois “...a reversão desnecessária dos movimentos de recursos deve

ser evitada" (Edwards, 1994: 36)⁹. Em suma, a abertura financeira deveria ocorrer após a liberalização comercial para evitar os efeitos negativos sobre o nível e a estabilidade da taxa de câmbio real e, portanto, sobre a estabilidade macroeconômica e a alocação dos recursos.

Essa corrente também defende o gradualismo na abertura financeira. A liberalização gradual é necessária para a própria consolidação da estabilidade macroeconômica (Fischer & Reisen, 1992). Além da distinção entre entrada e saída de capitais - a primeira deve preceder a segunda - também é recomendada uma ordenação sequencial dos componentes das entradas e das saídas. Seria aconselhável liberalizar inicialmente os fluxos associados ao investimento estrangeiro direto, menos voláteis, pois são guiados por expectativas quanto à evolução da economia no médio e longo prazos. Os investimentos de portfólio e os fluxos de curto prazo deveriam ser liberalizados apenas na etapa final da abertura financeira (McKinnon, 1988).

Segundo esse enfoque gradualista, seria necessário um período de tempo considerável, que pode ser muito longo, para que a consolidação das reformas estruturais - equilíbrio fiscal, mercado financeiro doméstico desenvolvido, setor exportador diversificado e competitivo, mecanismos variados de política macroeconômica - permitissem a absorção dos movimentos de capital não-regulados de forma compatível com o crescimento sustentável (McKinnon, 1988).

A credibilidade das políticas também tornou-se um aspecto essencial para o sucesso dos programas de liberalização. Como ressaltam Corbo & Mello (1987:127-128),

"...a liberalização não é um fim em si mesmo, mas um meio de atingir um uso mais eficiente dos recursos. Como a alocação dos recursos depende dos preços esperados, a credibilidade das reformas é muito importante. Sendo assim, elas necessitam de um período de tempo realista, e o que é realista geralmente varia de um mercado para o outro e de um país para outro. Qualquer pacote de reformas que ignore a velocidade em que os indivíduos e organizações podem se ajustar - uma variável que é parcialmente determinada por circunstâncias políticas - corre o risco de fracasso e elimina a credibilidade das reformas futuras. Como mostra a teoria das expectativas racionais, a coerência e a credibilidade são fundamentais para a

⁹ Nesse texto de 1984, Edwards, além de fazer uma revisão da literatura sobre a ordem ideal de liberalização do balanço de pagamentos, desenvolve um modelo de 3 bens e 2 fatores de produção (*three goods-two factors*) para analisar os efeitos das duas reformas sobre os níveis de produção e de renda no curto e longo prazos. Segundo esse modelo, que é extremamente simplificado, as duas aberturas - comercial e financeira - teriam efeitos opostos sobre a alocação de recursos, como já enfatizamos, e também sobre o bem-estar social.

obtenção dos efeitos desejados das reformas e, assim, para o sucesso ou fracasso do programa".

Em outras palavras, além da adoção da sequência e velocidade recomendadas, a credibilidade dos agentes no programa de ajuste e reformas seria fundamental¹⁰. Os defensores da ordem sequencial e do gradualismo apenas questionam o momento ideal e a velocidade de implementação da abertura financeira, mas não o objetivo final de uma conta de capital aberta (Devlin *et alii*, 1995).

É importante mencionar os principais argumentos a favor da sequência oposta, ou seja, da abertura financeira rápida e prévia à comercial. Lal (1990, *apud* Fanelli & Frenkel, 1994) afirma que a melhor forma de evitar movimentos indesejáveis da taxa de câmbio durante o período de transição seria adotar um regime de câmbio flutuante com total conversibilidade monetária. Sendo assim, a abertura financeira deveria ocorrer antes da comercial. O argumento central é que num regime de taxa de câmbio controlada existe uma grande probabilidade do governo administrá-la inadequadamente, o que resultaria no fracasso da reforma comercial. A hipótese implícita é que a livre atuação das forças de mercado conduziria a taxa de câmbio ao seu nível de equilíbrio e de que a intervenção estatal apenas introduziria distorções no funcionamento dos mercados. Outro argumento em defesa dessa sequência está relacionado ao papel dos recursos externos no período de transição. Se a conta de capital for liberalizada prévia ou simultaneamente à conta corrente, haveria uma maior disponibilidade de recursos externos e, assim, de fundos baratos (*cheap funds*) que poderia facilitar o processo de transição, ao permitir um nível mais elevado de importações e reduzir as incertezas dos empresários em relação à sustentabilidade da abertura comercial (Edwards, 1984)¹¹.

Lal (1990) também é favorável à liberalização rápida e simultânea de todas as modalidades de capital externo. O principal argumento é de ordem política: uma implementação gradual poderia dar margem à formação e/ou ao fortalecimento de grupos de interesse contra a liberalização (Fanelli & Frenkel).

¹⁰ Edwards (1984) também enfatiza a importância da credibilidade nas políticas.

¹¹ Edwards (1984) faz um *survey* da literatura sobre liberalização do balanço de pagamentos, ressaltando os argumentos pró e contra a implementação da abertura comercial antes da financeira.

Por último, vale ressaltar que alguns economistas do *mainstream* questionam a própria viabilidade prática de uma implementação sequencial e gradualista da liberalização. Mathienson & Rojas-Suarez (1992) argumentam que a efetividade dos controles de capital diminuiu significativamente na década de 80. Assim, o isolamento dos países das condições financeiras internacionais durante o processo de liberalização pode não ser uma opção disponível para as autoridades econômicas domésticas no contexto atual. Segundo esses autores, a experiência histórica sugere que a consistência das políticas macroeconômica, financeira e cambial seria mais importante para a sustentabilidade da abertura financeira do que a sequência de liberalização dos controles de capitais.

Três fatores teriam contribuído para a redução desta efetividade. Em primeiro lugar, o aumento do diferencial de rentabilidade entre as taxas de retorno dos ativos dos países em desenvolvimento e dos ativos externos, devido à sua maior instabilidade macroeconômica na década de 80. Em segundo lugar, a desregulamentação e liberalização financeira nos países desenvolvidos e o crescimento dos centros *off-shore*, ao reduzirem os custos da transferência de fundos para o exterior (redução ou eliminação das taxas sobre ganhos financeiros de não-residentes) e estimularem o desenvolvimento de novos produtos financeiros, tornaram mais atrativo a compra/manutenção de ativos no exterior. Em terceiro lugar, o próprio aprendizado dos residentes dos países em desenvolvimento (processo de *learning by doing*) e os vínculos estabelecidos entre os bancos residentes e não-residentes reduziram aqueles custos.

Se, por um lado, a perda de efetividade dos controles praticamente inviabilizou a manutenção de políticas macroeconômicas desestabilizadoras, pois a reação dos agentes à aceleração inflacionária e à instabilidade através da fuga de capitais tornou-se mais rápida e efetiva, por outro lado dificultou o isolamento das economias das condições financeiras vigentes nos mercados internacionais, nos quais, como admitem os próprios autores, têm sido frequentes períodos de alta volatilidade dos preços dos ativos. Assim, “*economias com contas de capital abertas devem adaptar suas estruturas econômica e financeira domésticas para neutralizar os efeitos dessa variabilidade*” (Mathienson & Rojas-Suarez, 1992: 47), pois esta teria efeitos especialmente adversos sobre o emprego, o produto e a riqueza em eco-

nomias com arranjos institucionais e regulações que inibem o ajustamento dos preços, salários e das taxas de juros.

A eliminação desses arranjos e a adoção de políticas macroeconômicas e financeiras que contribuíssem para a redução das diferenças entre as condições dos mercados financeiros doméstico e externo tornariam o ajuste a um choque real e financeiro menos doloroso. A exposição de uma economia à variabilidade dos preços dos ativos também poderia ser minimizada através da utilização dos mercados globais na transação de riscos financeiros (utilização dos derivativos) e através do estabelecimento de contratos/empréstimos externos bem elaborados (*better design*)¹².

¹² As hipóteses subjacentes a esse raciocínio são de dicotomia entre o lado real e monetário e da neutralidade da moeda e das transações financeiras sobre o comportamento dos agentes, que fazem parte dos fundamentos teóricos do *mainstream economics*. Não é nosso objetivo fazer uma crítica teórica a esses fundamentos, mas vale ressaltar que a volatilidade da taxa de juros e de câmbio e dos preços dos demais ativos afeta o setor real independentemente da existência de falhas ou imperfeições de mercado, pois uma das propriedades reais das economias capitalistas é a não-neutralidade da moeda. Pode-se afirmar que essa é a divergência fundamental entre a teoria neoclássica e a teoria keynesiana. Enquanto a primeira parte da hipótese de neutralidade da moeda, que é vista apenas como um instrumento para facilitar as trocas, ou como um "véu", a segunda entende a economia capitalista como uma economia essencialmente monetária, na qual todas as decisões dos agentes econômicos nos setores real e financeiro envolvem sempre e necessariamente a moeda (e, no âmbito internacional, as taxas de câmbio). Assim, a idéia de dicotomia entre o lado real e monetário e de neutralidade da moeda é descartada *a priori*. Como ressaltou Keynes, as finanças e os mercados financeiros estão no centro das economias capitalistas.

1.1.1. Os determinantes dos fluxos de capitais na década de noventa

A concepção exposta acima sobre a abertura financeira nos países periféricos está totalmente vinculada a uma determinada hipótese quanto à natureza das finanças em geral e à lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais (Akyuz, 1992). Essa hipótese implica um determinado diagnóstico sobre o comportamento dos fluxos internacionais de capitais e sobre os determinantes dos fluxos direcionados para as economias periféricas. Existe uma associação direta entre essas duas questões - interpretações sobre os efeitos da abertura financeira e sobre os determinantes dos fluxos para essas economias - geralmente não ressaltada ou explicitada na literatura que as aborda.

A análise ortodoxa parte da hipótese de estabilidade e eficiência dos mercados financeiros. As finanças não apresentariam uma dinâmica própria, independente do comportamento do setor real - da evolução do investimento, do consumo e da produção. A sua versão mais recente, a teoria novo-clássica, admite que podem surgir movimentos relativamente autônomos nos mercados financeiros, mas associados a choques aleatórios exógenos, não antecipados pelos agentes econômicos. À medida que estes ajustam suas expectativas, que são racionais, ao novo contexto, a economia retorna automaticamente ao equilíbrio. A dinâmica financeira continua sendo subordinada à dinâmica econômica, ou, em outras palavras, constitui um mero reflexo dessa última (Laplane & Santos Filho, 1995).

De acordo com essa análise, os mercados financeiros internacionais seriam eficientes no sentido de avaliar de forma correta os preços dos ativos no médio e longo prazo - que correspondem ao valor atualizado dos dividendos que esses ativos poderiam gerar no futuro - e a única função desses mercados seria **intermediar a transferência de recursos entre investidores e poupadores a nível nacional e internacional**. Essa condição foi denominada por Tobin (1984 *apud* Cepal, 1994) de "eficiência fundamental da valoração". Como coloca Plihon (1995: 72),

"A teoria da eficiência dos mercados consiste na aplicação aos mercados financeiros e cambiais do modelo de concorrência pura e perfeita com expectativas racionais. Sua conclusão mais relevante é que as cotações dos títulos e das moedas são eficientes na medida em que refletem toda a informação disponível nos mercados".

No mercado financeiro internacional, a questão essencial é que esses mercados avaliariam de forma apropriada os riscos e retornos subjacentes aos investimentos nos diversos países, os quais refletiriam os **fundamentos**, que são os determinantes econômicos básicos da situação do devedor no longo prazo (Pellegrini, 1995). As informações relevantes sobre a situação econômica dos países estariam sempre disponíveis para todos os investidores e as decisões quanto à alocação dos recursos seriam guiadas por esses fundamentos, ou seja, pelas oportunidades de ganhos no longo prazo. A abertura financeira dos países periféricos permitiria que essa transferência de recursos se efetivasse, aumentando a **eficiência** na alocação global dos recursos produtivos e financeiros e possibilitando a absorção de poupança externa por esses países, nos quais a rentabilidade do capital seria mais elevada devido à sua escassez.

Essa visão de que os fluxos seriam guiados pelos fundamentos foi resgatada pelos organismos multilaterais e pelo *mainstream economics* para explicar o retorno dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina no início da década de noventa. Segundo El Erian (1992: 184), um dos principais defensores dessa visão,

"a implementação das políticas de ajustamento foi o fator crucial para a restauração do acesso dos países latino-americanos ao mercado de capitais internacional voluntário. De fato, políticas macroeconômicas e reformas estruturais apropriadas reduziram as percepções de risco país dos investidores internacionais".

Esse autor ressalta, entretanto, que a adoção de políticas financeiras e econômicas apropriadas é uma condição necessária para o *market re-entry*, mas não suficiente. A existência de um elevado estoque de dívida externa poderia inviabilizar a implementação e/ou sustentabilidade das políticas de ajustamento e reformas estruturais devido à manutenção de uma elevada aversão ao risco pelo setor privado (*debt overhang effects*). Diante disso, tornar-se-ia necessário que os países realizassem uma redução do estoque e do ser-

viço da dívida, através de operações de conversão e/ou pacotes de reestruturação nos moldes do Plano Brady¹³.

Na mesma linha de argumentação de El Erian, Nunnenkamp (1993, *apud* Reisen, 1993) afirma que a possibilidade de reversão estaria associada principalmente às **políticas do país receptor**. Assim, não é provável que os fluxos para a América latina revertam-se, **desde que as reformas econômicas sejam mantidas**. Blejer (1992, *apud* Steiner, 1992) também aponta a adoção de programas macroeconômicos prudentes e de reformas orientadas para o mercado como a principal causa dos fluxos recentes de capital.

Segundo esses autores, os programas de ajuste e reformas estruturais nos moldes recomendados pelo Consenso e a renegociação da dívida externa no âmbito do Plano Brady teriam melhorado os fundamentos econômicos dos países latino-americanos e, assim, reduzido o respectivo risco país. A revisão das expectativas dos investidores quanto às perspectivas de investimento na região impactou positivamente a demanda por títulos latino-americanos, promovendo uma regionalização do risco inversa àquela de 1982.

A relação de causalidade entre reformas liberalizantes e melhora dos fundamentos decorre diretamente do diagnóstico dos organismos multilaterais sobre a crise das economias latino-americanas na década de 80. Como vimos na seção anterior, de acordo com esse diagnóstico o modelo de desenvolvimento adotado no pós-guerra introduzia distorções nas taxas de juros e de câmbio, nos salários e nos preços dos bens em geral devido ao excesso de intervenção estatal e ao pequeno grau de abertura das economias. Ou seja, os preços não refletiam a disponibilidade relativa dos fatores e implicavam um direcionamento dos recursos para os setores com baixa produtividade e eficiência. As reformas liberalizantes, ao eliminarem as distorções sobre os diversos mercados e, com isso, sobre os preços, resultariam numa ampliação da eficiência dos investimentos, pois tornariam o mercado o sinalizador da alocação dos recursos produtivos e financeiros. O principal objetivo da liberalização é exatamente ajustar os preços de acordo com os custos econômi-

¹³ Além da implementação dos programas de ajuste e reformas e das operações de reestruturação da dívida externa, El Erian (1992) menciona mais dois aspectos que também teriam contribuído para o retorno dos fluxos voluntários: a redução dos custos de transação para acessar o mercado internacional de capitais, devido, principalmente às mudanças regulatórias nos países desenvolvidos, à maior disponibilidade de informações sobre a situação de solvência dos devedores com o estabelecimento das agências de *rating* e à possibilidade de padronizar os instrumentos financeiros de acordo com as condições de mercado.

cos (Corbo e Mello, 1987). Como ressalta El Erian (1992:184), "...a capacidade de resposta da oferta da economia foi ampliada devido à adoção de políticas de preço apropriadas".

A estabilização monetária, obtida a partir do ajuste fiscal e do manejo contencionista das políticas macroeconômicas, além de ser uma pré-condição para as reformas liberalizantes também é fundamental para garantir a eficiência do mercado, uma vez que a inflação também introduz distorções nos preços relativos, eliminando seu *information content*.

A liberalização comercial, através da redução das barreiras tarifas e não-tarifárias às importações, é um elemento central da nova estratégia de desenvolvimento, pois os investimentos passariam a se orientar para os setores nos quais os países teriam vantagens comparativas. O argumento é o mesmo utilizado pelas teorias clássicas do comércio internacional: as reservas de mercado causariam uma alocação inadequada dos recursos - capital e trabalho -, que se direcionariam para setores relativamente ineficientes, em vez de concentrarem-se naqueles em que atuam com relativa eficiência (Krugman, 1995).

Em suma, as **condições internas** dos países seriam fundamentais para explicar o retorno dos fluxos de capitais voluntários. Sua reversão só ocorreria devido a mudanças nessas condições, mais especificamente, à adoção de políticas imprudentes e/ou incorretas. Ou seja, não recomendadas por "Washington". Como ressaltam Frenkel *et alii* (1990: 14-15),

*"Na visão do Consenso de Washington existe uma forte correlação entre políticas domésticas e financiamento externo. A adoção de políticas consistentes é recompensada com o retorno automático dos países devedores ao mercado internacional de crédito voluntário"*¹⁴.

Dadas as hipóteses de eficiência desse mercado e da maior rentabilidade do capital nos países menos desenvolvidos, mudanças adversas na direção dos movimentos internacionais de capitais para os países periféricos - devido a alterações nas condições econômi-

¹⁴ No entanto, como ressaltam esses os autores, a evidência empírica não corrobora essa visão. Vários países que implementaram reformas liberalizantes, como Uruguai, Bolívia e México na década de oitenta, não receberam volumes significativos de financiamento externo. Como veremos a seguir, os fluxos de capitais voluntários apenas retornam no início da década de noventa, com as mudanças nas condições econômicas internacionais.

cas dos países centrais e/ou no mercado financeiro internacional - seriam descartadas *a priori*,¹⁵.

Por último, vale ressaltar que a diversificação dos riscos por parte dos investidores, um dos benefícios da abertura financeira segundo a literatura ortodoxa, é vista também como um dos determinantes dos fluxos recentes de capital pelo *mainstream economics*. A globalização financeira, viabilizada pelos desenvolvimentos tecnológicos na área da informática e das telecomunicações, abriu espaço para a maximização desse "microbenefício" da abertura financeira, ao ampliar as possibilidades e facilitar a diversificação internacional dos portfólios dos investidores institucionais - fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos -, principais agentes dos mercados globalizados.

A abertura financeira nos países em desenvolvimento desempenha um papel essencial nesse processo, pois permite a maximização das metas de risco e retorno desses investidores, devido à elevada rentabilidade dos ativos desses países e à baixa correlação entre essa última e a vigente nos países desenvolvidos. Consequentemente, a eliminação dos controles sobre os fluxos de capitais resultou num aumento dos fluxos direcionados para os países latino-americanos e asiáticos, em decorrência do ajustamento dos portfólios dos investidores institucionais, que seria um processo contínuo e estável, já que, dada a hipótese de escassez de capital nos países em desenvolvimento, a rentabilidade dos investimentos produtivos e financeiros seria maior que nos países desenvolvidos. Como a taxa de juros é um fenômeno real na visão ortodoxa, o diferencial de juros seria favorável aos países periféricos, até que ocorresse uma homogeneização dos estoques de capitais em todos os países. O mesmo argumento é válido para os investimentos direcionados para as bolsas de valores. Nesse caso, como os mercados são eficientes, o valor de mercado das ações refletiria o valor presente do fluxo de dividendos futuros, ou seja, seu valor fundamental.

Essas afirmações são válidas dependendo do regime cambial vigente, uma vez que a taxa de câmbio também compõe a rentabilidade dos investimentos externos. Se o regime

¹⁵ Esse mesmo argumento - de que as condições internas dos países da região são os principais determinantes dos fluxos - foi utilizado por autores do *mainstream* para explicar a redução dos empréstimos externos e dos investimentos estrangeiros diretos e de portfólio para a América Latina no início da década de 80 e, principalmente, após a crise da dívida; ver Ballassa *et alii* (1986).

é de câmbio controlado (fixo ou bandas cambiais), a manutenção da taxa de câmbio num nível afastado do equilíbrio não é sustentável. O nível de equilíbrio é determinado pela Paridade Poder de Compra (PPC) ou pela Paridade de Juros, dependendo do modelo de determinação da taxa de câmbio adotado. A PPC é determinada pela evolução da produtividade e competitividade da economia. A Paridade de Juros também reflete os *fundamentals* na medida em que a taxa de juros é um fenômeno real, determinada no mercado de bens, pela interação entre poupança e investimento. Como os agentes possuem informações completas e homogêneas, qualquer desvio da taxa de câmbio do seu nível de equilíbrio recebe um veto do mercado, que manifesta-se através da saída de capitais.

No caso de um regime de câmbio flexível, esse problema estaria descartado *a priori*, já que a hipótese de eficiência dos mercados financeiros também se aplica aos mercados cambiais. A livre atuação dos agentes econômicos privados, que têm acesso a todas informações relevantes sobre os fundamentos da economia, conduziria a taxa de câmbio ao seu nível de equilíbrio (determinado pela PPC ou pela Paridade de Juros). Na vertente monetarista, divergências em relação ao equilíbrio são temporárias e existem porque as expectativas são adaptativas. Já na visão novo-clássica, com a introdução de expectativas racionais no modelo, as situações de desequilíbrio existem apenas devido a erros estocásticos¹⁶.

¹⁶ Sobre os modelos de determinação da taxa de câmbio na visão convencional ver Krueger (1983), Zini (1993) e Miranda (1992).

1.2. Uma visão crítica de inspiração keynesiana

Como vimos acima, na visão ortodoxa os fluxos de capitais são guiados pelos fundamentos e pela busca de ganhos no médio e longo prazo. A abertura financeira dos países periféricos seria benéfica, pois permitiria ganhos de eficiência, absorção de poupança externa e a diversificação dos riscos por parte dos investidores. A possibilidade de reversão súbita dos fluxos associada a fatores exógenos e, assim, a geração de instabilidade macroeconômica **independentemente** da sequência de implementação das reformas e da condução das políticas internas seriam descartadas *a priori*.

Akyüz (1992) reconhece que a discussão sobre a sequência ideal das reformas liberalizantes forneceu *insights* sobre a macroeconomia da liberalização financeira externa. Ou seja, ocorreram avanços dentro do *mainstream* na discussão sobre a abertura financeira nos países periféricos, mas os fundamentos teóricos subjacentes continuam os mesmos. A hipótese central a ser questionada é exatamente a de eficiência do mercado financeiro internacional, uma vez que a visão de que os fluxos recentes de capital são determinados pelos fundamentos parte de uma concepção incorreta sobre a lógica atual de funcionamento desse mercado. Como coloca Plihon (1996),

“os esquemas habituais da análise econômica (...) são baseados em três postulados: a homogeneidade dos comportamentos, o equilíbrio geral e as expectativas racionais. O funcionamento efetivo dos mercados financeiros desmente amplamente essas hipóteses que fundamentam as abordagens teóricas mais usuais, em particular a nova escola clássica e a teoria da eficiência dos mercados”.

Antes de apresentarmos as principais características da lógica atual de funcionamento do mercado financeiro internacional e, assim, a dinâmica dos fluxos recentes de capital, é importante mencionar os determinantes reais dos fluxos de capitais para os países latino-americanos até a década de 80. Historicamente, a dinâmica do mercado financeiro internacional determinou as características dos fluxos de capitais privados para esses países, enquanto que a dinâmica econômica - crescimento *versus* recessão - nos países centrais determinou o volume destes fluxos.

Griffith-Jones & Sunkel (1986) analisam o comportamento dos fluxos de capitais para a América Latina entre a década de 50 e meados dos anos 80, mostrando a deficiência do sistema de Bretton Woods em garantir uma oferta sustentável de recursos financeiros externos para os países deficitários, que permitisse seu crescimento e desenvolvimento. Essa oferta foi suprida por diversos agentes econômicos dos países centrais que, em determinado momento, perceberam que seus próprios interesses econômicos e/ou políticos seriam beneficiados com o direcionamento de fluxos para os países em desenvolvimento. Na década de 50, o aumento da concorrência entre as empresas multinacionais resultou na ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro direto para os países latino-americanos. Na década de 60, grande parte dos fluxos estava associada à agenda política americana (Aliança para o Progresso). Na década de setenta, a recessão nos países centrais e a reciclagem dos recursos da OPEP através do euromercado, determinaram a expansão dos empréstimos bancários para a região.

Na mesma linha de argumentação, Baer (1995) ressalta que existe uma assincronia entre países industrializados e a grande maioria dos países em desenvolvimento no que diz respeito ao comportamento dos fluxos financeiros internacionais. Na década de oitenta, a retomada do crescimento nos países centrais sob a liderança dos EUA e ancorada num financiamento internacional crescente, manteve os países periféricos, com exceção dos asiáticos, num situação de forte restrição externa. Na realidade, é a dinâmica econômica e financeira dos países centrais e a demanda de recursos por parte dos tomadores de primeira linha que determinam, em última instância, o volume de recursos direcionados para as economias em desenvolvimento.

Isso não quer dizer que as condições econômicas dos países periféricos sejam irrelevantes. As opções de política econômica e características estruturais desses países também condicionam o ingresso de recursos externos, mas não constituem o fator primordial e suficiente, como é suposto pela visão do *mainstream economics*, segundo a qual a adoção de políticas que não introduzam distorções nos preços de mercado implica um retorno automático dos fluxos de capitais. Na década de noventa, a tendência histórica não é alterada: o retorno dos fluxos está associado a uma dinâmica exógena às economias latino-americanas. Como veremos a seguir, surge um novo agente - os investidores institucio-

naís - e um novo contexto econômico e financeiro internacional, que alterou a rentabilidade relativa dos investimentos nos países centrais e periféricos, determinando o direcionamento dos fluxos de capitais para estes últimos.

1.2.1. A lógica de funcionamento do mercado financeiro internacional: as finanças especulativas

Nos limites desta dissertação, é fundamental caracterizar, mesmo que de forma sintética, a dinâmica atual do sistema financeiro internacional para compreender e analisar as consequências do movimento recente de abertura financeira dos países latino-americanos e, assim, do Brasil¹⁷. A visão de que a abertura financeira é virtuosa, **desde que as pré-condições internas tenham sido cumpridas**, não se sustenta se descartamos a hipótese de mercados financeiros eficientes. Na realidade, a teoria econômica convencional abstrai um conjunto de elementos essenciais para o entendimento da dinâmica financeira internacional, num contexto de mobilidade internacional de capitais e importância crescente das transações financeiras vis-à-vis às associadas aos fluxos comerciais e de investimento produtivo.

Na década de oitenta, essa dinâmica sofreu transformações significativas, que podem ser sintetizadas nos termos genéricos de **globalização financeira, desregulamentação e liberalização monetária e financeira, securitização¹⁸ e institucionalização das poupanças¹⁹**. Essas transformações foram em parte um desdobramento das tendências já presentes na década de 70, a partir do colapso do sistema de Bretton Woods (Baer, 1990 e Ferreira & Freitas, 1990).

¹⁷ Para uma análise detalhada das causas, características e implicações das transformações financeiras recentes ver Baer (1990), Ferreira e Freitas (1990), Belluzzo (1995), Chesnais (1996), Cintra (1996), Laplane & Santos Filho (1995) e Plihon (1995).

¹⁸ A securitização surgiu nos EUA na década de 70 e consistia na transformação de empréstimos bancários em títulos negociáveis (Boissieu, 1994). Essas operações intensificaram-se na primeira metade da década de oitenta em função dos problemas de liquidez e solvência dos bancos norte-americanos associados à crise da dívida externa dos países da América Latina e às próprias transformações financeiras em curso. Assim, o conceito de securitização referia-se, inicialmente, à transformação de ativos não-negociáveis (empréstimos bancários) em ativos negociáveis (títulos). Com a crescente importância do financiamento através da venda de títulos negociáveis (*securities*) ao longo da década de oitenta, a securitização passou a ser identificada apenas com as operações de emissão de *securities*.

¹⁹ Bourguignat (1992) utiliza outros termos para definir as transformações financeiras: a desregulamentação monetária e financeira, a descompartimentação dos mercados financeiros nacionais e a desintermediação ("os três D"), ver Chesnais (1995).

Chesnais (1996) distingue três etapas do processo de globalização financeira²⁰. A **primeira etapa** (1960-79), caracterizou-se por uma internacionalização financeira indireta e limitada. O surgimento e expansão do euromercado e dos centros financeiros *off-shore*, como resposta às restrições aos fluxos de capitais americanos em meados da década de 60, possibilitaram a constituição de um mercado financeiro internacional à margem da regulação das autoridades monetárias nacionais²¹. Nesse período, esse mercado coexistiu com sistemas monetários e financeiros nacionais fechados e regulamentados.

O colapso do sistema de Bretton Woods e a adoção do regime de câmbio flexível em 1973 foi o ponto de partida de uma instabilidade cambial e monetária crônica. As dificuldades crescentes de valorização do capital investido na produção em consequência da crise do padrão de acumulação vigente no pós-guerra, resultaram no surgimento de uma elevada massa de capital procurando valorização na esfera financeira - essencialmente lucros não-remetidos e não-reinvestidos pelas empresas norte-americanas - que passou a alimentar o mercado de euromoedas. Esse contexto, somado à reciclagem dos petrodólares e à estagflação nos países centrais, implicou um crescimento espetacular do euromercado e dos fluxos financeiros internacionais, principalmente daqueles direcionados aos países periféricos na forma de empréstimos sindicalizados a taxas de juros flutuantes.

A estagflação foi a principal manifestação desta crise. Diante dos custos unitários crescentes, associados à queda da produtividade e à rigidez dos salários nominais, as empresas buscaram sustentar as margens de lucro através do aumento dos preços finais. A adoção de políticas monetárias frouxas pelos países centrais, como resposta à queda do crescimento, favoreceu essa estratégia ao permitir a manutenção dos em-

²⁰ É importante ressaltar que o processo de globalização financeira não é ignorado pelo *mainstream economics*. Contudo, ao contrário da visão exposta a seguir, as finanças não são intrinsecamente instáveis para essa escola de pensamento. Dada a hipótese de eficiência dos mercados, os desequilíbrios e instabilidades no mercado financeiro internacional decorreriam de erros de política econômica e/ou corresponderiam a uma transição de aprendizado (Laplane & Santos Filho, 1995). O processo de globalização é visto como positivo pois resulta num papel cada vez mais importante dos mercados na alocação dos recursos a nível internacional.

²¹ O crescimento espetacular dos mercados internacionais de capitais na década de 60 também estava associado a fatores reais, como a expansão da economia mundial, o crescimento do comércio e a internacionalização da produção. Sobre o surgimento e desenvolvimento do euromercado ver Ferreira & Freitas (1990).

préstimos a taxas de juros relativamente baixas e, assim, a sustentação dos níveis de gasto.

O relaxamento da restrição monetária beneficiou o capital industrial em detrimento do capital financeiro, pois implicou um aumento das taxas de juros nominais e, assim, uma queda dos preços dos ativos financeiros²². Além disso, com a aceleração inflacionária, os devedores eram beneficiados pela redução do valor de suas dívidas. Os credores não podiam compensar a maior taxa de inflação através do aumento dos juros nominais devido à política monetária vigente. A expansão monetária na forma de empréstimos bancários sancionou os aumentos de preços pelas empresas e permitiu a socialização das perdas. Mas o processo inflacionário, ao mesmo tempo em que evitou a depressão e possibilitou uma acumulação nominal baseada em lucros meramente contábeis - já que os custos eram avaliados numa moeda mais valorizada que aquela prevalecente no momento do cálculo das receitas -, criou tensões dentro da relação entre o capital industrial e financeiro, que acabaram destruindo o regime de moeda de crédito e finanças administradas vigente no pós-guerra (Guttman, 1996).

A **segunda etapa** (1980-85) iniciou-se no final de 1979, com a implementação pelos EUA das políticas de desregulamentação e liberalização financeiras, adotadas nos anos seguintes pelos demais países centrais²³. A persistência da estagflação e a inoperância das políticas keynesianas resultou numa mudança radical das políticas econômicas vigentes até então. O monetarismo e o liberalismo tornaram-se os novos pilares dessas políticas, cujo principal objetivo passou a ser a estabilidade dos preços. Pode-se afirmar que as políticas nacionais sancionaram e impulsionaram o processo de globalização (Chesnais, 1996 e Plihon, 1996).

²² Um aumento das taxas de juros deprime o preço dos ativos financeiros devido a vários fatores. Em primeiro lugar, o fluxo de receitas futuras são descontados a uma taxa mais elevada e, assim, seu valor atual, que determina o valor de mercado dos títulos, diminui. Em segundo lugar, o custo do crédito "de margem", utilizado para a aquisição de títulos, aumenta, desestimulando a compra de ações, securities e outros instrumentos financeiros. Em terceiro lugar, o maior custo das dívidas afeta negativamente as previsões de lucro das empresas, resultando numa baixa das cotações de mercados das ações e demais títulos. Em quarto lugar, taxas de juros mais elevadas tornam os títulos de renda fixa mais atraentes que as ações. (Guttmann, 1996).

²³ Os países anglo-saxões - Inglaterra, EUA e Canadá - foram os precursores dos processos de liberalização, desregulamentação e abertura financeiras. Na França, esse processo iniciou-se em 1984, no Japão em meados da década de 80 e na Alemanha apenas na segunda metade dessa década.

As políticas monetárias restritivas atingiram o objetivo de reduzir a inflação, mas causaram novos desequilíbrios. A queda dos índices de preços não foi acompanhada por uma redução *pari passu* das taxas de juros nominais, tendo como consequência um aumento das taxas reais. Inicialmente, esse aumento decorreu das políticas monetárias restritivas e da liberalização das taxas de juros (Guttman, 1996 e Plihon, 1996). Todavia, a manutenção dos juros reais num nível elevado ao longo da década de oitenta é consequência do novo modo de regulação financeira internacional, imposto pela finança liberalizada, no qual os ajustamentos ocorrem através das taxas de juros e não mais da criação monetária e da inflação a nível nacional (Plihon, 1996).

Tabela 1. Taxas de crescimento, de inflação e de juros reais dos países do G7

Período	em %		
	Crescimento do PIB	Taxa de inflação	Taxas de juros reais
1970-79	3,6	10,7	-0,5
1980-89	2,8	5,1	6,0
1990-95	2,0	3,3	5,4

Fonte: Plihon (1996). Dados primários: OCDE

Nesse período, surgiu o sistema contemporâneo de finanças liberalizadas e securitizadas e consolidou-se a globalização financeira, que envolve tanto a eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, quanto a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração em mercados globalizados ou a subordinação a estes (Chesnais, 1996).

Existe uma ligação direta entre o surgimento das finanças securitizadas e globalizadas e o aumento da dívida pública mobiliária. Os mercados de títulos públicos tornaram-se o principal compartimento do mercado financeiro internacional. As autoridades econômicas liberalizaram e modernizaram os sistemas financeiros domésticos para satisfazer suas próprias necessidades de financiamento. O precursor desse processo foram os EUA. A política do dólar forte e a necessidade de financiamento dos déficits gêmeos - comercial e fiscal - causaram uma modificação radical da direção dos fluxos internacionais de capitais (lógica norte-norte) no início da década de 80. Como ressalta Belluzzo (1995:16),

"...a evolução da crise do sistema de crédito internacionalizado e as respostas dos EUA ao enfraquecimento do papel do dólar criaram as condições para o surgimento de novas formas de intermediação financeira e para o desenvolvimento de

uma segunda etapa da internacionalização - a globalização. Esse processo de transformações na esfera financeira pode ser entendido como a generalização e supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos".

O aumento da importância do mercado de capitais atendeu aos interesses e necessidades de três conjuntos de atores: governos, grandes empresas e investidores institucionais. A nova organização das finanças responde a uma demanda dos agentes dominantes do jogo financeiro, tanto credores quanto devedores (Plihon, 1996). Do lado da demanda, o aumento das taxas de juros reais e a redução das taxas de inflação diminuíram o prêmio de risco associado às aplicações em títulos, que envolvem um elevado risco de mercado, ao mesmo tempo em que aumentaram as desconfianças em relação à qualidade dos ativos bancários. Do lado da oferta, o financiamento através da emissão de *securities* tornou-se uma alternativa mais barata e flexível vis-à-vis os empréstimos bancários. Além da redução do *funding* dos bancos devido à crescente concentração da liquidez internacional nos portfólios dos investidores institucionais, a crise da dívida externa os tornou mais cautelosos na concessão de empréstimos (Ferreira & Freitas, 1990).

Vale mencionar que os bancos comerciais tiveram um papel importante na expansão do mercado de capitais: além do aumento progressivo dos investimentos em títulos, essas instituições têm securitizado uma parte significativa de seus empréstimos com o objetivo de dividir o risco com o devedor e aumentar o giro do ativo bancário. O aumento da participação das ações e *securities* nos balanços dos bancos tem como consequência uma crescente interdependência entre as diferentes formas de financiamento e uma maior influência do mercado (da evolução das cotações) sobre a rentabilidade dessas instituições (Boissieu, 1996).

Quando existem barreiras regulatórias às operações dos bancos comerciais no mercado de títulos, essas instituições atuam de forma indireta, através da concessão de empréstimos aos investidores e intermediários financeiros que atuam nesse mercado (Guttman, 1996). Na realidade, os bancos comerciais ou múltiplos com carteira comercial funcionam como *market makers* e sua atuação é essencial para garantir a

liquidez dos mercados de ativos, pois são os únicos que têm acesso ao meio de pagamento em última instância, a moeda emitida pelo Banco Central (Aglietta, 1995)²⁴.

Assim, ao longo da década de oitenta ocorreu uma substituição progressiva do mercado de crédito bancário pelo mercado de capitais ou de "finanças diretas" a nível internacional²⁵. Esse mercado tem uma dinâmica específica e significativamente diferenciada do sistema de crédito que predominava até a década de 70. Enquanto nesse sistema o relevante era a manutenção dos fluxos financeiros pelos bancos comerciais e pelo Banco Central, nos mercados de capitais o fundamental é a avaliação permanente dos estoques pelos agentes. Sendo assim, a tensões de iliquidez do sistema e inadimplência dos devedores ocorre através da queda dos preços dos ativos, o que torna as novas formas de manutenção da riqueza intrinsecamente deflacionárias, ao contrário das tendências inflacionárias do sistema de crédito (Belluzzo, 1995).

Ao mesmo tempo, as políticas econômicas também tornaram-se deflacionárias, uma vez que os credores exercem uma pressão constante sobre as autoridades monetárias para a manutenção do contexto de estabilidade de preços e taxas de juros reais elevadas, necessário para a compensar a crescente instabilidade dos mercados e garantir a remuneração da riqueza financeira. A alta das taxas de juros reais implicou uma transferência de poder dentro das relações de crédito a favor dos credores, que a partir de então conseguem impor suas antecipações coletivas sobre o futuro (Guttmann, 1996 e Plihon, 1996).

A volatilidade dos mercados, devido às mudanças frequentes nas expectativas quanto à evolução dos preços dos ativos denominados em moedas distintas, somada às características de profundidade, liquidez e mobilidade, deu impulso às inovações financeiras, ou seja, ao surgimento de novos produtos financeiros, dentre os quais

²⁴ Nas economias capitalistas, nas quais a moeda de crédito emitida pelos bancos é o principal meio-de-pagamento, não existe uma restrição financeira ao gasto (devido à escassez de poupança), mas uma restrição de pagamento (*contrainte de paiement*). Essa restrição significa que nenhum agente pode realizar pagamentos com sua própria dívida, nem mesmo os bancos. Uma economia monetária é um amplo sistema de pagamentos, cujo elemento central é o passivo monetário do banco central. Existe uma hierarquia entre os diferentes meios-de-pagamento e a moeda emitida pelos bancos centrais é a forma superior de liquidez, pois apenas a autoridade monetária pode efetuar pagamentos com sua própria dívida (Aglietta, 1995).

²⁵ É claro que o avanço tecnológico na área da informática e telecomunicações contribuiu para o desenvolvimento dessa nova dinâmica, ao baratear o custo de transmissão, aumentar a velocidade do processamento dos dados e a facilidade de acesso a diferentes mercados.

destacam-se os instrumentos derivativos (Belluzzo & Coutinho, 1996). Uma parcela importante das transformações financeiras desde a década de 80 está associada à flexibilização das transações financeiras em termos de prazo, taxas de remuneração e moedas de emissão para viabilizar as operações num ambiente macroeconômico de maior instabilidade (Cintra, 1996).

Os derivativos permitem tanto o gerenciamento da instabilidade das taxas de juros e de câmbio - através de contratos futuros, a termo ou de opções²⁶ -, quanto a passagem de um segmento do mercado doméstico para outro - através, por exemplo, dos *warrants*, que permitem ao investidor converter um título de renda variável em renda fixa - e também entre os diferentes mercados domésticos, ou seja, a passagem de uma moeda para outra - um investidor pode fazer um *swap* entre um fluxo futuro de receita em marcos por um fluxo de receitas em dólares. Além desses instrumentos, conhecidos como derivativos de primeira geração, têm surgido produtos cada vez mais complexos - os derivativos de segunda geração - dentre os quais destacam-se os produtos estruturados, que são produtos elaborados sob medida a partir da combinação de um título - ações ou *securities* - com um conjunto de derivativos - futuros, opções, swaps (Bourguinat, 1995).

A **terceira fase**, iniciada em 1986, caracteriza-se pela generalização da arbitragem e da abertura e desregulamentação das bolsas de valores dos países centrais e, finalmente, pela incorporação dos mercados emergentes. Nesse período, ocorreram vários choques financeiros e bolhas especulativas - nas bolsas de valores, nos mercados imobiliários e de *securities* -, fenômenos característicos do sistema globalizado de finanças liberalizadas, no qual a autonomia dos mercados frente aos Estados Nacionais é significativa.

Tecnicamente, uma **bolha especulativa** corresponde a um desvio crescente entre o valor corrente de um ativo e seu valor fundamental. Contudo, esse conceito é muito restrito, pois não explicita as causas do surgimento dessas bolhas. Num sentido mais

²⁶ Vale ressaltar que o surgimento e desenvolvimento desses instrumentos que buscam neutralizar/administrar a instabilidade das taxas de câmbio e de juros teve início previamente às transformações financeiras da década de oitenta, como resposta à maior volatilidade desses preços-chave após a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes (Baer, 1990).

geral, as bolhas especulativas referem-se à hipertrofia da esfera financeira relativamente à esfera real (produção, investimento, emprego, crescimento). Vários indicadores indicam essa hipertrofia, ou seja, a desconexão crescente entre essas duas esferas a partir dos anos 80: a relação entre os fluxos de receitas dos agentes não-financeiros (famílias e empresas) e o PIB; a razão entre o patrimônio financeiro dos agentes não-financeiros e o PIB, e; a relação entre o patrimônio financeiro e o patrimônio total dos agentes não-financeiros. No período 1978-90, essas diferentes relações registraram tendência de elevação na maioria dos países centrais -França, Alemanha, EUA, Japão -, o que constitui uma indicação do crescimento mais rápido da esfera financeira em comparação à economia real. (Boissieu, 1994 e Aglietta, 1995).

O crescimento surpreendente do volume diário das transações cambiais nos últimos anos constitui outro indicador desse fenômeno. Esse volume se expandiu a uma taxa de 30% a.a. na década de oitenta, atingindo US\$1 trilhão em 1992, sem que se pudesse associar tal expansão a fluxos comerciais e a investimentos produtivos. Estima-se que cerca de 15% das transações cambiais referem-se a comércio de bens e serviços e investimentos em ativos de longo prazo, e **85% correspondem a operações de especulação, cobertura de risco e investimento em carteira de curto prazo** (Laplane & Santos Filho, 1995).

Nesse contexto de crescente internacionalização e integração das finanças e predominância das operações com títulos negociáveis, os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras - e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais - e de um mercado a outro - mercados de capitais e de crédito - resultando em fortes flutuações nos preços dos ativos e das taxas de câmbio (Griffith-Jones, 1996 e Aglietta, 1995). Além disso, os derivativos expandiram o espaço para a especulação nos mercados de câmbio e monetário, devido aos menores custos e riscos individuais. Esses instrumentos fornecem *hedge* contra variações das taxas de juros e de câmbio para o investidor individual mas, ao mesmo tempo, facilitam o processo especulativo e introduzem novos riscos a nível agregado²⁷,

²⁷ Para uma análise detalhada das características e modalidades dos derivativos ver Farhi (1995); sobre seus riscos e consequências sistêmicas ver Kregel (1995).

"A busca individual de cobertura de riscos não implica apenas o desvio alocativo contínuo de recursos para mercados que se constituem propensos à especulação, mas também a concentração de riscos em seus market-makers e especuladores, podendo gerar ondas de choques em outros mercados individuais" (Laplane & Santos Filho, 1995: 52).

Assim, as transformações financeiras da década de oitenta e a supremacia do mercado de capitais (da "economia de ativos") ampliaram a instabilidade financeira internacional e o risco sistêmico global (Aglietta, 1995). Esse crescimento surpreendente das finanças internacionais corresponde a uma mudança estrutural: a própria natureza do sistema passou a ser dominada pela especulação (Bourguignat, 1992 *apud* Plihon, 1996 e Bourguignat, 1995). A lógica empresarial tornou-se subordinada e a especulativa dominante, sendo que especulação é a atividade "...que consiste em prever a psicologia do mercado, e o termo empreendimento, a que consiste em prever a renda provável dos bens durante toda a sua existência" (Keynes, 1936:115).

A globalização financeira, viabilizada e sancionada pelas políticas de desregulamentação e abertura financeira nos países centrais, foi acompanhada por uma alteração na **natureza dos fluxos de capitais**.

Tabela 2. Fontes de financiamento no mercado internacional de capitais

Modalidade	US\$ bilhões							
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Empréstimos sindicalizados	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	136,7	202,8
% total	23,2	27,6	25,6	28,2	21,6	19,3	16,8	21,0
Emissões de Títulos								
Euronotes	102,2	93,2	81,6	73,2	87,9	134,6	160,2	279,8
Bonds	180,8	227,7	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0	426,9
% total	71,6	70,4	71,4	68,6	73,9	76,6	78,7	73,0
Emissões de Ações	20,4	9,1	14,0	14,2	23,8	25,3	36,6	58,1
ADR/GDR	4,6	1,3	2,6	1,7	4,6	5,3	9,5	11,0
% total	5,2	2,0	3,0	3,2	4,4	4,1	4,5	6,0

Fonte: International Financial Markets, 1995 (FMI)

A maior parte dos fluxos recentes constitui investimentos de portfólio - compras e vendas de ações e títulos de renda fixa, além das fronteiras - que são motivados por ganhos de curto prazo e não por oportunidades de investimento produtivo e considerações de longo prazo. O componente especulativo inerente a esses fluxos desestabiliza os mercados financeiros e de divisas e conduz a intensas oscilações dos preços dos ativos e do

câmbio que, por sua vez, podem provocar reversões súbitas dos fluxos, não associadas à evolução dos *fundamentals*. Segundo Miranda (1993:84-85),

"A observação do mercado financeiro internacional revela que o ajuste de portfólios se tornou um processo seqüencial em que informações assimétricas, (...) estados de confiança e previsões díspares que escapam do cálculo estritamente econômico-racional são elementos intrínsecos. Em mercados de ativos plurimonetários, as expectativas são instáveis e as opiniões divergentes".

A racionalidade subjacente à decisão dos agentes num contexto caracterizado por **instabilidade financeira estrutural, incerteza, assimetria de informação e poder e opiniões divergentes** é bastante diferente daquela postulada pela teoria das expectativas racionais. Não existe nesse contexto o *homo oeconomicus* otimizador num universo estacionário definido por leis econômicas conhecidas por todos. Num ambiente de incerteza, quando o futuro não é probabilizável, "...o mimetismo é um comportamento racional, pois permite aproveitar a informação supostamente veiculada pelo mercado" (Orlean, 1989, *apud* Plihon, 1995). Nesse sentido, Belluzzo e Coutinho (1996) destacam que,

"É um truismo afirmar que estes mercados são intrinsecamente especulativos, uma vez que as posições "compradas" e "vendidas" são sempre tomadas em relação às expectativas de variação de preços dos ativos cujos estoques já existentes determinam as condições de formação dos preços dos fluxos de novas emissões. O problema é que nestes mercados dominados pela "lógica dos estoques" a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva (...) pois a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo frequentemente dá origem a processos autoreferenciais, instáveis e desgarrados dos fundamentos".

Na mesma linha de argumentação, Plihon (1995: 63-64) ressalta que,

"...os comportamentos dizem respeito à lógica especulativa, na medida em que resultam de expectativas de variações das cotações dos títulos ou das moedas (...) Por outro lado, afirmar que os mercados tornaram-se fundamentalmente especulativos significa ressaltar dois outros aspectos. Em primeiro lugar, os autores que raciocinam em prazo muito curto nos mercados são hoje predominantes (...). Em segundo lugar, os operadores tendem a se abstrair da realidade dos fundamentos em benefício da busca de uma opinião sobre a tendência do mercado. Esse desvio especulativo intervém porque os mercados tornaram-se mais voláteis e os investidores carecem de pontos de referência para ancorar suas expectativas."

Em suma, ao contrário do suposto pela teoria dos mercados eficientes, as informações relevantes sobre os *fundamentals* da economia não estão disponíveis, de forma homogênea, para todos os participantes do mercado. O comportamento dos investidores num ambiente de incerteza e informações incompletas não é condicionado pela evolução dos valores fundamentais ou por perspectivas de longo prazo mas, como mostrou Keynes,

pela busca de ganhos de curto prazo e pela adoção de convenções, que resultam em ações uniformes e efeitos de “manada” (ou *bandwagon*, nos termos atuais)²⁸.

Os protagonistas nesses mercados são os fundos mútuos e de pensão, os grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas. Em condições de incerteza radical, esses agentes são obrigados a formular estratégias com base numa **avaliação convencionada** sobre o comportamento dos preços e são os formadores de convenções. Suas estratégias são mimetizadas pelos demais investidores com menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços. Assim, esses mercados não atendem aos requisitos de eficiência, pois podem existir estratégias ganhadoras, acima da média, derivadas de assimetrias de informação e poder (Aglietta, 1995 e Belluzzo & Coutinho, 1996).

Nesse contexto, uma reversão das expectativas pode ser provocada por notícias sobre problemas marginais num determinado mercado, que não estão relacionados com os fundamentos econômicos, podendo resultar num ataque especulativo, à medida em que existe um *trade-off* entre diversificação e informação:

“Quanto mais diversificado for o portfólio de um investidor, menores serão os incentivos para obter informações caras. À medida que aumenta o número de países nos quais investe, diminui o benefício marginal de obter informações. Como resultado dessas tendências, o efeito rebanho é exacerbado, ao aumentar a sensibilidade dos investidores aos rumores ou notícias do mercado, e não há análise profunda dos elementos econômicos fundamentais” (Griffith-Jones, 1996:154).

Os comportamentos de manada também estão associados à estrutura de incentivos dos administradores de fundos. Se um gestor de um fundo particular é o único a tomar uma decisão equivocada, perdendo uma oportunidade de lucro que todos aproveitam, sua instituição receberá uma “punição” do mercado. De forma contrária, se a estratégia revela-se incorreta *ex post*, mas é adotada por todo o mercado, o erro é coletivo e as perdas gerais podem ser amenizadas por uma operação de resgate - como ocorreu de fato na crise do México de 1994 (Griffith-Jones, 1996).

²⁸ No capítulo 12 da Teoria Geral, Keynes faz uma análise detalhada da lógica das decisões dos agentes num contexto de incerteza, mostrando os diferentes condicionantes das decisões relacionadas com ativos produtivos e daquelas relacionadas com ativos financeiros. Essa análise permanece atual e útil para a compreensão da dinâmica recente do mercado financeiro internacional. A esse respeito ver Miranda (1993) e Laplane & Santos Filho (1995).

1.2.2. O retorno dos fluxos financeiros voluntários para a América Latina

No final da década de 80 e, principalmente, no início dos anos 90, ocorre a reinserção dos países da América Latina nos mercados financeiros internacionais privados. Da mesma forma que na década de 70, a **retração do crescimento nos países industrializados e a nova dinâmica do mercado financeiro internacional** foram os principais condicionantes do retorno dos fluxos de capitais privados voluntários para essas economias, agora na forma de investimentos de portfólio estrangeiro. Nos dois momentos, a queda da rentabilidade financeira nos países centrais devido à fase descendente do ciclo econômico e financeiro determinou um excesso de liquidez internacional.

É fundamental ressaltar as especificidades do ciclo de endividamento recente. O fator conjuntural decisivo para a transformação dos países latino-americanos de transferidores de recursos reais ao exterior em receptores de recursos financeiros foi a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada a partir do final de 1989 nos mercados globalizados (Belluzzo e Coutinho, 1996). A crise do início dos anos noventa é *financed-led*, ou seja, o ciclo econômico nas suas fases ascendentes e descendentes é comandado pela dinâmica dos mercados financeiros. Outra característica dos ciclos econômicos no contexto recente é a sua menor amplitude. Como o crédito bancário não é direcionado apenas para as atividades produtivas, mas também (e de forma crescente) para os mercados financeiros, a disponibilidade de recursos líquidos no auge do ciclo, quando aumenta a preferência por liquidez dos agentes, é menor.

A recessão *financed-led* exigiu grande frouxidão das políticas monetárias e taxas de juros baixas para tornar possível a redução dos desequilíbrios correntes e patrimoniais das empresas, bancos e famílias. Como ressalta Aglietta (1995), a fase de expansão real dos preços dos ativos impulsionada pela expansão do crédito culminou em 1989. A partir de então, observou-se um período de deflação prolongada. A amplitude do ciclo financeiro

foi maior nos países que passaram por mudanças estruturais mais violentas, ou seja, cujos sistemas financeiros eram mais regulados²⁹.

Assim, o condicionante fundamental do retorno dos fluxos voluntários foi a nova dinâmica financeira internacional e a conjuntura econômica nos países centrais, ou, mais precisamente, a etapa do ciclo financeiro (contexto de sobrelíquidez e queda da rentabilidade dos ativos). Ao lado desses determinantes mais gerais - os chamados fatores externos ou *pull factors* -, esse retorno foi estimulado pela elevação significativa da rentabilidade financeira da América Latina, associada aos planos de estabilização econômica, e viabilizado pela abertura financeira empreendida pelos países da região (Baer, 1995). Além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e manutenção de taxas de juros reais elevadas, devido à adoção de programas com âncora cambial, as perspectivas de valorização da riqueza nos mercados emergentes latino-americanos também decorriam da existência de estoques de ações depreciados, governos endividados e com empresas em processo de privatização. A procura por essas aplicações também foi impulsionada pelo colapso do mercado de *Junk Bonds* dos EUA, que deixou insatisfeita a demanda dos investidores estrangeiros por aplicações de alta rentabilidade, abrindo, assim, um espaço para os títulos dos países latino-americanos em seus portfólios (Appy *et alii*, 1995).

As reformas estruturais tiveram alguns efeitos positivos sobre o desempenho econômico das economias, no entanto "...parece claro que muitas das reformas talvez não tivessem sido implementadas com sucesso e muitos ganhos de eficiência não se concretizado num ambiente semelhante ao dos anos 80 com racionamento financeiro e a necessidade de efetuar elevadas transferências ao resto do mundo" (Damill *et alii*, 1996:116-117). Na realidade, a influência das reformas liberalizantes sobre o retorno dos fluxos de capitais voluntários para a região está associada muito mais ao seu impacto sobre as **expectativas** dos formadores de opinião e dos investidores, do que aos seus **efeitos reais** sobre as economias da região³⁰. Como ressaltam Goldstein & Turner (1996), grande parte dos fluxos de capitais da década

²⁹ Para uma análise detalhada do movimento de inflação e deflação dos preços dos ativos nos países centrais, ver Aglietta (1995).

³⁰ Pellegrini (1995) analisando os indicadores de solvência (dívida externa/PIB) e liquidez (dívida externa/exportações) das principais economias latino-americanas conclui que o desempenho dessas economias em termos de crescimento econômico e evolução da estrutura do comércio exterior não corrobora nenhuma hipótese sobre melhores condições econômicas e que, assim como em 1982, esses indicadores fundamentais continuavam desfavoráveis aos países da região no momento de retorno dos fluxos.

de 90 foram determinados por uma onda de otimismo em relação aos efeitos das reformas. Krugman (1995:86) esclarece muito bem essa questão,

"Parece bastante evidente que parte do entusiasmo pelo investimento nos países em desenvolvimento na primeira metade da década de 90 foi um exemplo clássico de bolha especulativa. Uma recuperação modesta das previsões econômicas da sombria década de 80 levou a maiores ganhos de capital para os poucos investidores que se demonstraram dispostos a aplicar dinheiro nas bolsas de valores do Terceiro Mundo. O sucesso obtido levou outros investidores a entrarem neste mercado, o que aumentou os preços ainda mais".

A bolha especulativa não envolveu apenas esse processo econômico, no qual o otimismo excessivo do mercado torna-se uma profecia auto-realizável, mas também,

"...um processo político mais sutil, em que as crenças comuns dos responsáveis pela elaboração de políticas e dos investidores provaram reforçar-se mutuamente (...) Tratava-se de um ciclo político-econômico em que os governos eram convencidos a adotar as políticas determinadas pelo Consenso de Washington pelo fato de os mercados os recompensarem muito bem por fazê-lo, e em que os mercados se mostravam dispostos a fornecer tanto quanto fosse preciso, por julgarem detectar um processo ininterrupto de reforma na política econômica" (Krugman, 1995:82;87).

Em outras palavras, consolidou-se progressivamente um saber convencional em defesa do "livre mercado e da moeda forte". Nesse artigo, Krugman também afirma que a crise mexicana de dezembro de 1994 seria inevitável, pois o sucesso inicial do Consenso de Washington baseava-se em expectativas excessivamente otimistas, e não em conquistas sólidas. O autor também ressalta várias deficiências do diagnóstico e das proposições do Consenso. Em relação aos efeitos virtuosos da liberalização comercial propagados pelos neoclássicos, afirma que *"...a crença generalizada de que a adoção do livre comércio e de mercados abertos dará impulso ao crescimento de um país em desenvolvimento representa mais um ato de fé do que uma conclusão com base em evidências concretas"* (Krugman 1995:84).

Por último, é importante mencionar que a visão dos mercados financeiros internacionais eficientes e dos fluxos guiados pelos fundamentos também foi defendida pelos neoclássicos na década de 70 (o que é óbvio, pois os fundamentos teóricos são os mesmos). Segundo esses, os países em desenvolvimento deveriam abrir suas economias e absorver a poupança externa disponível na forma de empréstimos bancários internacionais. Os mercados financeiros privados eram considerados altamente eficientes e capazes de impor a disciplina de mercado aos tomadores, ao contrário dos empréstimos supostamente per-

missivos e ineficientes dos organismos oficiais (Friedman, 1977, *apud* Devlin *et alii*, 1995).

O resultado desse processo, amplamente conhecido, foi um endividamento externo crescente que culminou na crise da dívida em 1982. Na realidade, os países periféricos depararam-se com uma curva horizontal de oferta e não com uma curva ascendente, com racionamento de crédito, como seria de se supor em um mercado com "credores eficientes". Vários argumentos foram levantados pelos *mainstream* para justificar esse comportamento "irracional" dos mercados: existência de garantias públicas, permissividade dos sistemas regulatórios nacionais e internacionais e, principalmente, falhas do mercado financeiro internacional, como deficiências na sua estrutura e nas práticas creditícias institucionais.

A grande falácia desse último argumento é que não existem "falhas" de mercado. O mercado funciona dessa forma; a falha é da teoria. Essa questão é esclarecida por Possas (1995: 7-8), num texto no qual o autor faz uma revisão crítica das tendências recentes do *mainstream economics*:

"...se todas as questões centrais da operação dos mercados numa economia monetária, descentralizada - de mercado - giram em torno da "falha de mercado", ou dos mecanismos a ele atribuídos pela teoria econômica ortodoxa, não é melhor revê-la drasticamente? Será que a "falha" não é da teoria, que credita ao mercado "teórico" o que ele não faz (...) Em outros termos, não se dão conta (os economistas ortodoxos) que todas essas "falhas", em algum aspecto essencial, são tributárias da propriedade intrínseca (para Keynes) de uma economia monetária de gerar efeitos reais (e desequilibradores), relacionados à impossibilidade teórica desses mercados de coordenar todas as decisões interdependentes e intertemporais".

Na década de setenta, o sistema financeiro internacionalizado, livre das regulamentações dos governos nacionais, expandiu os empréstimos aos países periféricos na busca da maior lucratividade possível, diante da pequena demanda dos tomadores de primeira linha (as empresas dos países centrais) devido à recessão após o primeiro choque do petróleo. Os bancos são agentes capitalistas em busca da maior valorização possível do seu capital. No entanto, essas instituições têm uma especificidade, exatamente em função do seu papel nas economias capitalistas - o poder de criar liquidez. Por isso, devem ser submetidos à regulação estatal, para evitar práticas creditícias "irracionais". Naquele contexto, essa regulação inexistia - o mercado de euromoeda tornou-se um mercado de geração total-

mente endógena de liquidez - e o "racional" era buscar o maior lucro possível através dos empréstimos a taxas flutuantes para os países deficitários. O problema é que estas eliminavam apenas o risco de preços, mas não o risco de crédito e de descasamento de prazos.

Em suma, os fluxos financeiros direcionados para os países periféricos nos anos 70 e 90 tiveram como principais determinantes a dinâmica financeira internacional e a etapa do ciclo econômico dos países centrais, que implicaram a busca de oportunidades de lucro pelos agentes dominantes na esfera financeira - bancos e investidores institucionais, respectivamente.

Composição e características dos fluxos recentes de capitais

Nos anos noventa, a recuperação dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina caracterizou-se por uma diversificação significativa das fontes de financiamento, ocorrendo uma diminuição da importância dos empréstimos bancários em relação a outras modalidades, particularmente investimentos de portfólio e, em menor medida, investimentos estrangeiros diretos. O pequeno volume de empréstimos bancários está associado às seqüelas da crise da dívida - situação financeira ainda frágil dos bancos, regulamentação prudencial que desestimula os empréstimos à região - mas é, sobretudo, um reflexo da importância crescente dos mercados de capitais e dos investidores institucionais a nível global (Turner, 1995). Ou seja, as correntes de capital direcionadas para esta região apresentam as mesmas tendências registradas pelos fluxos globais de capitais (Gooptu, 1993).

Tabela 3. Fluxos de capitais para os países em desenvolvimento

	US\$ bilhões						
	1977-82	1983-89	1990	1991	1992	1993	1994
Total de países							
IED líquido	11,2	13,3	19,5	28,8	38	52,8	56,3
IEP líquido	-10,5	6,5	6,2	22,5	39,1	88,3	61,7
Ásia							
IED líquido	2,7	5,2	9,8	14,9	19,9	35,6	36,9
IEP líquido	0,6	1,4	-0,4	3,1	7,4	23,9	28,1
América Latina e caribe							
IED líquido	5,3	4,4	6,8	11,2	12,9	13,8	14,8
IEP líquido	1,6	-1,2	5,6	16,7	27,3	53,8	29,4
Outros							
IED líquido	3,2	3,7	2,9	2,7	5,2	3,4	4,6
IEP líquido	-12,7	6,3	1	2,7	4,4	10,6	4,2

Fonte: Internacional Capital Markets, 1995 (FMI).

Assim, a maior parcela dos novos capitais corresponde a fluxos de portfólio, isto é, títulos e ações emitidos por empresas situadas na América Latina, adquiridos por investidores institucionais e bancos administradores de grandes fortunas.

A variedade de papéis emitidos está associada às próprias inovações financeiras em curso desde a década de 70, e que se aceleraram nos anos 80. Além das diferenças quanto às características dos títulos - renda fixa ou variável, renda fixa com opção de transformação em renda variável (como os títulos conversíveis em ações) -, os instrumentos também diferenciam-se em relação a dois fatores: ao segmento do mercado internacional de capitais - *public* ou *private placements*; ao local de emissão - neste mercado ou nos próprios mercados emergentes. Ademais, podem envolver cláusulas de recompra por parte do credor ou devedor, respectivamente *put-option* e *call-option*;

"Os países em desenvolvimento têm sido capazes de acessar os principais mercados internacionais e de ampliar sua base de investidores ofertando um amplo leque de instrumentos feitos sob medida para responder às preocupações dos investidores em relação aos riscos de não-pagamento, de transferência e de liquidez" (Gooptu, 1993:15).

Clark (1990) ressalta que o processo de renegociação da dívida externa "velha" nos moldes do Plano Brady também condicionou a reinserção das empresas latino-americanas no mercado internacional de capitais. A emergência do mercado latino-americano de bônus ocorreu a partir do desenvolvimento do mercado secundário de títulos da dívida externa, após a redução e conversão das dívidas bancárias em *securities*. A partir de 1989, esse mercado sofreu uma intensa dinamização, passando a incluir dois tipos de bônus: os *brady bonds* e os *new issue bonds*.

No segmento de renda fixa e *public placement* do mercado internacional de capitais, destaca-se o endividamento securitizado através da colocação de bônus e notas (*Floating e Fixed Rates Notes, Convertibles bonds, Bond with warrants*). A partir de 1989, os países da América Latina passaram a acessar esse mercado, tendo correspondido à 20% do total em 1992 e 40% em 1993. Os países mais ativos têm sido México, Brasil e Argentina. Foi observado um aumento progressivo do número de transações e de participantes e alargamento dos prazos num curto período de tempo (Cepal, 1994). Do lado da demanda, a queda da taxa de juros internacional tornou atrativa a compra de títulos latino-americanos, dado o diferencial de rendimento em relação aos emitidos pelos países cen-

trais. Do lado da oferta, empresas e bancos da região passaram a se financiar crescentemente através da captação de recursos externos, incorrendo num custo mais reduzido em relação ao financiamento interno.

Os *euro-commercial papers* e *euro-CDs* são negociados nos *private placements*, constituindo canais mais simples e com menor custo de acesso ao mercado internacional de capitais devido às menores exigências de informação (Pellegrini, 1995 e Gooptu, 1993). Os títulos emitidos pelos países periféricos incluem um amplo leque de prêmio sobre as taxas de juros. Quanto aos prazos, as emissões concentram-se no curto prazo, apresentando vencimentos entre 1 e 5 anos.

Outro instrumento de captação de recursos no exterior pelas empresas residentes nos países periféricos, que ganhou progressiva importância a partir do início dessa década, são os **Certificados de Depósitos** no mercado americano (*American Depositary Receipts* - ADR) ou no mercado europeu (*Global Depositary Receipts* - GDR). O desenvolvimento desses instrumentos foi uma forma de superar os entraves às transações internacionais com ações decorrentes da inexistência de um mercado supranacional, com câmaras de compensação próprias, como a existente para a emissão de títulos de renda fixa no euro-mercado.

Além disso, existem diferenças consideráveis entre os mercados acionários domésticos dos países no que diz respeito ao seu grau de desenvolvimento e ao papel que desempenham dentro da estrutura de financiamento das firmas, que se refletem na dimensão dos mercados secundários e na regulamentação, ou seja, nas regras quanto normas de emissão, grau de exigência de informações (*disclosure*), padrões contábeis, legislação contra *insider trading*, prazo de liquidação das operações e tributação, fatores que dificultam o surgimento de um mercado globalizado de ações. A globalização pressupõe tanto a internacionalização e a liberdade dos movimentos de capitais - a possibilidade de residentes transacionarem com não residentes em centros *off-shore* - quanto a integração dos mercados financeiros e de capitais domésticos, com residentes de um país transacionando com não-residentes *on-shore*. Esse último processo requer a aproximação entre a regulamentação

ção e a legislação das instituições e normas domésticas exigidas sobre o emissor de títulos, principalmente no caso de títulos de renda variável como as ações³¹.

A maior utilização dos ADR está associada à Regra 144a adotada em 1990 pela *Stock and Exchange Commission* (SEC), que permitiu a colocação privada de títulos não registrados nessa comissão junto aos "QIB" (investidores institucionais qualificados)³². Essa medida fortaleceu o mercado privado de valores, tornando possível a colocação de ADR pelas empresas latino-americanas, sem a necessidade de adequação às normas rígidas do mercado de valores públicos registrados. Esse instrumento oferece vantagens aos investidores estrangeiros, pois além dos dividendos serem recebidos em dólares, os ADR podem ser comprados com o crédito mais barato disponível nos EUA.

México e a Argentina foram os países que mais utilizaram essa forma de financiamento, sendo que grande parte das emissões esteve associada aos programas de privatização³³. A venda das ações das empresas privatizadas no exterior através dos programas de ADR e GDR (*Global Depositary Receipts*) e dos fundos externos de investimento foi a forma encontrada para reduzir a possibilidade de saturação dos títulos no mercado local e, conseqüentemente, diminuir o seu preço de venda, dada a magnitude do volume de ações relativamente ao tamanho dos mercados de valores domésticos.

Mercado internacional de capitais

Tipo de título	Colocação pública	Colocação privada
Renda fixa	<i>Floating e fixed rates notes</i>	<i>Euro-commercial papers</i> <i>Euro-CDs</i>
Renda variável	ADR e GDR	ADR e GDR
Renda fixa conversível em renda variável	<i>Convertables bonds</i> <i>Bonds with warrants</i>	

³¹ Segundo Jun (1990, apud Ferreira 1995), os mercados de câmbio e monetários dos países centrais parecem quase totalmente globalizados, os mercados de títulos de renda fixa podem ser considerados internacionalizados mas não globalizados e o mercado de ações está internacionalizando-se rapidamente.

³² Qualquer pessoa física ou jurídica que invista, discricionariamente, pelo menos US\$100 milhões em valores mobiliários - companhias de seguro, fundos de pensão, bancos, *dealers* ou sociedades de investimento registrados junto à SEC.

³³ No México surgiram 10 novos programas de ADR em 1992, associados às privatizações através dos quais foram captados US\$3,5 bilhões (Cepal, 1994).

Em relação aos investimentos de portfólio diretamente nos mercados financeiros dos países periféricos, existem basicamente duas alternativas: os fundos de investimento ou a entrada direta. Os **fundos externos de investimento**, especializados numa região ou país (*country funds*) foram criados na década de 80 com o objetivo de facilitar o investimento estrangeiro nos mercados de valores emergentes. Os administradores dessa modalidade de fundo solicitam às autoridades locais o direito de comprar e manejar uma carteira de ações transacionadas em bolsa. Os fundos são subscritos em dólares e cotizados em mercados de valores externos. Podem ser abertos - com possibilidade de aumentar o capital - ou fechados - formados por uma única oferta de capital³⁴. No final de 1993, existiam 40 fundos externos operando com carteiras regionais e mais de 20 especializados em países específicos. Esses instrumentos foram perdendo importância à medida que os países latino-americanos liberalizaram a entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico (Gooptu, 1993).

A ampliação do primeiro nível de abertura financeira dos países latino-americanos viabilizou a atuação direta dos investidores institucionais estrangeiros - fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras - nas bolsas de valores e nos mercados de renda fixa locais. A liberdade de atuação dos investidores estrangeiros nos mercados domésticos latino-americanos não é a mesma em todos os países. Uma diferença fundamental das experiências recentes é exatamente os graus diferenciados de abertura financeira, que irão determinar os canais de entrada de recursos externos. Nos países com graus mais elevados de abertura financeira, parcela significativa dos investimentos de portfólio estrangeiro direciona-se para os sistemas bancários da região, na forma de depósitos de curto prazo em moeda estrangeira, que são reciclados internamente através de empréstimos para empresas, créditos imobiliários e investimentos nas bolsas de valores. Os depósitos locais em dólares e os títulos de governo denominados em dólares representam obrigações potenciais em moeda estrangeira, que não constam nas cifras de dívida externa (Cepal, 1994).

³⁴ Nos fundos abertos, os investidores podem aplicar e resgatar a todo momento com base no *net asset value* (NAV), que corresponde ao valor de cada cota, que é igual ativo líquido do fundo dividido pelo número total das cotas. Já o fundo fechado não possui esta liquidez, pois o investidor necessita encontrar um interessado nas cotas do fundo. Sendo assim, o seu preço desloca-se do NAV, implicando um desconto ou ágio, o que depende das expectativas quanto ao desempenho futuro do fundo (Pellegrini, 1995).

Mercados financeiros domésticos

Mercados		Forma de entrada	
Mercado acionário	Mercado de renda fixa	Entrada livre	Entrada restrita
Bolsas de valores Mercado primário	Mercado de títulos púb. Mercado de títulos priv. Depósitos bancários	Fundos de pensão e mútuos, seguradoras e bancos de investimento	Fundos especializados por país ou região

A partir do início da década de 90 também se observa um aumento significativo do Investimento Externo Direto (IED) direcionado para a América Latina, revertendo o movimento de concentração dos fluxos de IED nos países centrais dos anos 80. Nesse período, a tendência de diminuição da participação relativa dos países em desenvolvimento nesses fluxos foi generalizada, mas a maior queda foi observada nos países latino-americanos. A crise econômica provocada pela interrupção dos fluxos de capitais voluntários foi um dos condicionantes dessa tendência, no entanto, o seu principal determinante foi a recuperação econômica dos países centrais a partir de 1984, no âmbito de um intenso processo de reestruturação produtiva e patrimonial - fusões e aquisições tanto nos EUA quanto na Europa. Assim como o investimento doméstico, o IED têm um importante componente cíclico. Com a retração do crescimento nos países centrais a partir de 1989, os fluxos de IED passam a se direcionar para os países periféricos, atraídos pelos programas de privatização, desregulamentação do setor de serviços e esquemas de conversão de dívida em capital de risco - *debt equity swaps* (Gonçalves, 1994).

Apesar do aumento expressivo do IED, os investimentos de portfólio são os predominantes na América Latina, enquanto na Ásia os fluxos vinculados ao IED superaram os relacionados aos fluxos de portfólio (ver Tabela 3). As diferenças nos graus de abertura financeira explicam, em parte, a composição dos fluxos. Os países da América Latina, de forma geral, são mais abertos que os asiáticos e, portanto, abrem espaço para um maior ingresso de fluxos de portfólio. A natureza do IED também é diferente nas duas regiões. Enquanto na América Latina predominam as conversões de dívida em participação acionária (*debt equity swaps*), um dos mecanismos da estratégia de redução da dívida dos países em desenvolvimento, e as privatizações, que não geram necessariamente nova capacidade produtiva, na Ásia a entrada de empresas estrangeiras ocorreu através de aquisições

e estabelecimento de novas empresas (Turner, 1995). Segundo esse autor, devido à composição diferenciada dos fluxos, as economias latino-americanas são mais vulneráveis às mudanças nas percepções dos investidores externos do que as asiáticas:

“As decisões por detrás dos investimentos diretos tendem a ter uma natureza de mais longo prazo do que as subjacentes aos investimentos de portfólio: além do maior período de tempo necessário para obter retornos, a decisão de se retirar implica geralmente custos significativos. Além disso, os investimentos diretos permitem que os país receptor divida os riscos do investimentos com o investidor: a remessa de serviços associada aos investimentos diretos depende da geração de lucros e esses não criam uma obrigação fixa da mesma forma que um empréstimo bancário ou um bônus” (Turner, 1995:18-19).

Além da análise da sustentabilidade dos fluxos a partir da sua composição - portfólio *versus* investimento direto -, um conjunto de autores também enfatiza a importância da base de investidores, no caso dos fluxos de portfólio, na explicação dessa sustentabilidade. As informações sobre essa base são insatisfatórias, pois o investimento em títulos financeiros representa em grande parte transações anônimas (Gooptu, 1993). Todavia, existe um consenso quase generalizado que, num primeiro momento, a fonte principal do financiamento de carteira direcionado para a América Latina foi a repatriação de capital por parte dos próprios residentes (Cepal, 1994 e FMI, 1995).

Outro grupo de investidores, que foi aumentando progressivamente sua participação, são pessoas físicas e empresas dos países centrais que buscam aplicações altamente rentáveis e de risco, utilizando como principal veículo os fundos mútuos. No final de 1994 existiam cerca de 260 fundos mútuos fechados e 648 abertos especializados em mercados emergentes. A maioria desses fundos são norte-americanos ou britânicos, mas recebem aplicações de investidores japoneses e europeus (FMI, 1995). Outros canais são a compra de ADRs e de bônus e as atividades de *trust account* dos bancos (administração de fortunas pessoais). Essas atividades também têm características de gerenciamento centralizado de recursos, como os investidores institucionais, mas não há uma estratégia geral de investimento já que as contas são administradas individualmente.

A maioria dos analistas argumenta que a fonte mais estável do investimento de portfólio são os investidores institucionais tradicionais, como as companhias de seguro e os fundos de pensão, que teriam um comportamento diferenciado em relação aos fundos mútuos de investimento. Estes investidores, que são instituições de poupança contratada,

administram recursos com uso direcionado a eventos futuros. No caso dos fundos de pensão, o evento futuro corresponde ao período da aposentadoria e, das seguradoras, à ocorrência do sinistro, que podem ocorrer após anos ou décadas. Assim, seus investimentos seriam orientados por horizontes estratégicos mais longos, enquanto os fundos mútuos teriam um relacionamento mais instável com os cotistas, uma vez que não há informação sobre os condicionantes dos saques, que podem ocorrer a qualquer momento. As estratégias de administração são diferenciadas, sendo definidas nos prospectos dos fundos (Pellegrini, 1995).

Os investimentos nos mercados emergentes ainda constituem uma parcela marginal das carteiras dos fundos de pensão e seguradoras. No final de 1992, os fundos de pensão dos países da OCDE alocaram menos de 0,2% de seus ativos (US\$5,75 bilhões) nos mercados emergentes e apenas 0,07% na América Latina (Chuhan, 1994, *apud* Farnetti, 1996). Segundo as projeções da OCDE, essas porcentagens atingiriam 2,9% e 0,8% do total, respectivamente, no ano 2000. Desse ponto de vista, existiria uma boa perspectiva quanto à continuidade dos fluxos para a região periférica, já que os investidores institucionais tradicionais buscariam participar de investimentos de longo prazo e alto rendimento e, por terem uma maior aversão ao risco, procurariam diversificar suas carteiras para usufruir da baixa correlação entre os mercados emergentes e desenvolvidos.

Assim, em termos progressivos - do menos sustentável/mais especulativo para o mais sustentável - teríamos a seguinte ordem quanto à base de investidores: bancos administradores de grande fortunas, fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras. A ampliação desta base dependeria da credibilidade alcançada junto à comunidade financeira internacional expressa, por exemplo, nas informações fornecidas pelas agências de classificação de risco³⁵.

Apesar dessa diferenciação entre os critérios de aplicação financeira dos fundos de pensão e seguradoras, de um lado, e dos fundos mútuos e grandes bancos, de outro, ser importante - pois as instituições de poupança contratada possuem realmente um horizonte de decisão mais longo e constituem formas de poupança mais estáveis pois recebem um

³⁵ Em alguns países, como no Japão, a regulamentação exige uma classificação mínima dos papéis a serem adquiridos pelos fundos de pensão e seguradoras.

fluxo contínuo de contribuições (Cintra, 1996), a questão essencial negligenciada por esse conjunto de analistas é que a dinâmica financeira internacional sofreu uma mudança sistêmica. Com o crescimento dos investidores institucionais globais, os fluxos de capitais para os mercados emergentes tornaram-se guiados por considerações de liquidez e performance, ao contrário do padrão vigente na década de 70, quando predominavam os empréstimos bancários de longo prazo (FMI, 1995). Mesmo os fundos de pensão são dominados por uma lógica patrimonialista, com ênfase na performance do portfólio. Segundo Chesnais (1996:19),

"O triunfo de uma abordagem essencialmente rentista, cuja obsessão é mais a apropriação de riquezas do que sua criação mediante ampliação da produção, foi fortemente facilitado pelo surgimento de novas formas de centralização do capital-dinheiro (...) O crescimento dos grandes fundos de pensão anglo-saxões e japoneses, assim como aquele dos fundos comuns de aplicação e de gestão de portfólios de títulos (mutual funds), geraram instituições que lidam com massas financeiras gigantescas, procurando valorizar-se por meio de formas e critérios puramente financeiros. Essas massas buscam maior rentabilidade e, também, máxima mobilidade e flexibilidade, sem ter nenhuma obrigação a não ser de crescer/valorizar-se".

Uma indicação desse fato é o aumento do *turnover* (giro) nos mercados de ações americanos na década de 1980, quando ocorreu um crescimento da participação dos fundos de pensão (Barber & Ghilarducci, 1993). Enquanto em 1980 o tempo médio de retenção das ações era superior a quatro anos, atualmente a ação típica é mantida, em média, por cerca de dois anos; no caso dos investidores institucionais, esse período é de menos de dois anos, prazo inferior aos quase cinco anos dos investidores individuais (Cintra, 1996). Esse comportamento não pode ser generalizado para os demais países, que possuem (ou possuíram) sistemas financeiros com características distintas do sistema americano e inglês, ancorados no mercado de capitais. Nesses países, e principalmente nos EUA, país de origem dos principais fundos de pensão, as modalidades de interpenetração entre indústria e finanças caracterizam-se pela detenção de pacotes de ações pelas instituições financeiras, particularmente pelos fundos de pensão, com o objetivo de auferir rendimentos financeiros elevados e com liquidez a curto prazo. Ou seja, os fundos buscam valorizar seus ativos industriais pelos mesmos critérios que seus ativos financeiros como um todo: pela lógica de investimentos de carteira (Chesnais, 1996). Segundo Farnetti (1996:198),

"Os fundos de pensão americanos e britânicos não aplicam um único dólar ou libra esterlina de seus imensos fundos líquidos em operações de empréstimos, ao mesmo tempo que, em função do modelo dominante de relação banco-indústria, os fundos de pensão alemães direcionam para esse fim 36% dos seus ativos e os fundos japoneses 13%. Isso não quer dizer que os investidores institucionais anglo-saxões ignorem a esfera da produção, bem ao contrário, mas eles a consideram sob condições muito particulares, impondo suas próprias regras de rentabilidade (...) De forma contrária ao crédito, a forma securitizada permite um desdobramento da sua utilização, uma vez que a ação adquirida pode servir igualmente de meio de pagamento. Além disso, a forma securitizada favorece a especulação, atividade fortemente lucrativa e essencial na visão dos investidores institucionais".

A Tabela abaixo mostra os diferentes critérios de aplicação entre os fundos de pensão anglo-saxões, de um lado, e alemães e japoneses, de outro.

Tabela 4. Composição do portfólio dos fundos de pensão em 1990

Países	em %				
	Liquidez	Obrigações	Emprést.	Imóveis	Ações
Reino unido	7,0	14,0	0,0	9,0	63,0
EUA	9,0	36,0	0,0	-	46,0
Japão	3,0	47,0	13,0	2,0	27,0
Alemanha	2,0	25,0	36,0	6,0	18,0

Fonte: Farnetti (1996) apud Davis, 1995.

A internacionalização das transações financeiras e o aumento brutal dos fluxos de capitais globais e direcionados para os países periféricos nas décadas de 80 e 90 estão associados à estratégia de diversificação das aplicações por parte dos investidores institucionais, pois essa última possibilita aumentar o rendimento médio e diminuir a volatilidade do rendimento do portfólio. O equívoco da visão ortodoxa é atribuir uma lógica a esse movimento que ele não possui na realidade. Uma reversão de expectativas, não necessariamente associada aos fundamentos, pode determinar um movimento de venda de um volume substancial de ações e títulos de empresas e bancos dos países periféricos. Como mostram os próprios modelos teóricos - o mais famoso sendo o modelo de portfólio - a diversificação internacional é muito instável:

"Os ativos estrangeiros detidos por investidores não constituem uma aplicação estável, já que os investidores modificam com frequência tanto o seu nível quanto o seu grau de cobertura contra os riscos de taxas de juros e de câmbio, e passam com facilidade de uma divisa a outra. O grau de instabilidade das aplicações é, portanto, maior no que diz respeito aos ativos estrangeiros do que no caso dos ativos nacionais" (Plihon, 1995:68).

Ademais, o próprio avanço da globalização financeira torna o argumento da diversificação cada vez menos importante, pois o movimento das bolsas de valores dos países centrais, principalmente da bolsa de Nova York, é um dos principais determinantes das oscilações nas bolsas de valores latino-americanas. A maior integração financeira entre os países acaba diminuindo os ganhos potenciais da diversificação internacional dos portfólios, uma vez que os mercados emergentes passam a apresentar um movimento sincronizado com os mercados dos países centrais. A correlação entre os rendimentos dos ativos e a covariância dos desvios tendem a aumentar cada vez mais³⁶.

Por último, é importante mencionar que as evidências empíricas indicam que não ocorreu uma tendência de homogeneização das taxas de lucro e das taxas de juros de ativos denominados em moedas diferentes, que seria consequência do movimento contínuo e estável de diversificação dos portfólios por parte dos investidores, de acordo com a teoria convencional (Akyüz, 1992). Os investidores nacionais mantêm uma quantidade desproporcional de ativos domésticos em seus portfólios; a participação dos ativos de um determinado país no portfólio dos investidores internacionais não é proporcional ao tamanho desse país (Cosh *et alii*, 1992).

Em suma, os autores que defendem que a sustentabilidade ou não dos fluxos depende da sua natureza e/ou da base de investidores, apesar de ressaltarem questões importantes, pois existem diferenças qualitativas, abstraem um aspecto essencial das relações financeiras externas da América Latina no período recente: de que a dinâmica exógena a esses países foi um determinante fundamental da direção e do volume dos fluxos de capitais, independentemente da sua natureza e que, independente do tipo de investidor, as decisões de aplicação dos recursos são dominadas por uma lógica especulativa, de curto prazo.

Kregel (1996) mostra como a própria natureza do investimento direto externo modificou-se e que mesmo esses fluxos, em princípio menos voláteis, podem trazer conse-

³⁶ Outra questão que enfraquece o argumento da diversificação dos riscos é que este vale tanto para os investidores dos países centrais quanto dos países periféricos, uma vez que, ao contrário dos fluxos vinculados ao financiamento do desenvolvimento e de déficits de balanço de pagamentos, que são líquidos, os fluxos decorrentes das estratégias de alocação dos portfólios são brutos. No entanto, a idéia de que os residentes dos países em desenvolvimento vão aplicar recursos nos países centrais parece ser contraditória com a própria hipótese subjacente à visão ortodoxa sobre a abertura financeira nestes países: a de que a rentabilidade do capital é mais elevada e, por isso, haveria uma canalização dos recursos dos países centrais para os menos desenvolvidos.

quências perversas para os países periféricos³⁷. Como coloca esse autor, após a crise da dívida externa formou-se um consenso no *mainstream economics* de que os empréstimos bancários devem ser evitados e que os fluxos de portfólio e os investimentos externos diretos são preferíveis, pois não geram compromissos financeiros fixos denominados em moeda estrangeira, vinculados às taxas de juros vigentes no mercado financeiro internacional. Diante da experiência recente com a volatilidade dos fluxos de portfólio, o investimento direto externo é considerado atualmente a melhor modalidade de capital externo para os países em desenvolvimento. Nesse sentido, Ballassa *et alii* (1986:121) afirmam que

"...o investimento exterior oferece diversas vantagens para os países da América Latina, melhores que os empréstimos bancários. Para começar é o investidor e não o país anfitrião quem assume o risco comercial e os pagamentos são feitos somente se os investimentos produzirem lucros (...). O investimento estrangeiro direto interessa especialmente à América Latina uma vez que os investidores estrangeiros trazem know-how tecnológico e administrativo, bem como técnicas de comercialização (...). Além disso, parte da receita do investimento estrangeiro direto é reinvestida, reduzindo assim o custo real em divisas estrangeiras de serviço do investimento".

Várias críticas são levantadas contra essa visão. Em primeiro lugar, grande parte dos fluxos de IED constitui fusões e aquisições e não construção de novas fábricas, facilitando a compra e venda do controle das empresas pelos investidores externos: *"Nos mercados financeiros atuais as companhias parecem ter se tornado commodities, que são negociadas diariamente nos mercados"* (Kregel, 1996: 5). Além de não adicionarem capacidade produtiva ao país, esses investimentos devem ter uma lucratividade bastante elevada pois, ao contrário dos fluxos de portfólio, têm uma liquidez menor. Com isso, implicam fluxos futuros de remessas de lucros significativos.

Em segundo lugar, mesmo os investimentos diretos referentes à construção de novas fábricas podem ter efeitos perversos, o que está associado ao processo de globalização financeira. Três aspectos são enfatizados. O primeiro refere-se ao papel das inovações financeiras na eliminação do conceito de investimento permanente ou de maturidade do investimento. Os instrumentos derivativos como opções e futuros permitem a retenção de um título de longo prazo, mas reduzem a permanência desse investimento e sua exposição

aos riscos de mercado, como mudanças nas taxas de juros e de câmbio. Uma multinacional pode manter filiais produtivas num determinado país sem carregar os riscos país e cambiais, ou seja, os derivados de sua natureza permanente. Assim, o fato dos investimentos serem em ativos reais não significa que os riscos cambiais e "*funding risks*" serão ignorados. Na medida em que esses riscos forem cobertos através dos derivativos, eles implicarão fluxos de capitais, que exercerão pressões sobre o mercado cambial e/ou monetário domésticos, "...no contexto de globalização das finanças, todos os investimentos tornar-se-ão líquidos e todos os investimentos serão protegidos em algum grau" (Kregel, 1996:6).

Um segundo aspecto ressaltado por Kregel é que apesar do IED não gerar pagamentos fixos de juros, como os empréstimos bancários, as firmas estrangeiras não investem sem a expectativa de lucros. Para um país em desenvolvimento o IED não é um "*unconditional gift*", mas um empréstimo feito contra a expectativa de lucros e a possibilidade de repatriação. Assim, do ponto de vista do credor de recursos, os riscos associados aos empréstimos sindicalizados são os menores, seguidos, em ordem crescente, pelos investimentos de portfólio e pelos investimentos diretos externos. Além da maior dificuldade de cobrir os seus riscos (*hedge*) devido à sua maior permanência, esses investimentos envolvem uma informação menos perfeita e dificuldades associadas à operação num país estrangeiro. Assim, o prêmio de risco associado ao investimento direto é maior que o relacionado com outras modalidades de fluxos de capitais e, com isso, essa modalidade de capital estrangeiro resultará em remessas de serviços fatores (nesse caso, de lucros) mais elevadas que as demais modalidades de investimento externo.

Uma terceira característica fundamental dos investimentos diretos no contexto atual, em geral não ressaltada, é que a maior parte desses últimos constituem reinvestimentos de lucros. Essa característica tem dois desdobramentos para os países periféricos. Por um lado, os fluxos reinvestidos não são necessariamente direcionados para investimentos produtivos, mas podem ser investidos por uma filial da empresa em ativos financeiros domésticos de curto prazo. Assim, apesar de serem registrado como fluxos de IED, eles são equivalentes aos fluxos de portfólio de curto prazo. Por outro lado, a multinacional

³⁷ Sobre a financeirização dos grupos industriais ver Braga (1993), Serfati (1996) e Chesnais (1996). Esse autor faz uma análise minuciosa da "mundialização do capital" e mostra que a globalização financeira pressionou os grupos a acentuar, de maneira qualitativa, seu caráter de centros financeiros.

pode resolver, em algum momento, interromper o reinvestimento de lucros e repatriar grande parte dos rendimentos anuais. Com isso, um país periférico que se ajustou a um fluxo permanente de investimento direto externo (via reinvestimento de lucros) pode tornar-se exposto a uma interrupção súbita desses fluxos, independente da permanência dos fluxos prévios. O autor conclui afirmando que:

"É provável que quanto maior seja o retorno dos investimentos e quanto maior a proporção dos lucros reinvestidos no estoque total de IDE, menos permanente será o seu estoque e, assim, maior será o risco para o balanço de pagamentos e para a estabilidade cambial. Nesse sentido, a diferença entre o IDE e outras formas de empréstimo externo é apenas de grau, e o volume de investimentos estrangeiros, qualquer que seja sua natureza, não pode ser uma questão desconsiderada pela política governamental" (Kregel 1996: 9).

Um estudo recente do FMI (FMI, 1995) mostra a volatilidade dos fluxos de capitais associados às remessas de lucros e dividendos pelas empresas multinacionais. A flexibilização das regras relativas a essas remessas, como a eliminação de taxa adicional e de limites quantitativos - ou seja, a instauração da conversibilidade dos serviços fatores, que é uma contrapartida da liberalização da conta de capital -, ampliou a sua mobilidade e, conseqüentemente, a sua volatilidade potencial. No mesmo sentido, um estudo do Banco Mundial afirma que *"enquanto o investidor direto possui geralmente alguns ativos imobilizados, não existe, em princípio, nenhuma razão pela qual esses não podem ser totalmente neutralizados pelos passivos domésticos. Claramente, um investidor direto pode tomar emprestado com o objetivo de exportar capital"* (Claessens et alii, 1995 apud Kregel, 1996).

A análise de Kregel é original e relevante, pois ressalta um aspecto em geral negligenciado: de que a mudança na natureza da riqueza também abrangeu os investimentos externos diretos. As decisões dos grupos empresariais, que atuam em escala global, também passaram a ser dominadas progressivamente pela lógica financeira (Serfati, 1996). Entretanto, ao nosso ver, continua existindo uma diferença qualitativa importante entre o investimento direto externo e o investimento de portfólio, já que esse, pela sua própria natureza, é mais volátil e de curto prazo. Um questão relevante não colocada pelo autor é que os impactos do investimento externo direto sobre a vulnerabilidade externa dos países periféricos também dependerão dos setores para os quais este se direciona - comercializáveis *versus* não comercializáveis - e da participação dos insumos importados nos investimentos, que conjuntamente vão resultar num déficit ou superávit de divisas.

1.3. Conclusão

Na visão do *mainstream economics*, a abertura financeira geraria problemas sistêmicos para os países periféricos apenas se as pré-condições não fossem cumpridas, ou seja, se os países abrissem suas economias aos fluxos financeiros externos previamente à obtenção da estabilidade monetária e da implementação das demais reformas liberais. Se a sequência correta de implementação das reformas fosse adotada, seriam eliminadas as distorções sobre o funcionamento dos mercados introduzidas pelo modelo de desenvolvimento anterior. Como nessa visão os mercados financeiros são eficientes, os capitais externos retornariam automaticamente para esses países, nos quais a taxa de retorno dos investimentos produtivos e financeiros é mais elevada devido à escassez de capital.

Para a visão crítica apresentada, a questão central não reside na existência de uma sequência adequada de reformas liberalizantes, que, se implementada, garantiria um padrão de inserção financeira internacional virtuoso para as economias latino-americanas, mas na própria lógica atual de funcionamento do mercado financeiro internacional e nas características dos fluxos recentes de capitais, que são orientados, essencialmente, pela busca de ganhos financeiros de curto prazo e não por oportunidades de investimento produtivo ou pelos fundamentos. Com isso, a abertura financeira pode gerar problemas sistêmicos nas economias, independentemente da ordem de implementação das reformas. Apesar de importantes, a adoção de políticas macroeconômicas prudentes não garante a sustentabilidade dos fluxos de capitais.

Ademais, a natureza dos fluxos - investimentos externos diretos ou de portfólio - e o tipo de investidor, no caso desses últimos - fundos mútuos, investidores institucionais tradicionais ou instituições bancárias - apenas afetam o **grau** de volatilidade e permanência dos fluxos financeiros internacionais, que são determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena aos países periféricos. No contexto recente, a lógica especulativa e a busca de valorização financeira da riqueza são intrínsecas a todas as decisões de investimento.

2. A GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITALS NA AMÉRICA LATINA

Na década de oitenta, a política econômica e o desempenho da maioria dos países da América Latina foram condicionados por uma forte restrição externa, um fator recorrente de instabilidade. As performances em termos de inflação, crescimento, poupança e investimento guardaram correlação direta com a magnitude das transferências ao exterior realizadas no período (Damill *et alii*, 1996). No início dos anos noventa, essa situação alterou-se com a entrada de um grande volume de capitais externos. O alívio daquela restrição teve um importante impacto sobre o desempenho macroeconômico dos países,

"O desempenho macroeconômico regional melhorou porque muitos dos mecanismos que haviam alimentado a instabilidade nos anos 80 puderam ser desativados. Em primeiro lugar, a disponibilidade de financiamento externo permitiu a expansão da absorção doméstica. Por outro lado a reversão dos fluxos de capitais foi de tal magnitude que muitos países experimentaram excesso de oferta de moeda estrangeira, apesar do rápido crescimento dos déficits em transações correntes com o resto do mundo. Assim, observou-se uma tendência generalizada de acumulação de reservas e apreciação das taxas de câmbio. A expansão da atividade econômica e a apreciação cambial tiveram um efeito favorável sobre a estabilidade. A apreciação contribuiu de maneira significativa para o declínio das taxas de inflação e para a melhora das contas fiscais ao reduzir o valor real do fluxo de juros sobre a dívida externa" (Damill et alii, 1996: 117).

Assim, o retorno dos fluxos de capitais voluntários contribuiu para aliviar a restrição externa e reduzir os desajustes financeiro e fiscal do setor público, duas causas fundamentais da instabilidade macroeconômica dos anos oitenta (Baer, 1995). A redução das transferências ao exterior teve um efeito imediato sobre o nível de absorção doméstica consistente com o equilíbrio externo e ampliou os graus de liberdade das políticas econômicas domésticas. No entanto, a ampla liquidez internacional gerou novos desafios para a gestão macroeconômica. Dada a natureza dos fluxos recentes - voláteis e de curto prazo - e seus determinantes, em grande parte associados a uma dinâmica exógena aos países, a possibilidade de sua reversão tornou-se uma das preocupações centrais da política econômica dos países da região. Essa política deve evitar que o desempenho da economia seja contaminado de forma excessiva pelos fluxos (Tiltelman & Uttoff, 1994). Quanto maior a contaminação, maior será a instabilidade macroeconômica gerada no momento de reversão e os custos do ajustamento externo. Ou seja, um dos principais de-

terminantes do grau de vulnerabilidade externa desses países é a resposta de política aos fluxos de capitais.

Uma das lições da crise da dívida externa é que o impacto dos fluxos de capitais sobre as variáveis-chave e o nível e composição da demanda depende, em grande parte, das políticas internas adotadas. De forma geral, na década de noventa a administração de recursos externos foi mais cautelosa que a observada nos anos setenta. Um indicador da maior cautela é a evolução das reservas internacionais. Uma maior proporção da entrada de recursos externos destinou-se à acumulação de reservas, o que tem moderado o impacto dos recursos sobre as economias da região. Em outras palavras, os países adotaram uma posição mais conservadora em relação à proporção dos fluxos de capitais destinada ao financiamento do déficit em conta corrente - 60% contra 100% nos anos 70 (Tilteman & Uttoff, 1993).

A absorção dos fluxos de capitais teve efeitos diferenciados sobre o desempenho macroeconômico - grau de apreciação cambial, de recuperação do consumo e do investimento, de crescimento das importações, intensidade da queda da inflação etc - e sobre os sistemas financeiros domésticos dos países, que dependeram essencialmente de dois fatores: da etapa dos programas de estabilização e reformas estruturais; e da resposta de política aos fluxos.

No momento da reinserção no mercado financeiro internacional, os países encontravam-se em condições macroeconômicas bastante desiguais (BIS, 1995). Alguns já haviam consolidado a estabilização monetária e praticamente concluído as reformas liberalizantes, enquanto outros ainda encontravam-se num contexto de inflação alta e avanço tímido dessas reformas. As situações iniciais determinaram diferentes respostas de política ao ingresso de capitais externos. Mais do que isso, resultaram em diferentes graus de liberdade na opção de política (Tavares, 1993). Um fator essencial foi a relação entre a absorção de recursos externos e a estabilização. Em outras palavras, o uso dado ao financiamento externo - obter a estabilização, financiar o consumo ou o investimento doméstico - e a sua relação com o fechamento dos hiatos fiscal e externo (Frenkel *et alii*, 1996). Outros condicionantes das diferentes capacidades de resposta das economias à reversão dos fluxos foram a intensidade e a duração do processo de instabilidade macroeconômica na década

de oitenta e o ritmo de implementação da abertura comercial no âmbito dos programas de ajuste, que resultaram em diferentes graus de fragilização das estruturas industrial e de comércio exterior (Fanelli & Frenkel, 1994).

Enquanto o Chile e a Colômbia já haviam efetuado grande parte do ajuste externo e fiscal na década de oitenta e estavam com taxas de inflação baixas, o México encontrava-se na etapa inicial do seu processo de estabilização monetária e já havia avançado em algumas reformas liberalizantes, enquanto a Argentina e o Brasil ainda enfrentavam um contexto de elevada instabilidade macroeconômica e situações externa e fiscal desfavoráveis. Apesar das especificidades nacionais, nos três últimos países os ingressos de capitais foram essenciais para a eliminação do desequilíbrio externo e para viabilizar os programas de estabilização com âncora cambial. Esse ingresso também constituiu um elemento fundamental do ajuste fiscal, principalmente no México e na Argentina. Esses países entraram na década de 90 com desequilíbrio fiscal e apenas alcançaram o ajuste das contas públicas, compatível com taxas de inflação baixas, após as mudanças nas condições financeiras internacionais, que possibilitaram a recuperação do crescimento, a redução do serviço da dívida externa e a obtenção dos recursos via privatização (Damill *et alii*, 1996).

A discussão sobre as opções de gestão dos fluxos torna-se irrelevante se o diagnóstico oficial - de que os fluxos são guiados pelos *fundamentals* e sustentáveis desde que os países mantenham as políticas recomendadas pelo Consenso de Washington - é aceito. Nessa visão, a entrada de capitais conduziria a economia para uma nova situação de equilíbrio, com níveis mais elevados de crescimento e novos patamares para os preços-chave. Como não existiria a possibilidade de reversão súbita dos fluxos em decorrência de fatores exógenos, já que sua sustentabilidade dependeria das políticas aplicadas pelos países receptores, também não se colocaria a questão da instabilidade desses preços e da necessidade de ajustamento dos níveis de produção, renda e de endividamento a um contexto de escassez de recursos externos. Na hipótese limite de total mobilidade de capital, haveria uma convergência dos preços-chave - taxas de juros e de câmbio - aos níveis vigentes nos países desenvolvidos. No caso de um choque exógeno, esse geraria problemas apenas se existissem imperfeições ou falhas de mercado (Mathienson & Rojas-Suarez, 1992). Ademais, a perda de autonomia da política econômica é vista como um dos benefícios da

abertura financeira nos países em desenvolvimento, pois reduziria o espaço para a adoção de políticas irresponsáveis. Os agentes imporiam vetos a essas políticas através da fuga da moeda nacional.

2.1. As opções de gestão dos fluxos de capitais

As autoridades econômicas podem utilizar dois conjuntos de políticas para administrar os fluxos de capitais quando os consideram transitórios ou que a economia não têm condições de absorvê-los (Devlin *et alii*, 1995). A necessidade de respostas de política existe porque esses fluxos afetam os dois preços-chave para a alocação dos recursos - taxas de juros e de câmbio -, os quais também constituem os preços de referência para o cálculo econômico dos agentes e, assim, impactam sobre o desempenho das economias.

O primeiro conjunto de políticas refere-se à **gestão macroeconômica dos fluxos**, que envolve distintas combinações entre as políticas cambiais e monetárias, ou seja, diferentes regimes cambial-monetários. As opções de política foram condicionadas pelo quadro macroeconômico inicial de cada país: instabilidade *versus* estabilidade monetária. O segundo conjunto diz respeito à **natureza da abertura financeira**, incluindo medidas de âmbito regulatório, que redefinem a inserção financeira externa do país. As diferentes combinações entre a gestão macroeconômica e o marco institucional referente à abertura financeira irão determinar distintos graus de receptividade da economia aos fluxos e, assim, de vulnerabilidade externa dos países³⁸.

A seguir, apresentaremos uma tipologia das respostas de política aos fluxos de capitais pelos países latino-americanos na década de 90. A maioria dos países optou pela gestão macroeconômica dos fluxos, mas alguns recorreram a medidas de âmbito regulatório, como a regulação da entrada de capitais de curto prazo (Titelman & Uttoff, 1994).

³⁸ Na tipologia apresentada por Titelman & Uttoff (1994) e Cepal (1994) não é enfatizada a existência de dois conjuntos de medidas: as medidas de âmbito macroeconômico e as medidas de caráter regulatório, relacionadas com a abertura financeira com o exterior. Optamos por fazer essa distinção pois, ao nosso ver, uma questão essencial é avaliar em que medida a gestão macroeconômica é suficiente para isolar a economia dos efeitos deletérios dos fluxos de capitais. Além disso, os dois conjuntos de medidas têm impactos diferentes sobre a economias. As medidas relativas à abertura financeira são muitas vezes estruturais, no sentido de redefinirem a inserção externa da economia.

2.1.1. Gestão macroeconômica dos fluxos

A **primeira opção** de gestão macroeconômica dos fluxos é a adoção de um **regime de câmbio flexível**. Nesse caso, o banco central não intervém no mercado de câmbio e, assim, os fluxos de capitais não alteram as reservas internacionais. Num contexto de ampla liquidez internacional, o efeito imediato é a valorização da taxa de câmbio nominal. Esta taxa torna-se a variável de ajuste dos desequilíbrios entre oferta e demanda de divisas. Num segundo momento, ocorre a geração de déficits comerciais, absorvendo parcela do superávit gerado na conta de capital do balanço de pagamentos.

Essa opção de política tem consequências perversas sobre a competitividade externa da economia, essencial para reduzir a vulnerabilidade a possíveis reversões súbitas dos fluxos. Assim, constitui uma das principais questões a serem consideradas pela gestão macroeconômica das economias periféricas (Calvo *et alii*, 1992). A volatilidade dos fluxos de capitais também tem efeitos negativos sobre a estabilidade da taxa de câmbio. No entanto, segundo Zahler (1992:169),

"De uma perspectiva macroeconômica, as consequências que pode ter uma entrada excessiva de capitais sobre o nível da taxa de câmbio real são inclusive mais importantes que aquelas derivadas de uma maior volatilidade desta taxa. De fato, se a taxa de câmbio mantém-se abaixo do equilíbrio por um longo período de tempo, ocorrem ao menos dois efeitos não desejados. Em primeiro lugar, "se corre o risco" de afetar negativamente o setor comercializável da economia (...) Em segundo lugar, em algum momento, o valor da taxa de câmbio deve retornar ao seu nível de equilíbrio de longo prazo (ou inclusive superar esse valor por algum tempo), o que exercerá pressões sobre os preços, colocando em risco a meta de controle da inflação".

O problema desse raciocínio é desconsiderar o efeito da própria instabilidade da taxa de câmbio sobre as decisões de investimento e preço dos agentes. Isso porque essa taxa, assim como a taxa de juros, é um preço de referência para o cálculo econômico e, com isso, pode gerar pressões inflacionárias independentemente do impacto inflacionário de uma desvalorização nominal. A maior incerteza em relação a um preço-chave passa a ser

incorporada nos *mark-ups* desejados e, assim, se reflete sobre os preços³⁹. Além disso, o comportamento desses *mark-ups* também é afetado pela volatilidade da taxa de câmbio, pois os agentes passam a fazer ajustes preventivos para compensar o risco cambial⁴⁰. O efeito sobre os preços domésticos é mais intenso quanto maior for a participação do setor exportador e dos insumos importados na atividade produtiva doméstica. Ao contrário do suposto pelos monetaristas e novo-clássicos, os empresários são formadores e não tomadores de preço, e suas decisões microeconômicas afetam a inflação.

No contexto atual, a evolução da taxa de câmbio é determinada principalmente pelo comportamento dos fluxos de capitais, que não são orientados pelos fundamentos, como enfatizado no capítulo 1. A experiência dos países centrais após o colapso de Bretton Woods mostrou que um regime de câmbio flexível num contexto de globalização financeira e predominância dos fluxos de portfólio, que gozam de uma enorme mobilidade, a instabilidade da taxa de câmbio é ampliada, exigindo uma presença constante dos bancos centrais nos mercados cambiais, com consequências negativas sobre a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas, ao contrário do suposto pelos monetaristas (Davidson, 1981).

Em suma, a intervenção do banco central no mercado de câmbio é necessária, por um lado, para evitar a deterioração da balança comercial e, por outro, para evitar a volatilidade do câmbio, que constitui um preço-chave e, assim, uma âncora nominal para as decisões dos agentes.

Na **segunda opção** adota-se um **regime de taxa de câmbio controlada**. Quando a autoridade monetária intervém no mercado de câmbio acumulando reservas, são esterilizados os efeitos dos fluxos de capitais sobre o mercado cambial, mas surgem consequências para o **mercado monetário**, já que esta acumulação afeta o grau de liquidez da economia e a taxa de juros. A intensidade do impacto dependerá do regime cambial adotado: **câmbio fixo ou bandas de flutuação**. Enquanto no primeiro, todo o ajuste no mercado

³⁹ Na sua análise sobre política monetária com abertura da conta de capital, Zahler (1992) parte da hipótese de que essa política constitui o instrumento por excelência de estabilização monetária, não incluindo na análise o papel da política cambial no controle da inflação. Essa análise decorre de uma visão específica sobre as causas do processo inflacionário, sobre a relação entre moeda/inflação/formação de preços. O *trade off* entre política macro e abertura financeira decorre da incompatibilidade de se utilizar a política cambial como instrumento de promoção das exportações e a política monetária como instrumento de controle da inflação.

⁴⁰ A volatilidade cambial também tem efeitos perversos sobre o custo do capital; ver Akyuz (1992 e 1993).

de câmbio é realizado através das reservas internacionais, num regime de bandas parte do ajuste ocorre através da taxa de câmbio - no intervalo definido pelo piso e teto da banda - e, com isso, o efeito sobre a liquidez doméstica é menor.

Em relação à política monetária, existem duas alternativas: esterilizar ou não o impacto monetário da aquisição de divisas pelo banco central. A escolha dependerá da opção entre uma natureza ativa ou passiva da política monetária (em termos de manejo da demanda agregada) e do programa de estabilização adotado - com âncora monetária ou cambial. É possível distinguir duas alternativas principais de gestão macroeconômica utilizadas pelos países latino-americanos, que envolveram diferentes graus de intervenção no mercado de câmbio: a intervenção não-esterilizadora e a intervenção esterilizadora. A primeira opção de política - regime de câmbio flexível - não foi utilizada por nenhum país da região (Cepal, 1994).

Intervenção não-esterilizadora

Esta resposta de política consiste num regime de câmbio fixo ou controlado sem esterilização dos impactos monetários das intervenções do banco central no mercado cambial. Foi adotada por países que optaram por manter uma política monetária passiva. O principal objetivo da política macroeconômica, nesse caso, foi a estabilização dos preços através da utilização do câmbio como âncora nominal. O caso limite é um regime de câmbio nominal fixo com conversibilidade monetária, como o vigente na Argentina após o Plano Cavallo. Nesse contexto, abdica-se tanto da política cambial como instrumento de promoção das exportações - devido ao compromisso com uma taxa de câmbio nominal fixa - quanto da política monetária enquanto instrumento de manejo da demanda agregada. Como a base monetária torna-se totalmente endógena, determinada pela variação das reservas internacionais, o próprio regime cambial adotado determina um regime monetário no qual são limitados os mecanismos para esterilizar as operações cambiais⁴¹.

⁴¹ A capacidade do Banco Central da Argentina atuar como emprestador em última instância é muito reduzida. O limite das operações de assistência financeira de liquidez é dado pela proporção de títulos públicos denominados em dólares que podem servir de lasto para a base monetária, juntamente às reservas internacionais. Quando essa proporção é menor que o máximo permitido - 1/3 da base monetária - o Banco Central pode comprar títulos públicos dos bancos com problemas de liquidez, até atingir o limite estabelecido. Além disso, o crescimento anual do valor dos títulos públicos em carteira não pode ser superior a 10% ao ano (Meyer, 1997).

A função da política cambial, nesse caso, é garantir a convergência entre o nível de preços doméstico e internacional. O papel da taxa de câmbio como âncora do sistema de preços é levado ao limite. O êxito dessa estratégia depende também da abertura da economia às importações que, somada ao câmbio nominal rígido, passa a disciplinar os reajustes dos preços dos bens comercializáveis⁴², exercendo uma pressão baixista. Contudo, o movimento de queda desses preços não é instantâneo. Já os preços dos não-comercializáveis (serviços etc), que não enfrentam a concorrência externa, desaceleram-se num ritmo muito mais lento ou até podem aumentar num primeiro momento. Devido a esses fatores, não ocorre uma convergência imediata da inflação doméstica à internacional⁴³. Assim, observa-se uma apreciação real do câmbio e perda de competitividade internacional. Ademais, o êxito da estratégia depende da confiança dos agentes econômicos na capacidade da autoridade monetária defender a taxa de câmbio nominal, exigindo a manutenção de um elevado volume de reservas internacionais.

A adoção de uma política monetária passiva tem como consequências a expansão da liquidez doméstica e a queda da taxa de juros, que afetam o nível e a composição da demanda agregada. A maior demanda por importações, estimulada pela apreciação cambial e pelo aumento da absorção doméstica, neutraliza em parte a expansão monetária através de venda de divisas pelo banco central. O próprio aumento da demanda sustenta a manutenção ou até a alta dos preços dos bens não-comercializáveis, reforçando a valorização real do câmbio.

Teoricamente, se o ajuste das importações ocorresse instantaneamente, o excesso de liquidez seria neutralizado e a entrada de capitais não teria efeitos sobre o sistema bancário e sobre o nível de atividade. Contudo, essa hipótese é irrealista. Um dos problemas desse tipo de arranjo macroeconômico são exatamente os diferentes ritmos de ajuste da conta de capital e da conta corrente do balanço de pagamentos, tanto no momento de entrada quanto de reversão dos fluxos (Damill *et alii*, 1996).

⁴² São chamados de bens *tradeables* ou comercializáveis internacionalmente os importados, exportáveis e aqueles produzidos com insumos importados ou exportáveis (Carvalho, 1995)

⁴³ A convergência é bastante lenta. Na Argentina, a inflação apenas se igualou ao nível registrado nos EUA em meados de 1994, 3 anos após o lançamento do plano; ver Batista Jr. (1996).

A intervenção não-esterilizadora envolve um grau significativo de receptividade da gestão macroeconômica aos fluxos de capitais. Do ponto de vista externo, resulta em apreciação cambial e geração de déficits comerciais financiados por fluxos de curto prazo, tornando a economia vulnerável a mudanças nas condições financeiras internacionais. A vulnerabilidade externa é acentuada pelos impactos perversos da mudança nos preços relativos a favor dos bens não-comercializáveis, gerando um problema alocativo estático - devido ao processo de desindustrialização provocado pela combinação de abertura comercial e câmbio valorizado - e dinâmico, porque o novo padrão de preços relativos estimula investimentos em setores que não ampliam a capacidade de geração (ou economia) futura de divisas - exportadores ou substituidores de importação (Belluzzo & Coutinho, 1996).

Ademais, a adoção de uma política monetária passiva não isola o desempenho econômico interno dos efeitos dos fluxos de capitais. Pelo contrário, a demanda e a atividade econômica interna são estimuladas pela maior disponibilidade de poupança externa e pela expansão do crédito com recursos externos. Um aspecto fundamental é o comportamento dos componentes da demanda agregada, ou seja, se os fluxos de capitais financiam um aumento do consumo ou do investimento doméstico.

Intervenção esterilizadora

Essa alternativa de política consiste num regime de taxa de câmbio controlada com esterilização dos impactos monetários das intervenções no mercado de câmbio através de operações de mercado aberto. Nesse caso, procura-se manter o controle simultâneo da taxa de câmbio e juros, ao contrário do regime de câmbio flexível e da intervenção não-esterilizadora, quando o manejo de um dos preços-chave é abandonado. Ao contrário dessa última, o estoque monetário doméstico não se torna totalmente vinculado às variações das reservas internacionais. Essa opção de política envolve, em princípio, um grau significativo de cautela em relação aos fluxos de capitais, pois procura conter seus efeitos macroeconômicos - apreciação cambial, geração de déficits em conta corrente, expansão da demanda agregada e do crédito interno. Todavia, esse grau vai depender do regime de taxa de câmbio controlada adotado - câmbio fixo ou bandas - e das metas quanto à taxa de câmbio real, bem como da intensidade das operações de esterilização - metas em relação à taxa de juros e/ou agregados monetários. Os dois fatores dependeram, na prática, dos objetivos de política econômica de cada país, principalmente da utilização ou não do câmbio como âncora do programa de estabilização.

A intervenção esterilizadora coloca um dilema de política para as autoridades econômicas conhecido como "trindade impossível" na literatura (Frankel, 1993). Esse consiste na impossibilidade de manter o controle da política cambial e monetária num ambiente de abertura financeira, sem exercer pressões sobre o lado fiscal. Isso porque a atuação do banco central no mercado de câmbio com o objetivo de evitar a valorização da moeda doméstica e, assim, seus efeitos deletérios sobre a competitividade das exportações, gera um impacto monetário expansionista e pressões baixistas sobre a taxa de juros. Se essa pressão não é desejável - em função, por exemplo, das metas da política antiinflacionária doméstica - o banco central esteriliza esses fluxos através de operações de mercado aberto. A esterilização evita a queda da taxa de juros e seus efeitos sobre a demanda agregada. Se a economia está com altos graus de utilização da capacidade produtiva, tem a virtude de controlar o gasto, atenuar pressões inflacionárias e, assim, evitar uma maior apreciação real da taxa de câmbio. Contudo, ao manter o diferencial de juros inter-

no/externo, estimula a continuidade dos fluxos de capitais, exigindo a realização de intensas operações de esterilização, com impactos negativos sobre o lado fiscal, devido ao diferencial entre os juros que remuneram as reservas internacionais e o custo da dívida pública. Entretanto, o acúmulo de reservas, que é um dos resultados dessa opção de gestão dos fluxos de capitais, constitui um importante instrumento para atenuar a vulnerabilidade externa dos países periféricos.

Num contexto de abertura financeira e fluxos de capitais voláteis, a variável central para neutralizar movimentos especulativos dos investidores externos e domésticos e para amenizar seus efeitos sobre a evolução da taxa de câmbio, é o nível de reservas cambiais em poder do banco central. Em outras palavras, um elevado volume de reservas constitui uma das formas de ampliar os graus de liberdade da política cambial num contexto de maior abertura financeira. Quanto maior este nível, maior a capacidade do banco central de conter surtos especulativos no mercado de câmbio.

O aumento da poupança doméstica

Uma alternativa de política à esterilização através das operações de mercado aberto seria o aumento da poupança pública via redução dos gastos e/ou aumento dos impostos. Os superávits fiscais substituiriam a esterilização, pois também neutralizariam a expansão monetária decorrente do ingresso de recursos externos e, ao contrário dessa última, teriam a vantagem de permitir a queda da taxa de juros, desestimulando os fluxos voláteis (Pellegrini, 1996). Além disso, a maior flexibilidade da política fiscal permitiria que as autoridades econômicas a utilizassem para manejar a demanda agregada doméstica, reduzindo a necessidade de recorrer a instrumentos monetários para moderar os gastos e seus efeitos inflacionários potenciais.

Várias **críticas** podem ser feitas a esses argumentos. **Em primeiro lugar**, essa flexibilidade é difícil de ser alcançada no curto prazo, pois alterações na política fiscal envolvem um conjunto mais amplo de considerações e decisões políticas, que requerem a formação de maiorias. Na realidade, o tempo necessário para ajustar a política fiscal a torna um instrumento pouco eficaz para contrabalançar o impacto macroeconômico dos fluxos de capitais (Zahler, 1992). **Em segundo lugar**, existem contradições entre a própria es-

estratégia de intervenção esterilizadora e a necessidade de ajuste fiscal nos países latino-americanos, como forma de aliviar as políticas monetária e cambial. O próprio aumento da dívida pública e a manutenção do diferencial de juros externo/interno dificultam esse ajuste e a isenção fiscal sobre as exportações constitui um dos recursos utilizados para atenuar os efeitos perversos da apreciação cambial sobre a competitividade externa. Ademais, em alguns países, como México e Argentina, a entrada de capitais externos foi uma pré-condição para a obtenção do ajuste das contas públicas, devido ao ingresso de recursos associados aos programas de privatização e à retomada do crescimento, possível após a superação da restrição externa.

Para os organismos multilaterais e o pensamento econômico dominante, o ajuste fiscal parece a solução para todos os problemas enfrentados por esses países. Nos países que adotaram políticas de estabilização com âncora cambial, esse ajuste é visto como a solução dos desequilíbrios trazidos por essas políticas - apreciação cambial, déficits em conta corrente - pois possibilitaria a substituição da âncora cambial pela "âncora fiscal". No entanto, a manutenção do equilíbrio nas contas públicas é praticamente impossível, uma vez que essa política impõe uma restrição externa ao crescimento dos países, com efeitos negativos sobre a arrecadação fiscal, e a intervenção esterilizadora, necessária para evitar uma queda excessiva das taxas de câmbio e de juros, resulta num aumento contínuo da dívida mobiliária.

Como mostrou a experiência mexicana, uma estratégia de política ancorada na valorização cambial torna incompatível a manutenção dos equilíbrios externos e fiscal, simultaneamente. Enquanto os fluxos líquidos de capital permitem a sua sustentação e o crescimento interno, essa política favorece o equilíbrio fiscal. Contudo, o desequilíbrio externo crescente gera pressões sobre as políticas cambial e monetária, exigindo a intensificação das operações de esterilização, que acabam deteriorando o equilíbrio das contas públicas obtido através do ajuste patrimonial do Estado. Como ressaltam Braga *et alii* (1996:16),

"A estabilidade intrínseca ao modelo não pode impedir a crise cambial e financeira, o desequilíbrio do balanço de pagamentos e o retorno do desequilíbrio fiscal, ainda que tenha tido êxito, por sete anos, na manutenção de uma taxa de inflação baixa, baseada na pura estabilidade monetária, mascarando crescentes desequilíbrios estruturais".

Uma das principais recomendações dos organismos multilaterais após a crise do México de 1994 - que explicitou a fragilidade dos equilíbrios macroeconômicos desse país e da Argentina, que se sustentavam na absorção de capitais voláteis - é o aumento da poupança interna dos países periféricos, que possibilitaria a diminuição da dependência em relação à poupança externa de curto prazo. Além da elevação da poupança pública, outra alternativa não excludente de política é o aumento da poupança privada através de esquemas de poupança compulsória e/ou fundos de pensão, opção adotada pelos países do sudeste asiático, como Malásia e Cingapura⁴⁴ e, na América Latina, pelo Chile. A reforma dos sistemas de previdência desses países, com a substituição do sistema de repartição simples pelo de capitalização, seria uma das formas de incrementar a poupança doméstica. Além de contribuir para a gestão dos fluxos, um nível elevado de poupança interna seria essencial para que os países periféricos sustentassem altas taxas de investimento e crescimento, independentemente da absorção de fluxos de capitais.

Esse argumento têm como referencial teórico uma visão pré-keynesiana (neoclássica e/ou wicksseliana), segundo a qual a poupança precede o investimento. Contudo, como mostrou Keynes através do princípio da demanda efetiva, o investimento é a variável dinâmica da economia capitalista e precede a formação da poupança macroeconômica, que é apenas um resíduo (Keynes, 1936 e Cintra, 1993). Os fundos de pensão e as seguradoras podem contribuir para o crescimento econômico apenas se a poupança financeira detida por esses investidores institucionais for direcionada para o financiamento do investimento produtivo, através do mercado de crédito (depósitos nos bancos) ou de capitais (aplicação em ações ou títulos de renda fixa). Os obstáculos à retomada dos investimentos são de outra natureza. As decisões de investir dependem das expectativas dos empresários

⁴⁴ Reisen (1993) descreve as experiências de gestão macroeconômica com abertura financeira de quatro países asiáticos (Cingapura, Malásia, Indonésia e Formosa) para demonstrar que é possível manter o controle macroeconômico doméstico nesse contexto. Esses países não enfrentaram o dilema de trindade impossível devido à existência de mecanismos específicos de controle monetário. Os superávits fiscais permanentes combinados a depósitos do fundo estatal de seguridade social (Cingapura), de empresas públicas (Indonésia) ou de um sistema de poupança postal privada, esterilizavam os efeitos expansionistas das intervenções no mercado de câmbio. Através desses exemplos, Reisen (1992) sustenta que, a intervenção esterilizadora é um mecanismo eficaz para estabelecer metas monetárias e cambiais mesmo quando não existe controle sobre o movimento de capitais. Segundo Frankel (1994), nesses países essa eficácia existe porque a liberalização financeira doméstica ocorreu tardiamente, uma vez que essa última inviabilizaria a utilização de depósitos compulsórios das entidades de poupança pública ou privada no sistema bancário privado ou no banco central.

quanto à evolução futura da economia e à rentabilidade dos respectivos investimentos, e da disponibilidade e custo do crédito.

O regime de bandas cambiais

Outra opção de política, envolvendo o manejo dos instrumentos macroeconômicos, que também permitiria atenuar as pressões sobre o lado fiscal, seria a flexibilização da política cambial adotando um regime de bandas e, com isso, permitindo que parte do ajuste no mercado de câmbio fosse realizado através da variação da taxa de câmbio. Nesse caso, opta-se por uma combinação de apreciação e esterilização na gestão dos fluxos de capitais (BIS, 1995). Assim, o dilema da trindade impossível seria atenuado, sem abrir mão da utilização do câmbio como âncora nominal.

Como ressalta Eichengreen (1995), o sistema de bandas tem a virtude de compatibilizar as propriedades dos regimes de câmbio flexível e fixo. Por um lado, possibilita ajustes na taxa de câmbio nominal para amortizar parcial ou totalmente impactos de choques externos e internos, ampliando os graus de liberdade do banco central na condução da política monetária. Por outro lado, a definição de uma faixa de flutuação para a taxa de câmbio mantém o mercado informado sobre os seus possíveis valores futuros, mantendo o seu papel como âncora nominal dos preços e evitando flutuações erráticas desta taxa, típicas do sistema de câmbio flexível, que impactam de forma perversa sobre a evolução dos preços domésticos e das contas externas.

O regime de bandas pode se aproximar mais de um regime de câmbio fixo ou de livre flutuação, dependendo das regras estabelecidas pelos formuladores de política econômica quanto ao seu funcionamento, mais especificamente, do critério de correção da taxa central da banda, da frequência das intervenções do banco central e da própria dimensão da banda (Zini, 1995). Se a faixa de flutuação é bastante larga e as intervenções da autoridade monetária aleatórias, o papel da taxa de câmbio como variável de ajuste de preços relativos é ampliado, ao mesmo tempo em que sua função de âncora nominal é flexibilizada. Uma vantagem desse tipo de arranjo cambial é o aumento da incerteza quanto ao comportamento futuro da taxa de câmbio, que pode contribuir para desestimular os fluxos de capitais de curto prazo ao aumentar a incerteza quanto à evolução da taxa de câmbio, tornando necessário um maior diferencial de juros para compensar o aumento do risco cambial, que também compõe a rentabilidade esperada pelos investidores estrangeiros.

Dessa forma, os graus de liberdade na condução da política cambial e monetária domésticas são ampliados.

A flexibilização da política cambial foi uma tendência observada na maioria dos países que adotaram a intervenção esterilizadora. No entanto, as experiências nacionais diferiram em relação ao grau de apreciação cambial, determinado pelo critério de correção dos limites da banda, que dependeu do papel atribuído ao câmbio enquanto instrumento de estabilização dos preços ou de promoção das exportações. Outro aspecto que diferenciou essas experiências foi a intensidade da política de esterilização. As diferentes opções resultaram em impactos macroeconômicos distintos.

Quanto maior a valorização da taxa de câmbio real, que contribui para o controle inflacionário doméstico, maior o déficit comercial e a dependência do financiamento do balanço de pagamentos em relação aos capitais de curto prazo. O tamanho desse déficit também depende da gestão da política monetária doméstica. A flexibilização dessa gestão, ou seja, o afrouxamento das operações de esterilização, têm como consequência a redução das taxas de juros, que estimula o crescimento da absorção interna e a demanda por importações. Além disso, se a esterilização não é completa a liquidez dos bancos aumenta, abrindo espaço para uma expansão excessiva do crédito bancário, tornando o sistema bancário doméstico extremamente frágil a uma reversão dos fluxos (esse problema é levado ao limite no caso da intervenção não-esterilizadora).

Esses dois problemas foram observados no México, que optou pela intervenção esterilizadora, mas teve uma gestão macroeconômica receptiva aos fluxos, como a Argentina. Este país também utilizou a absorção de recursos externos como principal eixo de seu programa de estabilização ancorado no câmbio. Como apontam Devlin *et alii* (1995), a utilização dos fluxos como instrumento central para atingir um objetivo de política - nesse caso a estabilização monetária - torna a economia vulnerável externamente. A apreciação cambial associada à flexibilização da política cambial tem um efeito positivo sobre o controle monetário doméstico, mas negativo sobre a competitividade externa.

Por outro lado, quanto maior a presença do banco central no mercado de câmbio, com o objetivo de evitar a apreciação da moeda doméstica, e mais intensas as operações de esterilização, menores serão os impactos dos fluxos de capitais sobre os preços-chave e

sobre o comportamento da demanda e do crédito domésticos. Nesse caso, como a evolução da economia não é contaminada pela absorção de recursos externos, os custos do ajustamento externo em caso de sua reversão serão menores.

Essa opção de política foi adotada por países que optaram pela defesa da taxa de câmbio real para manter a competitividade das exportações e por uma política monetária ativa, como instrumento de política antiinflacionária e de manejo da demanda agregada doméstica. Os principais representantes são o Chile e a Colômbia (e o Brasil até o Plano Real, como veremos no capítulo 4). O Chile também adotou uma política de bandas, com os limites móveis referenciados primeiramente ao dólar e depois a uma cesta de moedas, que inclui os seus principais parceiros comerciais. A faixa de flutuação foi ampliada em 1992 - de 5 para 10 % - com o objetivo de aumentar as incertezas em relação à evolução futura do câmbio e, assim, desestimular os fluxos de *hot money*. O critério de correção dos limites da banda evita uma valorização excessiva da taxa de câmbio real. Ou seja, ao contrário do México, a política de bandas foi utilizada para atenuar o dilema da “trindade impossível”, e não como mecanismo auxiliar da estabilização de preços.⁴⁵

⁴⁵ Titelman & Uttoff (1994) mencionam mais duas medidas que foram utilizadas para amenizar o dilema da “trindade impossível”: a adoção de mecanismos que incentivem o aumento da produtividade e, com isso, amenizam o efeito da apreciação cambial sobre a competitividade das exportações e o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação do sistema financeiro, incluindo o aumento dos encaixes compulsórios, para evitar uma expansão excessiva do crédito e, com isso, um aumento da exposição do sistema financeiro ao comportamento dos fluxos de capitais. Essas medidas auxiliam o controle monetário doméstico, permitindo uma flexibilização da política de esterilização.

2.2. Medidas referentes à abertura financeira

O segundo conjunto de políticas em relação aos fluxos de capitais refere-se a medidas de âmbito regulatório que alteram o grau de abertura financeira das economias. A abertura financeira aumenta a substitutibilidade entre ativos e passivos domésticos e externos e, com isso, torna a evolução dos preços-chave (juro e câmbio) e dos preços dos ativos vinculada ao comportamento do mercado financeiro internacional. Nesse contexto, as políticas externas e eventos domésticos e externos que alteram as expectativas dos agentes passam a afetar as políticas domésticas. Assim, a capacidade dos governos de atingirem objetivos nacionais através dos instrumentos de política à sua disposição diminui, resultando numa perda de autonomia de política econômica (Akyüz 1992: 8-9).

Outro efeito negativo da abertura é o aumento da vulnerabilidade das economias às mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais. Na realidade, esses dois efeitos são complementares: a perda de autonomia de política econômica resulta numa maior vulnerabilidade externa dos países (Gonçalves, 1995a). Assim, ao lado da gestão macroeconômica, o grau de abertura financeira é um condicionante fundamental dos impactos dos fluxos tanto no momento de abundância quanto de escassez de recursos externos.

É importante diferenciar dois conjuntos de medidas que afetam a abertura financeira. O primeiro envolve medidas de caráter estrutural, que definem o marco institucional subjacente à abertura financeira de cada país. Essas últimas não são revertidas em função de dilemas de curto prazo da política econômica ou de mudanças na direção dos fluxos de capitais. O segundo conjunto refere-se a medidas associadas diretamente à gestão dos fluxos de capitais, que são adotadas com o objetivo de auxiliar a política macroeconômica interna e amenizar o dilema da “trindade impossível”. Nesse caso, também existem diferentes opções para atenuar esse dilema, envolvendo ajustes nos três níveis de abertura financeira - que resultam numa diminuição ou aumento dessa abertura - os quais têm o efeito comum de reduzir o fluxo líquido de capital e/ou eliminar a intensidade das operações de esterilização.

A seguir, analisaremos as medidas relacionadas especificamente com a gestão dos fluxos de capitais, mas também procuraremos mostrar que as experiências nacionais diferenciaram-se em relação ao primeiro conjunto de medidas. Além disso, faremos algumas considerações sobre as consequências de um grau elevado de abertura financeira sobre a vulnerabilidade externa das economias latino-americanas. Apesar do processo de globalização financeira atingir todos os países, pode-se afirmar que o grau de vulnerabilidade das economias periféricas no contexto atual também depende de decisões tomadas internamente em relação à intensidade dessa abertura.

Estamos argumentando que não existe um padrão único de inserção financeira internacional dos países periféricos no contexto atual. Essa afirmação torna-se ainda mais clara quando comparamos a abertura financeira na América latina com a empreendida pelos países asiáticos⁴⁶. A Coréia do Sul ainda mantinha em meados da década de noventa fortes restrições à entrada de investidores estrangeiros no mercado de capitais local, nos segmentos de renda variável e fixa⁴⁷. Esse país resistiu à abertura do seu sistema financeiro na década de noventa, o que está associado a fatores específicos (históricos, geopolíticos etc). No entanto, a própria experiência coreana indica que a capacidade de resistência dos países periféricos à inserção no mercado financeiro globalizado é limitada. Essas medidas citadas acima estão associadas a pressões dos países centrais para que o governo coreano promova uma abertura financeira completa de sua economia, como condição para seu ingresso na OCDE (Schwartz, 1996).

⁴⁶ Vale ressaltar que a comparação entre a evolução dos países do leste asiático e latino-americanos deve ser feita com bastante cautela. Apesar de terem uma característica comum - serem países de industrialização tardia - ao mesmo tempo têm diferenças substanciais. Assim, não pretendemos incorrer no mesmo erro das teorias de desenvolvimento neoclássicas que atribuem o "fracasso" dos países latino-americanos à adoção de uma estratégia de substituição de importações e não orientada para as exportações, como a realizada pela Coréia e Taiwan. Os processos de desenvolvimento, apesar de também serem condicionados pelas políticas estatais, têm condicionantes estruturais associados ao passado histórico, a fatores culturais e geopolíticos.

⁴⁷ No mercado de renda fixa, apenas no final de 1996 foi criado um fundo fechado (de US\$100 milhões) através do qual estrangeiros poderão adquirir bônus emitidos pelas grandes empresas e pelo governo. Até então, a compra desses papéis, extremamente rentáveis, era limitada aos investidores domésticos. Os estrangeiros podiam adquirir apenas bônus sem garantias de empresas de menor porte. Simultaneamente à instituição desse fundo, o acesso à bolsa de valores coreana foi ligeiramente ampliado, com a elevação do teto de posse de ações referenciais por estrangeiros de 18% para 20% do total das ações em circulação (Bloomberg Business News, 1996).

2.2.1. Primeiro nível de abertura financeira

Esse nível de abertura financeira diz respeito às *inward transactions* - entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes -, transações que implicam ingresso de capitais, reforçando a ponta da oferta do mercado de câmbio. A imposição de restrições a esse ingresso reduz o superávit cambial e, com isso, a necessidade de intervenção do banco central neste mercado, para conter as pressões de valorização nominal da taxa de câmbio e, num segundo momento, no mercado monetário, atenuando o dilema entre apreciação e esterilização na gestão dos fluxos. Em outras palavras, essas restrições, ao reduzirem o grau de substitutibilidade entre ativos domésticos e externos, aumentam a autonomia da política macroeconômica num contexto de abertura financeira com o exterior, facilitando o manejo dos dois preços básicos pela autoridade monetária sem pressionar excessivamente as contas públicas.

Existem basicamente dois tipos de controles sobre o ingresso de recursos externos. Os **diretos** incluem a fixação de prazos mínimos, volume captado e tipo de operação permitida. Entre os **indiretos**, temos a taxação das operações e requerimento de reservas sobre créditos com recursos externos ou depósitos em moeda estrangeira. Enquanto o primeiro grupo de medidas envolve restrições quantitativas aos fluxos, o segundo busca homogeneizar ou reduzir a diferença entre o custo do crédito em moeda nacional e estrangeira através do aumento do custo do endividamento externo (Zahler, 1992). Os dois grupos são utilizados para desestimular principalmente os fluxos de curto prazo, atraídos pelo diferencial de juros externo/interno. Assim, além do objetivo de reduzir a entrada de capitais, procuram alterar a sua composição a favor dos fluxos de médio e longo prazo⁴⁸.

Um aspecto fundamental refere-se às modalidades de *inward transaction* que são penalizadas pelos controles. Os fluxos recentes de capital, predominantemente investimentos de portfólio, implicam riscos financeiros consideráveis para os países periféricos, mais especificamente, riscos de crises cambiais (associadas à sustentabilidade do financiamento do déficit em conta corrente) e bancárias. Todavia, esses riscos dependem tanto do prazo das aplicações quanto das suas características - endividamento externo ou entrada

de estrangeiros no mercado doméstico, investimentos de renda fixa ou variável. A natureza dos fluxos - dívida *versus* ação e capitais de curto ou longo prazo - vai condicionar a capacidade dos mercados financeiros neutralizarem os efeitos das mudanças nas expectativas dos investidores sobre a atividade real e o sistema financeiro,

"Considerando a habilidade dos mercados financeiros de administrar as mudanças nos sentimentos dos investidores, evitando impactos negativos sobre a atividade real, as duas dimensões clássicas dos movimentos de capitais de portfólio não podem ser esquecidas: dívida versus ação e curto-prazo versus longo-prazo" (BIS, 1995).

As escolhas de política em relação a esse nível de abertura financeira são fundamentais, pois além de auxiliarem a gestão macroeconômica dos fluxos, constituem um dos principais determinantes da sua composição e do grau de participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros domésticos (ou seja, da dimensão do estoque de ativos domésticos detidos pelos não-residentes). Assim, determinarão um marco regulatório que implicará diferentes graus de vulnerabilidade externa.

Os papéis de renda fixa negociados atualmente no mercado internacional de capitais têm em geral taxa de juros fixa, o que é uma característica positiva frente aos empréstimos bancários com taxas flutuantes da década de 70. Contudo, os títulos emitidos pelos países da América Latina têm em geral um prazo médio menor que os emitidos pelas empresas e bancos dos países centrais. Sendo assim, grande parte do estoque pode ser retirado em prazo curto através da venda e/ou não renovação dos títulos, diante da ameaça de uma crise do balanço de pagamentos ou de uma desvalorização cambial que suscitem expectativas de não pagamento. A liquidez dos títulos é ampliada quando existe a cláusula de *put option*, muito comum nas emissões latino-americanas. A imposição de taxas e/ou de prazos mínimos sobre as colocações externas de títulos são positivas, uma vez que reduzem sua liquidez.

A abertura das bolsas de valores locais para não-residentes pode resultar em flutuações excessivas dos mercados de valores e das taxas de câmbio. A entrada de capital estrangeiro pode gerar bolhas especulativas, resultando numa dupla crise, cambial e financeira (Akyüz, 1992 e Devlin *et alii*, 1995). Nos países periféricos, os mercados de capitais

⁴⁸ Para uma descrição das modalidades de controles de capitais ver Schadler *et alii* (1993) e FMI (1995). Esse estudo

são estruturalmente mais voláteis, dada a sua pequena dimensão, forte concentração e escassez de papéis de boa qualidade e grande capitalização. Dada a grande dimensão dos fluxos de capitais vis-à-vis o tamanho dos mercados acionários dos países periféricos, os preços das ações registram uma alta volatilidade - movimentos de alta e baixa - associada a choques positivos e negativos de expectativas. Os procedimentos de ajuste de contas (*clearing*), em geral lentos e ineficientes, também contribuem para a geração de efeitos negativos em outros mercados (BIS, 1996).

Os investidores estrangeiros com aplicações em renda variável podem abandonar rapidamente o país, exercendo pressões sobre a taxa de câmbio e queda dos preços das ações nas bolsas. Assim, estes fluxos implicam riscos de instabilidades para os países receptores. Os impactos depressivos sobre a demanda agregada, através do efeito riqueza, e sobre o sistema financeiro, podem ser significativos, especialmente se os bancos e as operações em ações são interligados através de participações cruzadas ou do endividamento dos investidores. Ou seja, no caso de integração dos segmentos dos mercados (bancário e de capitais) o potencial de transmissão de perturbações no mercado financeiro é ampliado. Entretanto, esses riscos são menores nos países periféricos, já que seus sistemas financeiros são menos integrados, pois ainda não sofreram a globalização - entendida como dissolução das barreiras entre aqueles mercados - como a maioria dos países centrais.

Vale mencionar que existem controvérsias em relação aos efeitos das aplicações de estrangeiros em ações, ou em termos mais gerais, em papéis de renda variável. Segundo o relatório do BIS de 1995, uma das funções do mercado acionário é exatamente absorver as mudanças nas expectativas dos investidores sem levar a falências e, com isso, o risco de crise cambial é menor quando o investimento de portfólio concentra-se em ações. As pressões sobre a taxa de câmbio são aliviadas na medida em que outros agentes (residentes e não-residentes) absorvem a oferta de ações. O declínio dos preços pode até induzir à manutenção das posições dos investidores e incentivar novas aquisições. Essa visão, oposta à defendida anteriormente (ver seção 1.2.2) não foi corroborada pelo impacto da crise cambial do México sobre a bolsa de valores desse país. Os investimentos estrangeiros registraram queda de 45% em dezembro de 1994 e janeiro de 1995, tendo um

impacto substancial sobre o valor de mercado das ações, que caiu 76,7% no mesmo período (dados da Bolsa de Valores Mexicana in Griffith-Jones, 1995).

Outro aspecto fundamental é o grau de abertura do mercado monetário para os investidores estrangeiros. Os fluxos de *hot money*, atraídos pelo diferencial de juros, como depósitos bancários, aquisição de títulos públicos ou privados e de cotas de fundos de curto prazo, podem causar efeitos perversos sobre os países periféricos. Um alto grau de abertura desse mercado também tem consequências negativas para a vulnerabilidade externa, principalmente quando os títulos adquiridos pelos investidores estrangeiros possuem cláusula de correção cambial (ver seção 2.2.3).

Os investimentos por parte dos estrangeiros nos mercados de renda fixa domésticos também trazem riscos de grande instabilidade. A volatilidade desses mercados é maior que a apresentada pelas bolsas de valores, uma vez que estes últimos tem geralmente uma dimensão muito pequena. Sendo assim, vendas potenciais dos investidores estrangeiros reduziriam significativamente os preços dos títulos, implicando efeitos riqueza e sobre os outros segmentos do mercado financeiro se existe uma forte integração financeira (conglomerados financeiros). Em suma, **uma menor abertura do mercado financeiro doméstico para não-residentes reduz o risco de crise cambial num momento de reversão dos fluxos** e, portanto, a vulnerabilidade financeira externa dos países periféricos (Griffith-Jones, 1996).

Segundo Devlin *et alii* (1995), o processo de abertura da conta de capital deve se adaptar à capacidade da economia de absorver e alocar eficientemente os recursos externos. A necessidade de recorrer a regulações diretas dependeria da urgência (entradas abundantes) e do nível de desenvolvimento das políticas fiscais e monetárias. Todavia, dada a dinâmica inerentemente instável do mercado financeiro internacional, no qual movimentos de capitais determinados pela busca de ganhos de curto prazo são predominantes, a necessidade de regular os fluxos mais voláteis coloca-se mesmo no caso dos países centrais. Esses países também estão vulneráveis aos efeitos instabilizantes desses fluxos sobre os mercados cambial e financeiro, como demonstrou as crises do Sistema Monetário Europeu em 1992 e 1993. Até mesmo os organismos multilaterais, como o BIS e inclusive o FMI, têm defendido a adoção de controles.

Essa posição reforçou-se após a crise do México, que explicitou os riscos de propagação de crises cambiais no contexto recente de globalização dos sistemas financeiros e predominância de fluxos de portfólio.

Segundo FMI (1995:9-10),

"As evidências empíricas confirmam que o crescimento dos fluxos brutos de capitais entre fronteiras nos últimos dez anos tornou os mercados de ações e títulos nacionais mais ligados (closely together) e que a transmissão de distúrbios ocorrem numa velocidade mais rápida. Isso foi amplamente demonstrado pelos acontecimentos após a crise do México: em quase todos os mercados foram observados fortes ajustamentos dos preços e um aumento da sua volatilidade assim como do volume negociado. Mesmo em países com sólidos fundamentos, como Singapura e Hong Kong, ocorreram turbulências, não obstante temporárias, nos mercados cambiais".

As velocidade e amplitude da propagação das crises não deriva apenas da maior integração entre os mercados, mas também da lógica de aplicação dos investidores institucionais nos mercados emergentes. A rápida expansão do número de fundos mútuos especializados em mercados emergentes no biênio 1993-94 não implicou uma maior pulverização das aplicações. Esses investidores seguem critérios de risco-retorno e métodos de operação similares. Como os mercados de *securities* e de ações dos países periféricos são pouco desenvolvidos, existe uma tendência de concentração dos investimentos nos mercados maiores e nas emissões que envolvem uma maior captação de recursos. Com isso, diante de perdas em aplicações num país específico, principalmente quando essas compõem grande parte de seus portfólios - como foi o caso do México - os fundos venderam títulos emitidos por empresas ou governos de vários países, especialmente dos latino-americanos, com o objetivo de manter a participação relativa de cada região nos respectivos portfólios. Devido à concentração dos investimentos e à proximidade geográfica, os mercados argentinos e brasileiros foram os mais atingidos pela crise do peso mexicano em dezembro de 1994.

Por último, vale mencionar que não existe um consenso quanto à eficácia dos controles sobre os fluxos de capitais. Alguns analistas, como Mathienson & Rojas-Suarez (1992) argumentam que o contexto de globalização financeira e o desenvolvimento de operações cada vez mais complexas no mercado de capitais internacional possibilitam a sua evasão a custos cada vez menores. No entanto, as afirmações quanto à ineficácia dos

controles de capital são exageradas (Willianson, 1992). A experiência de alguns países latino-americanos e asiáticos indica que os controles são em grande parte efetivos, ao menos no curto prazo (BIS, 1995).

Outro tipo de crítica aos controles de capitais é que implicam custos microeconômicos ao encarecerem as alternativas de financiamento externo para as empresas residentes (Titelman & Uttoff, 1993). Ademais, criam incertezas quanto às futuras regras e regulações, podendo ter impactos negativos sobre as expectativas dos investidores e, inclusive, desestimular a entrada de fluxos financeiros de longo prazo e investimentos externos diretos (BIS, 1995). Porém, os custos microeconômicos de regular os movimentos de capital podem ser mais do que compensados pelos benefícios resultantes de uma maior estabilidade macroeconômica (Zahler, 1992). Os controles garantem a administração da política monetária, evitam o endividamento excessivo e o surgimento de bolhas especulativas.

2.2.2. Segundo nível de abertura financeira

Outra opção de política é o aumento do segundo nível de abertura financeira, isto é, a liberalização das *outward transactions*, que reforça a ponta da demanda no mercado de câmbio. Assim como a redução do primeiro nível de abertura, essa medida reduz os fluxos líquidos de capital, aliviando o uso excessivo da política de esterilização e/ou a apreciação da taxa de câmbio real. Essa opção de política reduz ainda mais a autonomia de política econômica, pois aumenta a substitutibilidade entre ativos domésticos e internacionais⁴⁹.

Os **incentivos à saída de capitais** envolvem, por exemplo, a liberalização dos investimentos em ativos externos por parte dos residentes⁵⁰. Contudo, muitas vezes o aumento desse nível de abertura tem um efeito contrário do esperado - de estimular os investimentos estrangeiros - na medida em que diminui os custos das saídas de capitais provocadas por mudanças nas condições externas ou crises cambiais domésticas (Goldstein & Turner, 1996). Esse efeito foi observado nos países latino-americanos que liberalizaram parcialmente as *outward transactions* na década de 90, como o Chile, a Colômbia e o México. Além disso, o maior retorno das aplicações financeiras nos mercados monetário e nas bolsas de valores desses países acaba tornando inefetivas as medidas de estímulo às aplicações de residentes no exterior (FMI, 1995).

⁴⁹ Uma alternativa de política que tem o mesmo efeito da liberalização das *outward transactions* - de estimular a demanda de divisas - é o aumento da abertura comercial ou, em outros termos, a ampliação da conversibilidade da conta corrente, que inclui a eliminação de limites quantitativos e a redução de tarifas sobre as transações cursadas por essa conta. Essa opção de política foi adotada pela Colômbia, que empreendeu uma das mais rápidas aberturas comerciais dentre os países periféricos, a qual não constituiu uma peça central da estabilização com âncora cambial, mas um instrumento para reduzir os fluxos líquidos de capital (Pellegrini, 1995).

⁵⁰ A Colômbia adotou medidas nesse sentido, autorizando os exportadores a reterem parte da receita no exterior (Pellegrini, 1995).

2.2.3. Terceiro nível de abertura financeira

No âmbito desse nível de abertura financeira, que se refere à conversibilidade interna da moeda, a opção seria estabelecer essa conversibilidade, ou seja, permitir **transações em moeda estrangeira no espaço nacional**, como depósitos no sistema bancário doméstico. Esse nível de abertura também abrange transações denominadas em moeda estrangeira, como a emissão de títulos indexados à variação cambial. No caso dos países periféricos que não possuem moeda conversível, essa opção resulta geralmente numa dolarização progressiva das economias (Akyüz, 1993).

Num regime de taxa de câmbio controlada, a permissão de relações de débito e crédito em moeda estrangeira no mercado monetário doméstico reduziria a necessidade de troca de dólares pela moeda local e, como decorrência, diminuiria a frequência das intervenções do banco central no mercado de câmbio e a intensidade das operações de esterilização, atenuando o dilema da “trindade impossível” e seus impactos perversos sobre as contas públicas. Nesse sentido, o aumento desse nível de abertura constitui uma alternativa à adoção de controles sobre os fluxos de capitais. Entretanto, essas duas opções de política têm implicações praticamente opostas sobre a autonomia da gestão macroeconômica e sobre o tipo de inserção financeira externa, envolvendo uma decisão mais estrutural sobre a natureza desta inserção.

Uma redução do primeiro nível de abertura amplia os graus de liberdade da política macroeconômica, reduzindo os impactos perversos dos fluxos de curto prazo sobre a evolução dos preços-chave e ampliando a capacidade da política monetária de defender a paridade cambial num contexto de ataques especulativos dos investidores estrangeiros. Da mesma forma, aumenta a autonomia da gestão das taxas de juros, que podem ser manejadas com o objetivo de administrar a demanda agregada doméstica, sem provocar uma entrada significativa de capitais externos.

Já a opção de ampliar o terceiro nível de abertura implica uma redução ainda maior da autonomia de política econômica, pois aumenta o grau de substitutibilidade entre ativos e passivos domésticos e externos (Akyüz 1992). Uma maior participação de passivos e ativos bancários denominados ou realizados em moeda estrangeira amplia a vulnerabili-

dade frente a mudanças nas condições financeiras internacionais. Ou seja, apesar de amenizar o problema fiscal, essa alternativa de política não atinge a outra consequência de uma diminuição do primeiro nível de abertura: a redução da vulnerabilidade externa.

Quanto maior o grau de conversibilidade interna vigente, maiores serão esses impactos adversos. O caso limite é a adoção de um regime de *currency board* com conversibilidade interna como o vigente na Argentina após o Plano Cavallo. Nesse caso, ocorre uma perda praticamente absoluta da autonomia da gestão macroeconômica uma vez que a taxa de câmbio é fixada por lei e a base monetária determinada pela variação das reservas. A entrada de capitais não influi nas políticas cambial e monetária e, portanto, não se traduz num aumento da dívida pública, mas na expansão dos depósitos em dólares nos bancos, livremente conversíveis em moeda local (Tavares, 1993). Esse regime torna a economia totalmente vulnerável à instabilidade cambial e financeira característica da dinâmica atual do mercado financeiro internacional, constituindo o tipo de inserção financeira internacional que magnifica a fragilidade financeira externa inerente às economias periféricas.

O aumento da conversibilidade interna também é compatível com regimes cambial-monetários mais flexíveis, com taxa de câmbio controlada e não necessariamente fixas, e sem a vinculação entre reservas internacionais e base monetária. Nesse caso, podem ser autorizados depósitos em moeda estrangeira para o público em geral ou apenas pelos exportadores e investidores externos (associados a empréstimos de curto prazo e fundos de investimento), agentes responsáveis pela internalização do fluxo de divisas⁵¹. Com isso, é criado um mecanismo que permite a circulação desse fluxo dentro do setor privado doméstico, sem afetar as contas do governo. A autorização de posições compradas em moeda estrangeira por essas instituições também constitui uma medida referente à conversibilidade interna. Quanto maior o limite dessas posições, maior a capacidade dos bancos de realizarem ataques especulativos contra a moeda nacional.

No caso de conversibilidade interna, os bancos adquirem capacidade de expandir o crédito em moeda estrangeira, independentemente do controle da autoridade monetária, o que pode ter efeitos expansionistas indesejados sobre a demanda agregada. Assim, o ob-

⁵¹ Esse tipo de solução já foi proposta no Brasil. Retomaremos essa questão no capítulo 3; ver Bacha (1995).

jetivo da intervenção esterilizadora de manter o controle das taxas de juros e de câmbio e evitar uma expansão excessiva da demanda agregada não seria atingido. Alguns instrumentos podem ser acionados para conter o crescimento dos empréstimos em moeda estrangeira, como a imposição de compulsórios sobre os depósitos e créditos em dólares. A imposição de controles sobre os empréstimos concedidos em moeda estrangeira também é fundamental para reduzir o risco cambial a que ficam expostos os bancos e os tomadores domésticos.

Os efeitos potencialmente perversos da dolarização dos sistemas financeiros dos países periféricos aumentam quando esses empréstimos são concedidos para os setores não-comercializáveis, como serviços e construção civil, ou financiam a expansão do consumo. Esses sistemas ficam totalmente vulneráveis à reversão potencial dos fluxos e às desvalorizações cambiais, provocados por fatores exógenos - como aumento da taxa de juros internacional - ou pela deterioração da confiança dos residentes e não-residentes na capacidade da autoridade monetária sustentar a paridade cambial. Ou seja, cria-se um vínculo direto entre o comportamento dos fluxos e o nível de taxa de câmbio, a solvência dos agentes econômicos domésticos não-financeiros e, assim, o sistema bancário (BIS, 1995 e 1996).

Existe uma associação direta entre a abertura financeira e a absorção de fluxos de capitais e as crises bancárias recentes dos países periféricos. Segundo Goldstein & Turner (1996), as economias emergentes que receberam os maiores volumes de recursos externos foram as que registraram um maior crescimento dos respectivos sistemas bancários, que expandiram excessivamente o crédito durante a fase ascendente do ciclo de negócios. Os autores ressaltam que uma das causas dessas crises é exatamente a volatilidade nas taxas de juros internacionais e seus efeitos sobre os fluxos de capitais. Ademais, as apreciações cambiais, provocadas pelos próprios fluxos, precedem, em geral, as crises bancárias (Kaminsky & Reinhart, 1995). Por um lado, têm efeitos adversos sobre a rentabilidade do setor exportador. Por outro lado, as taxas de juros domésticas elevadas associadas à apreciação real da moeda nacional ou à deflação, estimulam a dolarização dos passivos, ampliando o risco cambial.

No México, os passivos bancários denominados em dólares passaram de 89 bilhões de pesos em dezembro de 1993 para 174 bilhões em dezembro de 1994. Além disso, no momento da crise cambial, 60% dos passivos financeiros das empresas mexicanas de médio e grande porte estavam denominadas em moeda estrangeira, ao mesmo tempo que as vendas externas não atingiam 10% das vendas totais. Com isso, os instrumentos tradicionais de política para conter/minimizar uma crise cambial, como aumento da taxa de juros e desvalorização cambial, perdem sua eficácia, pois acabam agravando a situação financeira dos bancos e das empresas (Goldstein & Turner, 1996).

No caso dos recursos externos serem direcionados para investimento em setores comercializáveis - exportadores ou substituidores de importações - o aumento da fragilidade financeira dos bancos e o impacto sobre a inadimplência dos devedores é menor. Além do menor risco cambial, já que tanto o passivo quanto o ativo desses últimos estão na mesma moeda, o investimento nesses setores amplia a capacidade futura de geração ou economia de divisas, atenuando o problema do descasamento de moeda e da capacidade de pagamento da dívida.

O terceiro nível de abertura financeira também abrange, além das transações realizadas em moeda estrangeira, **transações denominadas em moeda estrangeira**, como a emissão de títulos com cláusula de variação cambial. A participação desses nos sistemas financeiros latino-americanos tem aumentado, movimento que geralmente acompanha a abertura do mercado de renda fixa para os investidores estrangeiros (primeiro nível de abertura financeira). A demanda por esses títulos é elevada, já que não implicam risco cambial, o qual é absorvido pelo emissor doméstico. Como na maioria dos países latino-americanos o mercado de renda fixa é dominado pelos títulos governamentais - do tesouro ou do banco central - é principalmente nesse segmento que os papéis indexados ao dólar predominam.

Enquanto a taxa de câmbio está valorizada, o que é típico dos programas de estabilização com âncora cambial, esse tipo de instrumento constitui uma forma de financiamento barata para os governos locais. Entretanto, a própria apreciação cambial pode inviabilizar esses programas, pois existem limites para o déficit em conta corrente que os capitais de curto prazo aceitam financiar, como mostrou a crise do México no final de

1994 (BIS, 1995). As expectativas de desvalorização geram reversão dos fluxos e ameaçam a sustentabilidade da estabilização.

A experiência mexicana também ilustra os efeitos negativos da abertura do mercado de dívida pública para investidores estrangeiros. Esse mercado tornou-se totalmente aberto à entrada de não-residentes na década de noventa. Até o início da 1994, os principais títulos eram os *Cetes*, que não possuem cláusula de correção cambial. Após fevereiro de 1994, com o aumento da taxa de juros norte-americana, um déficit em conta corrente em torno de US\$30 bilhões de dólares e os conflitos na região de *Xiapas*, o prêmio exigido por esses investidores aumentou substancialmente, forçando a alta da taxa de juros daqueles títulos. Para evitar a elevação significativa do custo de rolagem da dívida pública, o governo mexicano passou a oferecer os *Tesobonos* aos investidores estrangeiros e domésticos. O estoque desses títulos atingiu R\$62,7 bilhões de novos pesos em agosto de 1994 contra 4,5 bilhões em dezembro de 1993, sendo que 80% dos *Tesobonos* fora do sistema bancário estava nas mãos de não-residentes (Goldestein & Turner, 1996). Essa substituição progressiva dos *Cetes* pelos *Tesobonos* reduziu no curto prazo esse custo, pois a taxa de juros desses últimos não precisava embutir o risco cambial. Mas, por outro lado, aumentou a vulnerabilidade das contas públicas e do balanço de pagamentos a mudanças na direção dos fluxos de capitais.

O endividamento securitizado de curto prazo gera a necessidade de pagar os juros e o principal num curto período de tempo e, com isso, se estabelecem vínculos estreitos entre a evolução das contas externas, a situação fiscal e o sistema financeiro doméstico. Como consequência, a crise cambial se desdobra em crise bancária e crise fiscal, como foi observado no México. Com a crise cambial no final de 1994, o setor público deparou-se com a necessidade de refinarçar um volume elevado de dívidas de curto prazo denominadas dólares que, devido à desvalorização cambial, tiveram seu valor em moeda nacional ampliado.

Os desdobramentos da crise cambial sobre o setor público, o sistema financeiro e o setor real, dependerão do volume e da composição das reservas cambiais e do tamanho do desequilíbrio externo. Um nível elevado de reservas constitui um importante instrumento para tentar manter a paridade cambial. No entanto, quando esse nível é reduzido ou insu-

ficiente frente à dimensão da fuga de capitais, as opções de política são a própria desvalorização cambial e/ou a adoção de uma política monetária extremamente restritiva. O Banco Central Mexicano não conseguiu conter a crise cambial e teve que optar pela flutuação do câmbio.

Além disso, o aumento da taxa de juros interna como mecanismo de defender a moeda nacional e conter a fuga de capital tem impactos negativos sobre os setores reais e financeiros. O aumento da inadimplência, agravado pela queda do nível de atividade, deteriora ainda mais a situação financeira dos bancos, já fragilizada pela desvalorização cambial. A restrição monetária doméstica atinge os agentes que atuavam no setor dolarizado, mas também pode afetar os que dependiam de recursos com fontes internas. Nesse caso, o impacto negativo depende dos termos dos contratos. Quando os empréstimos são concedidos a taxas de juros fixas, os devedores são beneficiados e o custo do ajuste é absorvido pelos bancos.

Em suma, a abertura do mercado de renda fixa para investidores estrangeiros somada à emissão de títulos com cláusula de correção cambial, num contexto de valorização cambial e déficits em conta corrente elevados, constitui uma alternativa de gestão dos fluxos de capitais que amplia a vulnerabilidade externa dos países periféricos.

2.3. Conclusão

Cada uma das opções de política analisadas acima - envolvendo a combinação da gestão macroeconômica dos fluxos e de medidas relativas à abertura financeira - tem impactos diferenciados sobre as economias. Em relação à gestão macroeconômica, a **primeira opção** é a adoção de um regime de câmbio flexível. Nesse caso, os efeitos dos fluxos concentram-se sobre o desempenho da balança comercial, e o sistema financeiro interno é isolado, já que a oferta monetária é independente dos resultados do balanço de pagamentos. Contudo, essa opção foi descartada pela maioria dos países latino-americanos devido aos efeitos deletérios dos fluxos de capitais em termos de apreciação e volatilidade da taxa de câmbio.

Na **segunda opção** - intervenção não-esterilizadora - os impactos dos fluxos concentram-se sobre o comportamento da demanda agregada e do crédito doméstico, o qual resultará num segundo momento na geração de déficits comerciais e na apreciação real do câmbio (decorrente da não-convergência entre as taxas de inflação doméstica e internacional). Na **terceira opção** - a intervenção esterilizadora - a tentativa de isolar a economia dos efeitos dos fluxos externos sobre as variáveis reais e financeiras acaba gerando impactos negativos sobre a evolução das contas públicas, mas constitui a gestão macroeconômica menos receptiva aos fluxos. A eficácia relativa dessa opção de política explicitou suas vantagens após a crise do México em 1994, quando os países menos atingidos - Chile e Colômbia - foram exatamente os que haviam optado por essa política e, por isso, eram menos vulneráveis às mudanças no cenário financeiro externo. O México, epicentro da crise, e, principalmente, a Argentina, o país mais atingido pelos seus desdobramentos, haviam optado por uma gestão mais receptiva aos fluxos de capitais.

Ao determinar impactos macroeconômicos diferenciados - sobre a evolução da demanda agregada, do nível de atividade, do crédito doméstico e dos preços chave - a **gestão macroeconômica adotada** resulta em diferentes graus de receptividade da economia ao ingresso de recursos externos. Assim, **determina distintos graus de vulnerabilidade** dos países latino-americanos ao fluxos recentes de capitais.

O grau de abertura financeira - terceiro nível de intervenção - também constitui um condicionante fundamental dessa vulnerabilidade. Os países que optaram por níveis mais elevados de abertura financeira e por uma pequena ou nula regulação dos fluxos de curto prazo estão muito mais vulneráveis ao contexto atual de globalização financeira e predomínio das finanças especulativas do que os países nos quais o grau de abertura é menor.

A imposição de controles sobre os fluxos constitui um dos instrumentos disponíveis para ampliar a eficácia da gestão macroeconômica e reduzir a vulnerabilidade dos países periféricos frente à reversão potencial dos recursos voláteis, pois diminui a amplitude dos movimentos especulativos dos investidores externos contra a moeda nacional. Contudo, além de ampliar os graus de liberdade da gestão macroeconômica no curto prazo, um menor grau de liberalização das *inward transactions* e, principalmente, das transações em moeda estrangeira no espaço nacional, constitui uma opção mais estrutural de política em relação ao tipo de inserção financeira externa. Como vimos acima, uma elevada participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros domésticos, principalmente num contexto de conversibilidade interna da moeda, amplia os efeitos potencialmente perversos dos fluxos voláteis sobre os setores financeiro e real, diminuindo a autonomia da política econômica e ampliando a vulnerabilidade externa.

A experiência dos países latino-americanos na década de noventa indica que a intervenção esterilizadora é eficaz apenas no sentido de adiar e reduzir a intensidade dos impactos dos fluxos de capitais externos sobre a economia, e não de isolá-la completamente dos seus efeitos (Cepal, 1994). Ou seja, diante da "trindade impossível", é inevitável a ocorrência de alguma valorização cambial, de déficits comerciais e de impactos sobre o sistema financeiro local. Os países que optaram por uma gestão mais cautelosa dos fluxos, acabaram recorrendo a ajustes no primeiro nível de abertura financeira para ampliar a autonomia desta política. Quanto mais intensa a utilização de medidas de âmbito regulatório, que restrinjam ou desestimulem os fluxos, maior será o isolamento e, assim, menor a vulnerabilidade a sua potencial reversão.

Nesse sentido, vale ressaltar as conclusões de Montiel (1996), que analisou as respostas de política de 14 países com mercados emergentes, que receberam 70% do investimento direto e portfólio estrangeiro direcionado para países em desenvolvimento no pe-

riodo 1989-93. Segundo o autor, os controles e taxas sobre os fluxos de capitais - como restrições quantitativas sobre os empréstimos externos, imposição de depósitos compulsórios não remunerados sobre os passivos externos dos bancos - contribuem para reduzir os influxos, enquanto a eliminação das restrições à saída de capital muitas vezes têm o efeito contrário, de atrair mais capitais externos. As operações de esterilização em larga escala são eficientes em restringir o crescimento da base monetária, mas menos efetivas em isolar o mercado de ativos das influências externas. Por último, os países que permitiram alguma flexibilidade para a taxa de câmbio e mantiveram políticas fiscal e monetária restritivas tiveram menor apreciação cambial e *booms* de consumo, fatores que ampliaram a vulnerabilidade do México a crises financeiras.

As **características estruturais** dos países latino-americanos também os tornam mais vulneráveis à nova lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais e dos fluxos recentes de capitais, comparativamente aos países centrais. Estes países não possuem moedas fortes e, por isso, são muito mais vulneráveis a choques externos de preços e de juros e aos movimentos internacionais de capitais, além de terem uma capacidade reduzida de influenciar o movimento desses recursos através da política macroeconômica.

A maior vulnerabilidade externa também está associada às características estruturais dessas economias, dentre as quais destaca-se a **estrutura do comércio exterior**. Em primeiro lugar, a pauta exportadora é pouco diversificada e concentrada em produtos primários e/ou *commodities* (agrícolas e/ou industriais), cujos preços estão sujeitos a flutuações mais intensas decorrentes de mudanças climáticas ou do comportamento da demanda nos países centrais - ou seja, a fatores externos, fora do controle das autoridades econômicas domésticas. Em segundo lugar, a pauta importadora é estruturalmente deficitária em produtos de alto valor agregado e elevado conteúdo tecnológico. Quanto menos diversificada e dinâmica for a capacidade exportadora, maior será o custo do ajustamento externo. As características dos novos fluxos - mais líquidos e assim mais voláteis - acentuam a velocidade de ajuste da conta de capital e, nesse sentido, aumentam o custo deste ajustamento.

Em segundo lugar, a **estrutura financeira** dos países periféricos também amplia sua vulnerabilidade externa. Nesses países, não ocorreu a formação de sistemas financeiros

robustos, ancorados no mercado de crédito ou de capitais (Zysman, 1983). Historicamente, a oferta de crédito de longo prazo dependeu da ação do Estado, através da formação de fundos de poupança forçada, e da absorção de recursos externos. A fragilidade financeira estrutural do sistema financeiro privado persiste até o momento e não foi superada após a adoção das reformas neoliberais.

Segundo Goldstein & Turner (1996), nos últimos quinze anos as crises bancárias nas economias emergentes foram mais severas - com custos superiores a 10% do PIB e em alguns casos em torno de 25% do PIB - que as ocorridas nos países centrais. Os riscos de descasamento de prazos são mais elevados, pois os depósitos concentram-se no curto prazo. Além disso, além de operarem o sistema de pagamentos, as instituições bancárias detêm a maior parte dos ativos financeiros e são as principais compradoras de títulos públicos. Outra fragilidade da maioria dos sistemas financeiros periféricos é a inexistência de procedimentos de *disclosure* e sistemas de supervisão e regulamentação eficientes, que estabeleçam regras rígidas quanto à formação de provisões contra devedores duvidosos, à volatilidade dos ativos e à exposição máxima em relação a um único devedor. Os bancos nas economias emergentes não possuem em geral *risk-based capital ratios* maiores que as existentes nos países centrais apesar de seu ambiente mais instável⁵².

As crises bancárias recentes também estão associadas à própria liberalização financeira doméstica. Além da maior volatilidade das taxas de juros após a eliminação dos controles, a redução dos requerimentos de reservas aumenta a capacidade de empréstimo, permitindo aos bancos acomodarem uma demanda de crédito mais elevada. Ademais, a entrada de novos competidores induz os bancos a se engajarem em atividades de maior riscos, o que pode resultar no aumento dos créditos em atraso e liquidação. A maior fragilidade dos sistemas financeiros dos países periféricos também reduz os graus de liberdade da Autoridade Monetária numa crise cambial, pois a elevação da taxa de juros, um dos instrumentos para deter a fuga de capitais, aumentaria ainda mais essa fragilidade.

⁵² Vale mencionar duas exceções a essas características gerais. Em primeiro lugar, o Chile, que estabeleceu um sistema de supervisão e regulamentação dos bancos na primeira metade da década de oitenta, o qual serviu como modelo para a reformulação das regras de supervisão bancárias nos EUA no final da década passada. Em segundo lugar, a Argentina estabeleceu uma *risk-based capital ratio* maior que a determinada pelo acordo de Basileia, de 8%.

3. A ABERTURA FINANCEIRA DO BRASIL NA DÉCADA DE NOVENTA

A implementação das reformas liberais no Brasil não seguiu a sequência recomendada pelo Consenso de Washington (ver seção 1.1). O avanço da liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos ocorreu previamente à estabilização macroeconômica - num contexto de taxas de inflação elevadas e desajuste fiscal e, simultaneamente à abertura comercial. De forma geral, os países latino-americanos não seguiram as recomendações do Consenso. Os programas de ajuste tiveram ritmos e sequências diferentes, condicionados pelas situações macroeconômicas iniciais, pelo tipo de estabilização adotada e pelas especificidades estruturais de cada economia.

No Brasil, a inversão da ordem entre estabilização e reformas estruturais explicitou-se com a adoção do Plano Real. Por um lado, a estabilização ancorada no câmbio foi possível devido ao nível elevado de reservas, acumulado após o avanço da abertura financeira. Por outro, a rápida redução do patamar inflacionário está associada à pressão competitiva exercida pelas importações, viabilizada pela abertura comercial.

Em relação à liberalização e desregulamentação financeira interna, apesar da inexistência de "repressão financeira" - como controle das taxas de juros e direcionamento seletivo do crédito - que foram praticamente eliminados ao longo da década de 80 - o mercado financeiro doméstico continua apresentando fragilidades institucionais que não foram superadas previamente à abertura financeira (Ferreira, 1995). Contudo, o sistema financeiro brasileiro apresenta um grau de aprofundamento elevado relativamente aos demais países em mesmo estágio de desenvolvimento. As principais deficiências referem-se à necessidade de aperfeiçoamento da base institucional do mercado de capitais (*disclosure*, aperfeiçoamento dos processos de *clearing*, etc) e dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias. Em relação a esses mecanismos, vários avanços ocorreram no biênio 1994-95, após a crise bancária desencadeada pela intervenção no Banco Econômico. Em novembro de 1994, além da criação do Proer (Programa de Ajuste e Reestruturação do Sistema Bancário) e da instituição do seguro-depósito no valor de R\$20 mil, também foi editada uma medida provisória (MP nº 1.812) que permite à Autoridade Monetária

intervir em bancos com problemas de liquidez e solvência e saneá-los⁵³ (Fundap/Iesp, 1995).

Nesse capítulo, serão descritas e analisadas as mudanças estruturais no marco regulatório que viabilizaram a ampliação da integração financeira com o exterior e os ajustes de curto prazo na abertura financeira, relacionados com a gestão de curto prazo dos fluxos.

⁵³ Em 1997 o Bacen deve implementar um sistema de classificação do risco de crédito (*rating*) das grandes empresas, para orientar a constituição de reservas contra devedores duvidosos. Até agora, as reservas são feitas apenas após um determinado período de atraso dos pagamentos.

3.1. A liberalização das *inward transactions*

A estratégia econômica adotada pelo governo Collor (1990 até setembro de 1992) seguiu, em linhas gerais, as recomendações dos organismos multilaterais consolidadas no chamado "Consenso de Washington" (ver capítulo 1). A inserção externa da economia brasileira sofreu mudanças significativas ao longo da gestão Collor. O processo de liberalização comercial foi praticamente concluído, restando apenas mais uma etapa de redução das alíquotas a ser efetuada no governo seguinte. Quanto à abertura financeira, foi promovida uma verdadeira revolução no marco institucional referente aos fluxos financeiros com o exterior.

Nesta gestão, ocorreram mudanças significativas no que diz respeito ao primeiro nível de abertura financeira. A liberalização das *inward transactions* envolveu a redução das barreiras até então existentes à entrada de investidores estrangeiros no mercado de ações doméstico e a ampliação do acesso de residentes às fontes externas de financiamento. Os dois movimentos, que viabilizaram investimentos de portfólio estrangeiro em títulos e ações emitidos por instituições residentes, intensificaram-se a partir de meados de 1991, na gestão Marcílio Moreira, quando a orientação liberal da política econômica foi reforçada.

O sentido mais geral dessas mudanças foi a adaptação da legislação doméstica às transformações em curso no sistema financeiro internacional desde a década de oitenta, que alteraram a natureza dos fluxos globais de capitais e, conseqüentemente, dos fluxos financeiros direcionados para os países periféricos. Pode-se afirmar que as mudanças no marco regulatório referentes aos fluxos financeiros com o exterior viabilizaram a reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional, no qual os investimentos de portfólio são atualmente dominantes.

3.1.1. Captação de recursos externos

A ampliação do primeiro nível de abertura financeira no que diz respeito à colocação de títulos de dívida direta teve início em 1990 com a permissão de emissão de *Commercial Papers* por parte das instituições financeiras brasileiras (Resolução nº1.743 de 31/07/90). Desde então, a legislação foi alterada tanto no sentido de ampliar o leque de instrumentos financeiros à disposição destas instituições e de empresas não-financeiras para a captação de recursos no mercado financeiro internacional, quanto de alterar a atratividade desta modalidade de empréstimo em moeda através da modificação dos prazos mínimos de captação e da tributação incidente.

Em relação a esse último movimento, no momento inicial de retorno do país ao mercado internacional de capitais, em 1991, a legislação tornou-se bastante favorável à colocação de papéis no exterior ao isentá-la de Imposto de Renda sobre os juros e demais custos associados, desde que com prazo superior a 2 anos (Resolução nº1847 de 31/07/91). Contudo, a despeito da redução dos controles quantitativos e da taxação sobre os fluxos de capitais constituir uma das peças centrais dos programas de ajuste neoliberais, as alterações nos prazos mínimos de amortização e renovação e da tributação incidentes sobre a colocação de papéis no exterior não seguiram uma tendência de redução progressiva no período, mas foram condicionadas por impasses de curto prazo na condução da política econômica.

Esse movimento esteve subordinado à gestão macroeconômica e à volatilidade dos fluxos de capitais. Por um lado, quando a intensificação da entrada de capitais tornou-se uma ameaça à estabilização econômica - controle da inflação e/ou equilíbrio do balanço de pagamentos - foram acionados mecanismos para desestimular as entradas de divisas. Por outro lado, a reversão dessas entradas, num contexto de déficits em conta corrente, como no início de 1995, exigiu um retorno à tendência de avanço da abertura, mas que é apenas conjuntural, até o novo ciclo de abundância de recursos externos (ver seção 3.3).

Quanto ao primeiro movimento - ampliação do leque de instrumentos de dívida direta disponíveis - não se verificou nenhuma reversão de tendência no período. Pode-se afirmar que as mudanças atuais na legislação referentes à colocação de papéis no exterior

tiveram como objetivo adequar o marco regulatório doméstico ao novo modelo de financiamento internacional, ancorado na securitização das dívidas e na dissolução das fronteiras entre os segmentos de renda fixa e variável e entre os mercados de crédito e de capitais (dívida “indireta” e direta, respectivamente), que resultaram no surgimento de novos instrumentos, como títulos e debêntures conversíveis em ações e empréstimos conversíveis em títulos (Ferreira & Freitas, 1990 e Ferreira, 1995).

É importante mencionar que a possibilidade de empresas não-financeiras residentes no Brasil captarem recursos externos através da emissão de títulos no exterior já vigorava desde a década de 60. A Lei 4.131 de 1962 regulamenta tanto o endividamento externo indireto (empréstimos bancários) quanto direto (naquele momento, emissão de euronotas e eurobônus, os instrumentos então disponíveis) destas empresas. Contudo, na década de setenta os empréstimos bancários eram a modalidade de crédito externo mais barata e abundante. O financiamento através da emissão de títulos era caro devido à escassez de demanda, uma vez que os agentes líquidos - principalmente os países da OPEP -, aplicavam seus recursos em depósitos bancários no euromercado. Como vimos no capítulo 1, a expansão do mercado internacional de *securities* ocorre ao longo dos anos 80, sendo que apenas na década de 90 esse mercado torna-se acessível às instituições dos países periféricos. Ou seja, apesar de viável em termos legais, a emissão de euronotas e eurobônus no mercado internacional tornou-se uma opção de financiamento para as empresas brasileiras com custos relativamente baixos - em relação às fontes de financiamento interno e aos empréstimos bancários externos - apenas na presente década, com o reingresso no mercado internacional de capitais⁵⁴.

O intenso afluxo de recursos externos na economia brasileira desde 1991 através da colocação de títulos de dívida direta no mercado internacional de capitais está associado a condicionantes de ordem mais geral, exógenos ao país, mas os fatores de ordem interna, como as mudanças no marco regulatório subjacentes à abertura financeira, descritas nesse capítulo, e a gestão macroeconômica, que será analisada no capítulo 4, também foram importantes no sentido de viabilizar e estimular este movimento.

⁵⁴ O setor público - estatais, governo federal e BNDES - captou recursos via colocação de bônus e notas na década na década de 70, dentro da estratégia de financiar o déficit do balanço de pagamentos (processo de estatização da dívida). Para maiores detalhes ver Gomes (1993).

Modalidades de títulos emitidos por instituições residentes no exterior

Desde 1990, o Banco Central autorizou a emissão dos seguintes instrumentos de dívida no mercado financeiro internacional: além dos *Commercial Papers*, os Certificados de Depósito, as *Export Securities* e os Títulos e Debêntures Conversíveis em ações⁵⁵. Em relação aos instrumentos mais convencionais - Eurobônus e *Fixed e Floating Rates Notes* - sua emissão pelas empresas residentes já era permitida desde a década 60, para os dois primeiros instrumentos, e após a década de 70, para as *Floating rates notes*⁵⁶. No quadro 1 são sintetizadas as principais características de cada um destes instrumentos.

A mudança fundamental introduzida pela Resolução nº 1.835 do CMN de 31/07/91 foi facultar a emissão destes instrumentos às instituições financeiras "nos termos e nos fins previstos pela Resolução 63 de 21/08/67", ou seja, os recursos captados devem servir de *funding* para empréstimos domésticos às empresas corrigidos pela variação do dólar comercial. Além disso, sua atratividade aumentou com a redução em 100% do valor do Imposto de Renda incidente sobre remessas de juros, comissões e despesas decorrentes das colocações destes instrumentos no exterior.

A regulamentação dos repasses de recursos captados pelos bancos através da emissão de títulos ao exterior sofreu algumas mudanças no período analisado, em relação aos prazos mínimos desses repasses e às regras de aplicação dos recursos enquanto estes não são repassados aos tomadores domésticos. Essas mudanças visavam alterar a atratividade deste canal de ingresso de recursos externos, tendo efeito semelhante às mudanças na tributação incidente sobre a emissão de títulos no exterior. Pelas regras iniciais, os empréstimos podiam ser de no mínimo 30 dias e no máximo de 3 anos e os recursos podiam ser aplicados temporariamente no mercado interbancário de câmbio e em NTN-Cambiais.

⁵⁵ Resoluções nºs 1.809 de 27/03/91, 1.834 de 26/06/91 e 1.848 de 31/7/91 (Andima, 1994)

⁵⁶ A utilização de taxas de juros flutuantes torna-se uma prática predominante no mercado internacional de capitais na década de 70, como uma forma de neutralizar a maior instabilidade do câmbio e dos juros vigente após o colapso do sistema de Bretton Woods. Para maiores detalhes ver Ferreira e Freitas (1990).

Quadro 1. Instrumentos de dívida direta utilizados pelas empresas brasileiras

Euronotes são títulos de dívida direta com prazo de maturação de 1 a 5 anos, emitidos a taxa de juros fixa ou flutuante (*fixed e floating rate notes*), denominados geralmente em dólares e vendidos com desconto em relação ao valor de face. Assim, a rentabilidade efetiva do papel acumula o desconto mais o juro em relação a este valor. O retorno é definido pelo número de pontos percentuais acima da rentabilidade dos títulos do Tesouro norte-americano. Os títulos são ao portador, mantidos em custódia e com as transações operadas e liquidadas nas câmaras de compensação europeias. As colocações podem ser públicas - nesse caso são listadas na Bolsa de Luxemburgo - ou privadas - transacionadas em mercado de balcão (*over-the-counter*). Em muitos casos, as euronotes brasileiras foram emitidas com a cláusula de *put option*, que concede ao investidor a opção de resgatar antecipadamente o papel. Esta cláusula constitui, na realidade, um tipo de garantia aos investidores, que contribui na redução do *spread* exigido pelo mercado. As euronotes tornaram-se o instrumento de dívida direta mais utilizado pelas instituições brasileiras a partir de 1992 (Appy *et alii*, 1994). Os termos Eurobônus e Euronotas são utilizados muitas vezes como sinônimos no Brasil. Os bônus são papéis semelhantes às notas, mas têm um prazo maior de maturação, taxas mais baixas e envolvem a captação de um maior volume de recursos (Costa, 1994).

Os **Commercial Papers** brasileiros são notas ao portador de 180 dias, emitidas por bancos e empresas residentes, denominadas em dólares e com rolagem automática de no mínimo 2 anos. Os juros pagos correspondem à *libor* mais um *spread* fixado pelo Banco Central em torno de 0,5% a 0,625% a.a. Este instrumento é totalmente distinto dos *Commercial Papers* existentes no mercado financeiro internacional, os quais são emitidos por empresas não financeiras com prazo inferior a 1 ano, em média 270 dias (Barros & Mendes, 1994). Devido à vantagem fiscal concedida pelo Banco Central a este tipo de instrumento até julho de 1991, várias *notes* foram emitidas com esta denominação para efeito de registro no Bacen. A maioria foi lançada por filiais brasileiras de empresas multinacionais e adquiridas quase em sua totalidade pelas matrizes, constituindo-se, assim, uma forma distorcida de empréstimo intraempresas, o que explica a baixa remuneração desses papéis vis-à-vis aos demais títulos emitidos no mesmo período.

Os **Certificados de Depósito** são instrumentos de captação bancária no exterior, com prazo inferior a um ano, emitidos por agências internacionais de bancos brasileiros. Como os bônus e notes, os CDs são títulos ao portador, negociáveis no mercado secundário. Os recursos captados são utilizados, na maioria das vezes, para financiar o funcionamento daquelas agências (Dantas, 1994).

Os **Títulos e Debêntures conversíveis em ações** são inovações financeiras, desenvolvidas na década de oitenta. Esses títulos são papéis de renda fixa emitidos no mercado internacional de capitais com opção de conversão em papéis de renda variável. O investidor tem a opção de resgatar o principal no vencimento ou converter a dívida em um número predeterminado de ações - de emissão própria do devedor original ou então em ações de outras empresas, mas de propriedade deste devedor. A Circular nº 2/199 de 16/07/92, que regulamenta a emissão destes títulos, também faculta a colocação de *warrants* - opções de compra de ações - no exterior por instituições residentes. Um instrumento que ganhou importância ao longo da década de oitenta são os bônus com *warrants*. Este tipo de papel combina um rendimento fixo com a conversibilidade parcial ou total do título em algum ativo, como ações, *commodities*, índices de bolsas de valores. A parte conversível pode ser negociada separadamente nos mercados secundários (Ferreira, 1995).

As **Export Securities** são títulos de renda fixa com lastro em receitas futuras decorrentes de exportações da empresa emissora ou quaisquer receitas a receber, que ficam depositadas em uma conta de fideicomisso no exterior (*escrow account*). A securitização de exportações constitui uma operação complexa e restrita a empresas que tenham mercados externos cativos. No Brasil esse instrumento tem sido utilizado principalmente por empresas transnacionais exportadoras. Os volumes captados são geralmente elevados (Costa, 1994 e Dantas, 1994). A vantagem dessa modalidade de operação reside na possibilidade de obtenção de um volume substancial de recursos a custo inferior e prazos maiores em relação ao mercado de títulos sem garantias reais, pois o lastro viabiliza a redução do prêmio de risco. Contudo, implica risco de perda de flexibilidade financeira no futuro. A securitização de recebíveis também constitui uma alternativa para tomadores de risco de crédito mais elevado pois a separação de ativos líquidos, seguros e rentáveis de uma empresa, que servem como lastro para a emissão do título, resulta na redução do risco e, assim, viabiliza taxas de juros menores (Ferreira, 1995).

Além dos títulos de renda fixa emitidos no mercado financeiro internacional, outro instrumento de captação de recursos externos são os **Recibos de depósito (*Depositary receipts*)**, que constituem certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários de empresas estrangeiras emitidos e negociados nos mercados norte-americano (ADR) ou europeu (GDR). No Brasil, os ADRs são predominantes. A Resolução nº1.972 de 18/05/92, que regulamentou os investimentos de capitais estrangeiros no País através deste mecanismo, constitui o Anexo V à Resolução nº1.289, que disciplina os investimentos de portfólio estrangeiros no País (ver seção 3.3). O processo de emissão de ADR ou GDR é bastante complexo e envolve, além da empresa emissora das ações, duas instituições financeiras - a custodiante das ações, sediada no país de origem da empresa e a depositária, que emite o DR no exterior. Os *Depositary Receipts* podem ser convertidos nas ações que, nesse caso, devem ser negociadas no país de origem. Esta reversibilidade das operações abre a possibilidade de ganhos de arbitragem por parte do investidor estrangeiro, obtidos a partir da diferença entre o preço do DR no exterior e da ação no mercado local. Os proprietários de DR também têm direito aos dividendos e bonificações associados às ações representativas.

Do ponto de vista cambial, a compra de ADR ou entrada de investidores nas bolsas de valores locais (Anexo II e IV, ver seção 3.2) têm o mesmo impacto positivo sobre as reservas internacionais do País. Mas, o Anexo V, ao contrário da compra direta de ações no mercado doméstico, tem um efeito negativo sobre as bolsas de valores locais ao permitir a negociação destes títulos no exterior, deslocando uma oferta potencial de recursos

externos para o mercado acionário americano. No entanto, para o investidor estrangeiro o Anexo V oferece várias vantagens. Além de não envolver risco cambial e país, este investidor está mais habituado com o mercado de seu país de origem em termos de procedimentos operacionais e prazos de liquidação. Segundo Ferreira (1995:144), *“Um dos aspectos mais importantes no processo de concorrência entre as bolsas de valores brasileiras e os mercados de balcão e bolsa nos EUA é a existência de “fazedores de mercado”(market makers), o que estimula o investidor estrangeiro a preferir adquirir ADR em função de sua maior liquidez se comparado com uma aplicação em bolsa no Brasil”*.

Diante dessa competição, alguns analistas têm proposto a intensificação da abertura das bolsas de valores domésticas, como a permissão de investimentos por parte de pessoas físicas e a simplificação dos procedimentos de registro junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em 1996, foram criados os *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), que permitem a negociação de ações de empresas não-residentes nas bolsas de valores locais, medida que constitui um passo importante na internacionalização do mercado de ações doméstico.

Quadro 2. Programas de ADR existentes no Brasil

Os programas de nível I e II não envolvem a captação de fundos mediante oferta pública de valores mobiliários do emissor, ou seja, são representativos de ações já negociadas nas bolsas de valores do país de origem. A diferença entre estas duas categorias de ADR refere-se ao mercado em que são negociados. Enquanto os ADR de Nível I são negociados em mercados de balcão, os de nível II são listados nas bolsas de valores norte-americanas ou no *Nasdaq* (mercado de cotação eletrônica de valores mobiliários)⁵⁷ e envolve maiores exigências de *disclosure*. Até 1996, a maior parte da emissão de ADR por empresas brasileiras foi de nível I, em função das menores exigências envolvidas e do menor custo, pois não requer o *underwriting*. Apesar de não possibilitar captação de capital de terceiros, esse tipo de ADR torna a empresa mais conhecida no mercado externo e amplia a liquidez de suas ações. Como os demais títulos emitidos no exterior, a emissão deste tipo de ADR implica em entrada líquida de divisas no país, tendo impactos positivos sobre as contas externas, apesar de não envolver obtenção líquida de recursos pela empresa emissora e, assim, não alterar sobre sua estrutura de endividamento.

Apenas o ADR de nível III envolve uma oferta pública de valores mobiliários nos EUA - emissões primárias de ações - representando levantamento de capital adicional por parte da firma. Neste caso, é necessário o registro de tais valores junto à SEC (*Securities Exchange Commission*) nos termos dos Atos de 1933 e 1994, que regulamentam o mercado de capitais norte-americano, o que exige a adequação aos princípios de contabilidade vigentes nos EUA e elaboração de relatórios abrangentes sobre a natureza do negócio e a situação financeira da empresa emissora. Com isso, esse tipo de ADR demanda um maior período de tempo para ser implementado e envolve maiores custos que os programas de nível I e II (custos relacionados ao *underwriting*, à elaboração dos relatórios e dos balanços de acordo com a *United Accepted Accounting Principles*). Mas, do ponto de vista da empresa emissora, este mecanismo de financiamento abre a possibilidade de captação de um grande volume de recursos através da emissão de ações, dadas as maiores dimensões do mercado de valores norte-americano em termos de volume negociado e número de investidores. Ou seja, este mecanismo amplia as possibilidades de financiamento das empresas brasileiras via mercado de capitais.

Por último, o programa ADR restrito (nível IV) permite ao investidor o levantamento de capital por meio da emissão primária de ações sem a necessidade de registro na SEC e de divulgação constante de informações. Estes programas são estabelecidos de acordo com a Regra 144A. Neste caso, os custos envolvidos são menores, mas a liquidez e negociabilidade dos ADR também se reduzem (Dantas, 1994 e Moreland, 1995).

⁵⁷ Para uma descrição desse mercado, ver Ferreira (1995:147, quadro 3.4).

3.1.2. Entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro

O processo de abertura das bolsas de valores domésticas a investidores estrangeiros teve início em 1975 com a edição do Decreto-lei nº1.401 que instituiu as Sociedades de Investimento de Capital Estrangeiro(SICE)⁵⁸. Esse primeiro passo na internacionalização do mercado secundário de ações brasileiro teve impactos praticamente nulos sobre a entrada de recursos externos devido, principalmente, ao contexto financeiro internacional da segunda metade da década de 70, no qual os empréstimos bancários sindicalizados constituíam a principal fonte de financiamento dos países periféricos. Estas sociedades estavam subordinadas à lei 4.131, que dispõe sobre investimentos estrangeiros no país e estavam sujeitas a um Imposto de Renda de 15% sobre ganhos de capital, além de um imposto suplementar de 15% sobre a remessa dos lucros que excedessem 12% do capital investido. Este último era decrescente com o prazo de permanência dos recursos no país, fixado em no mínimo 2 anos⁵⁹. Em 1982, a legislação foi alterada com a edição do decreto-lei nº1.986, que reduziu a carga fiscal incidente sobre estes recursos. O Imposto de Renda sobre ganho de capital e o imposto suplementar foram eliminados e o prazo mínimo de permanência dos recursos no país foi reduzido para 90 dias (Ferreira, 1995).

Essas medidas não se refletiram em aumento dos investimentos estrangeiros em valores mobiliários brasileiros dada a retração de todas modalidades de investimento e empréstimos externos para os países latino-americanos após a crise da dívida externa, em 1982. Além disso, a predominância dos fluxos de portfólio (ações e títulos de renda fixa) vis-à-vis os empréstimos bancários consolida-se ao longo da década de oitenta nos países centrais e passa a abranger a América Latina apenas no início dos anos noventa, com as mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais (ver seção 1.2.1).

Em 1987, ocorreram modificações importantes na legislação referente às aplicações de estrangeiros no mercado de ações brasileiro. O Conselho Monetário Nacional baixou nesse ano a Resolução 1.289, aprovando os regulamentos que disciplinam o funciona-

⁵⁸ A companhia deve ser administrada por um conselho administrativo ou um *board* de diretores e seu portfólio gerido por uma instituição financeira local. Esse tipo de organização combina características de uma corporação ou parceria, sendo a quantidade de ações possuída por cada investidor ilimitada, podendo ser vendida a qualquer momento.

⁵⁹ A alíquota caía para 12% se o prazo de permanência fosse de 6 a 7 anos, para 10% entre 7 e 8 anos e 8% acima de 8 anos.

mento e a administração das Sociedades de Investimento-Capital Estrangeiro (SICE), já regulamentadas pelo artigo 1401 citado acima, os Fundos de Investimento-Capital Estrangeiro (FICE) e as Cartiras de Títulos de Valores Mobiliários-Capital Estrangeiro (CTVM), Anexos I, II e III a esta resolução, respectivamente. O quadro abaixo sintetiza as características desses Anexos.

Os **FICEs ou Anexo II** são fundos de investimento em títulos e valores mobiliários organizados sob a forma de condomínio aberto (fundo aberto), constituídos no Brasil, cujas cotas podem ser adquiridas apenas por estrangeiros. Esta modalidade de investimento é mais atrativa que as SICEs devido às menores exigências legais envolvidas na sua constituição e administração e da eliminação do período mínimo de permanência no país, mas também está subordinada a critérios de diversificação - no mínimo de 50% do capital deve ser investido em ações emitidas por companhias listadas em bolsa e o restante pode ser investido em títulos governamentais ou outros ativos emitidos por companhias de capital aberto - e sua duração é fixada na constituição do fundo (Pinheiro Neto Advogados, 1992). A criação desses Fundos constituiu um passo importante no processo de abertura financeira da economia brasileira. Até a abertura das bolsas de valores domésticas para investidores institucionais estrangeiros, e 1991, esses fundos constituíam o principal canal de ingresso de recursos externos nas bolsas. Em 1988, 26 fundos estavam em funcionamento, mas o volume de recursos administrados não era significativo.

Enquanto os Anexos I e II (SICE e FICE) regulamentam o investimento de portfólio estrangeiro através de instituições constituídas no país, o Anexo III o regulamenta este investimento através de carteiras de valores mobiliários mantidas no País por fundos criados e com cotas negociadas no exterior. Esta última modalidade de investimento de portfólio constitui os chamados *Country Fund*, que são fundos criados no exterior com o objetivo de investir em mercados emergentes. Cabe ressaltar que o Anexo III permite a entrada no país apenas de fundos fechados, que não podem ampliar o volume de capital captado e também está sujeito a critérios de diversificação: no mínimo 70% deve ser investido em ações emitidas por companhias de capital aberto listadas nas bolsas de valores ou nos mercados de balcão e o restante pode ser investido em títulos governamentais ou outros ativos emitidos pelas Sociedades Anônimas.

A abertura das bolsas de valores e do mercado de renda fixa nos anos 90

Nos últimos anos, ocorreu uma intensa expansão do mercado de ações global, com um aumento significativo da participação dos países periféricos, que passou de 5% em 1988 para 13% do total da capitalização bursátil em 1994 (Grimbert *et alii*, 1995). Entretanto, apenas em 1991 ocorreram avanços substanciais no movimento de abertura das bolsas de valores brasileiras aos investidores estrangeiros. Em maio desse ano, foi criado o **Anexo IV** à Resolução 1289/87, o qual disciplina a constituição e administração de carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros, definidos como fundos de pensão, companhias de seguro, carteira própria de instituições estrangeiras e fundos de ações constituídos no exterior. Esse Anexo acabou absorvendo o Anexo III, pois os *country funds* também são considerados investidores institucionais, e tornou-se a principal modalidade de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores domésticas a partir de então.

O Anexo IV não inclui requerimentos de diversificação e de capital inicial e tem duração indeterminada, sendo isento de tributação sobre ganhos de capital, ao contrário das demais modalidades. Assim, sua instituição significou a flexibilização dos canais de investimentos de portfólio estrangeiro nas bolsas de valores domésticas.

Inicialmente, as alternativas de investimento para os recursos ingressantes via Anexos I, II, III, e IV, temporariamente não destinados a aplicação em valores mobiliários, eram bastante amplas, abrangendo moedas de privatização, instrumentos de renda fixa, inclusive quotas do FAF e fundos de *commodities*, aquisição de debêntures e operações nos mercados de opções e futuros (a partir de junho de 1992). Como veremos na seção 3.3, este amplo leque de instrumentos foi sendo progressivamente reduzido a partir de 1993, com o objetivo de reduzir o ingresso de recursos externos de curtíssimo prazo - estimulado pela alta rentabilidade das aplicações de renda fixa, dado o patamar dos juros domésticos - devido aos seus impactos perversos sobre a gestão macroeconômica.

Simultaneamente à eliminação da possibilidade de direcionar recursos do Anexo IV para o mercado de renda fixa foi criada uma nova modalidade de investimento de portfólio estrangeiro no mercado financeiro doméstico, o **Fundo de Renda Fixa Capital Es-**

trangeiro (FRFCE), destinado à captação de recursos externos para investimentos em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central (mínimo de 35%) e em títulos de renda fixa emitidos por empresas e instituições financeiras sediadas no País, como CDBs e quotas do FAF. Em relação às debêntures, foi facultada a possibilidade de utilização das posições detidas pelos investidores estrangeiros na aquisição de quotas deste Fundo, sem a necessidade de troca cambial, sobre a qual incidiria o novo IOF.

Os FRFCE oferecem aos investidores estrangeiros a possibilidade de investimento em um *mix* de aplicações de renda fixa com elevada rentabilidade, dado o patamar de taxas de juros vigente naquele momento na economia brasileira. Em relação ao direcionamento das aplicações, a demanda por NTN-cambiais é elevada em função do *hedge* cambial oferecido por este título. Quanto aos papéis privados, vale ressaltar o impacto negativo sobre o mercado de debêntures, pois as aplicações em títulos de um mesmo emitente não podem exceder 10% do patrimônio total do fundo.

Com a criação do FRFCE, a rentabilidade das aplicações de estrangeiros em títulos de renda fixa diminuiu significativamente pois esses fundos são tributados com IOF de 5%⁶⁰ - alíquota que é proporcionalmente decrescente ao prazo da aplicação - e Imposto de Renda (o mesmo incidente sobre as aplicações financeiras de residentes) enquanto sobre os recursos do Anexo IV incide apenas um imposto de 15% sobre a renda distribuída aos investidores, ou seja, esses recursos são isentos de tributação sobre ganhos de capital.

Assim, foram instituídos canais independentes de investimento de portfólio estrangeiro nos mercados de renda fixa e variável, com diferentes graus de atratividade de acordo com a tributação incidente. A menor tributação sobre o Anexo IV parece estar vinculada a uma determinada visão sobre as características das duas modalidades de investimento de portfólio estrangeiro - ações e aplicações de renda fixa de curto prazo. A análise das mudanças no marco regulatório referente à abertura financeira na década de noventa sugere que, na opinião das autoridades econômicas os investimentos estrangeiros em ações têm impactos virtuosos sobre as bolsas de valores locais - aumento do volume negociado, da liquidez das ações, do valor de mercado - que acabam estimulando a utilização do

⁶⁰ Esta alíquota sofreu alterações ao longo de 1994/95: passou para 9% em outubro de 1994, retornando para 5% em março de 1995; ver seção 3.3

mercado primário de ações com fonte de financiamento das empresas. Ao que tudo indica, os efeitos potencialmente negativos desses recursos não são considerados. Como argumentamos no capítulo 1, os investimentos estrangeiros em ações também são voláteis e podem ter consequências perversas sobre a instabilidade macroeconômica dos países periféricos.

3.2. A ampliação do segundo e terceiro níveis de abertura financeira

Os primeiros avanços em relação à liberalização das *outward transactions* e à ampliação da conversibilidade interna de moeda iniciaram-se em 1989 no âmbito das transformações institucionais no mercado de câmbio, mais especificamente, da criação do mercado de câmbio flutuante (também conhecido como turismo). Essas transformações viabilizaram o aumento do segundo e o terceiro níveis de abertura financeira e, principalmente, da conversibilidade da conta corrente, que refere-se à inexistência de tarifas e limites quantitativos sobre as transações com bens e serviços não-fatores e transferências unilaterais, e à liberalização e regularização dos pagamentos dos serviços fatores (FMI, 1995a). A liberalização desses pagamentos deve preceder ou ocorrer simultaneamente à liberalização das *inward transactions*, pois dizem respeito a serviços decorrentes da contratação de empréstimos no exterior e/ou de investimentos estrangeiros no país (lucros, juros e dividendos).

A criação do **segmento flutuante** pode ser entendida como o primeiro passo em direção à **liberalização cambial**⁶¹. No novo segmento a taxa de câmbio é livremente pactuada, sendo todas as operações intermediadas por instituições financeiras credenciadas. Como a taxa de câmbio não é fixa, o banco central não precisa utilizar suas reservas para equilibrar a oferta e demanda do mercado, o que torna a gestão dos fluxos com o exterior mais flexível num contexto de escassez de divisas, como o vigente em 1989. Isso possibilitou a elevação dos limites quantitativos de diversas operações que até então cursavam pelo mercado oficial e a ampliação do leque de pagamentos autorizados ao exterior, levando à inclusão de novos itens de despesa e receita no Balanço de Pagamentos oficial. As principais operações que passaram a ser realizadas no flutuante são turismo, transferências unilaterais e investimentos brasileiros no exterior (Pires de Souza, 1993)⁶². Assim, a introdução do segmento flutuante viabilizou a ampliação da conversibilidade da conta

⁶¹ Entre 1989 e 1993 foram regulamentadas 140 resoluções do CMN e circulares do Bacen na área cambial, enquanto no período 1970-87 houve 28 resoluções e circulares; ver Barros e Mendes (1994).

⁶² Como ressalta Pires de Souza (1993), parte do aumento da conversibilidade externa na década de noventa foi um movimento de restauração das regras modificadas no contexto da crise da dívida externa.

corrente e também da conta de capital, pois liberalizou parcialmente as *outward transactions*.

A regulamentação também permitiu que os agentes que tivessem comprado moeda estrangeira no mercado paralelo vendessem essa moeda a instituições credenciadas no segmento flutuante sem se identificar. Com isso, esses valores em moeda estrangeira, anteriormente à margem do mercado de câmbio oficial, passaram a ser registrados no Sistema de Computação do Banco Central (Sisbacen), criando um canal de comunicação entre o mercado flutuante e o paralelo e, assim, uma tendência de nivelamento das cotações entre esses dois segmentos através dos mecanismos de arbitragem. Já nas compras de moeda estrangeira no flutuante, os agentes são obrigados a se identificarem e devem apresentar uma documentação mínima destinada a justificar a necessidade de moeda estrangeira. A ausência da identificação do vendedor constituiu um incentivo ao retorno de capitais brasileiros no exterior e à internalização de recursos ilegais (tráfico de drogas, caixa dois).

Em maio de 1996, o Bacen efetuou a desregulamentação praticamente total do mercado de câmbio flutuante, eliminando a exigência de registro para diversas operações de remessa de dólares ao exterior referentes a serviços não-fatores e fatores. Permanece a exigência de registro apenas para as remessas em espécie acima de US\$10.000. Com isso, as compras de moeda estrangeira no país abaixo desse valor destinadas para viagens ao exterior, despesas com cursos educacionais e tratamentos médicos foram totalmente liberalizadas. Além disso, a transferência de patrimônio (como a compra de imóveis) passará a ser feita sem necessidade de registro no Banco Central. As operações de atualização, aluguel, manutenção e customização de *software*, quando não sujeitas a averbação pelo Instituto Nacional de Política Industrial deixam de ser registrada no Bacen. Essas transações serão acompanhadas pelo Banco Central através do Sisbacen.

As condições de **remessa de divisas pelos não-residentes** também foram flexibilizadas com a criação do novo segmento. As instituições credenciadas pelo Banco Central foram autorizadas a negociar moeda estrangeira com instituições financeiras do exterior, em quantidade ilimitada. Essas transações são efetuadas através de contas correntes mantidas por essas instituições em bancos no Brasil.

No Plano Contábil das Instituições Financeiras já existia a conta-padrão "Depósitos de Domiciliados no exterior", onde são agrupadas as contas individuais dos não-residentes pessoa física e jurídica. No entanto, essa conta estava regulamentada pela Carta Circular nº5 de 1969, segundo a qual a movimentação de saldos em moeda nacional não resultantes de moeda estrangeira antes vendidas pelos não-residentes depende de autorização. Ou seja, existia uma contradição entre o novo regulamento e a carta circular nº 5.

Para resolver esse impasse, o Banco Central alterou o Plano Contábil Padrão incluindo na conta padronizada "Depósitos de Domiciliados no Exterior" uma sub-conta denominada "Contas Livres de Instituições Financeiras - Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes". A movimentação dessa conta **não tem restrições e não se subordina às regras da CC-5**. A partir de então, ficou estabelecido que se o não-residente não é instituição financeira, a compra de moeda estrangeira só pode ser efetuada se o saldo em moeda nacional de sua conta corrente é contrapartida da venda anterior de moeda estrangeira (CC-5); se o não-residente é uma instituição financeira, o saldo em moeda nacional pode ser utilizado para comprar moeda estrangeira sem qualquer restrição (Bacen, 1993).

Com este novo regime, ocorreu uma ampliação sem precedentes da liberdade dos movimentos de capitais, mesmo no caso das pessoas físicas e jurídicas não-financeiras. Essas podem realizar uma remessa ao exterior através de um depósito na conta corrente de uma instituição não-residente⁶³ (Gonçalves, 1995a). Na década de 90 foram introduzidas várias restrições sobre essas operações, com o objetivo inibir sua utilização para remessas ilegais de divisas e para operações de arbitragem com recursos externos (ver seção 3.3). Essa flexibilização das condições de remessa de divisas ampliou o segundo nível de abertura financeira, referente às *outward transactions*. Um passo fundamental nesse sentido foi a criação do Fundo de Investimento no Exterior (FIE) em outubro de 1994, primeiro canal de investimento no mercado financeiro internacional por parte de residentes. Esses fundo deve aplicar no mínimo 60% de seus recursos em títulos da dívida externa brasileira. Vale ressaltar que a instituição do FIE fez parte de um conjunto de medidas adotadas com o objetivo de reduzir o fluxo líquido de divisas, através de restrições ao ingresso de capitais externos e estímulos à demanda por moeda estrangeira.

Em relação à conversibilidade da conta corrente, um movimento importante foi a progressiva flexibilização dos pagamentos relacionados com serviços fatores. Além da eliminação das restrições à remessa de recursos ao exterior referentes às aplicações de portfólio de investidores estrangeiros (Anexo IV), e a título de *royalties* e assistência técnica, foram simplificados os procedimentos para remessas de lucros e dividendos e eliminado, em 1992, o Imposto de Renda suplementar sobre essas remessas (Pires de Souza, 1993).

A liberalização total das transações externas referentes aos serviços fatores dependia também da revogação da centralização cambial⁶⁴, o que ocorreu em várias etapas até a conclusão definitiva do acordo de renegociação da dívida em 1994. As primeiras medidas nessa direção ocorreram em 1991, quando foram liberalizados os pagamentos dos juros e do principal da dívida de médio e longo prazo de responsabilidade dos setores privado e público não-financeiro (incluindo as estatais CVRD e Petrobrás) e revogado o projeto 3 do Acordo de Dívida de 1993, tornando voluntárias as linhas de crédito comercial concedidas pelos bancos privados estrangeiros. O condicionante mais geral da liberalização dos serviços fatores foi o restabelecimento do financiamento voluntário ao país a partir do início dessa década. Nos anos oitenta, o elevado estoque de dívida externa e o contexto de escassez de divisas inviabilizavam essa liberalização (Pires de Souza, 1993). Além disso, como já ressaltamos, é um pré-requisito para a ampliação do primeiro nível de abertura financeira.

Em relação à conversibilidade interna da moeda (terceiro nível de abertura financeira), um avanço ocorreu no início de 1990, com a criação do mercado livre de câmbio, no qual o Bacen deixou de comprar/vender divisas à taxa por ele estipulada⁶⁵. Essa medida tinha como objetivo viabilizar a substituição da política de preços administrados ou de

⁶³ Para uma descrição exaustiva das mudanças introduzidas nas transações dos não-residentes com a criação do segmento flutuante, ver Bacen (1993).

⁶⁴ A centralização cambial, estabelecida no início de 1989 (Resolução nº 1.564 de 16/01/89), determinou que os pagamentos de juros, lucros, dividendos e principal da dívida externa seriam feitos a critério do Banco Central (Appy *et alii*, 1995).

⁶⁵ A caracterização desse mercado como livre não é apropriada, já que o Bacen continuou sendo o maior comprador/vendedor no mercado de câmbio. Para melhores detalhes sobre a introdução do segmento de taxas livres ver Appy *et alii* (1995).

mini-desvalorização pela política de câmbio flutuante⁶⁶. No entanto, sua principal consequência não se relaciona com a determinação da taxa de câmbio mas com a operacionalidade das transações domésticas em divisas. Isso porque o Bacen autorizou posições compradas ilimitadas em moeda estrangeira por parte das instituições financeiras. Em outras palavras, permitiu a retenção de ativos externos por parte dos bancos e outras instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, ampliando o grau de conversibilidade interna da moeda para essa categoria de agentes. Como coloca Pires de Souza (1993), uma consequência dessa iniciativa foi a legalização de uma componente de demanda por divisas antes ausente dos mercados de câmbio oficiais: a procura por moeda estrangeira enquanto ativo de reserva.

Assim, estes mercados tornaram-se sujeitos a pressões compradoras de moeda estrangeira por parte das instituições financeiras, motivadas por expectativas de mudanças na política econômica ou de desvalorização cambial. Todavia, os movimentos especulativos por partes destes agentes não são capazes de provocar uma crise cambial pois, acima de determinado limite (que variou ao longo do período) o volume de moeda estrangeira adquirido pelos bancos deve ser depositado no banco central. Esse mecanismo reduz a vulnerabilidade do autoridade monetária frente a movimentos especulativos destes agentes, já que a maior parte das reservas cambiais eventualmente gastas para contê-los retornam para sua conta bancária no exterior. Ou seja, a perda contábil de reserva não é significativa (veremos no capítulo 4 que o limite de posição comprada aumentou significativamente no biênio 1993-94, o que acaba relativizando essa observação).

Na década de noventa, o grau de conversibilidade interna de moeda também aumentou para pessoas físicas e instituições não-financeiras devido à ampliação do leque de ativos indexados ao dólar - como *export notes* e NTN-cambiais - e a maior liberdade de posse de divisas no segmento flutuante. No segmento comercial do mercado de câmbio, o acesso destes agentes continuou restrito (*idem*). As demais medidas que alteraram o segundo e terceiro níveis de abertura financeira (e também a conversibilidade da conta corrente) no período 1993-96 estiveram relacionadas com a gestão macroeconômica, como parte integrante da gestão dos fluxos de capitais, como veremos a seguir.

⁶⁶ Sobre a política de câmbio flutuante no governo Collor ver Pires de Souza (1993) e Appy *et alii* (1994).

3.3. A gestão macroeconômica dos fluxos e os ajustes na abertura financeira

Na gestão macroeconômica dos fluxos de capitais no período considerado (1992 a 1996) a alternativa de política predominante foi a **Intervenção Esterilizadora**, que consiste na combinação de um regime de taxa de câmbio controlada e da esterilização dos impactos monetários do mercado de câmbio através da venda de títulos públicos (ver seção 2.1.2). Essa política sofreu algumas variações no período e foi abandonada apenas nos três primeiros meses após a adoção do Real, quando foi adotado um regime de câmbio flexível. Podemos dividi-la em duas fases: pré-Plano Real, na qual a gestão macroeconômica estava voltada para a administração da instabilidade monetária e tinha como função principal evitar a eclosão da hiperinflação; e, após a adoção do Real (mais especificamente, a partir de outubro 1994), quando o objetivo dessa gestão foi a consolidação da estabilização monetária⁶⁷.

A **Intervenção Esterilizadora** traz diversos dilemas para a gestão macroeconômica, sendo o principal conhecido como “Dilema da Trindade Impossível” (ver seção 2.1.1). O seu custo fiscal foi elevadíssimo no Brasil, diante das taxas de juros extremamente elevadas praticadas na maior parte do período. A necessidade de manter o controle dos preços-chave e, ao mesmo tempo, evitar uma deterioração ainda maior das contas públicas, exigiu a utilização de medidas institucionais com o objetivo de desestimular os fluxos de capitais, sendo que os recuos no primeiro nível de abertura foram a estratégia predominante vis-à-vis os avanços nos segundo e terceiro níveis de abertura.

⁶⁷ Uma periodização alternativa, considerando o comportamento dos fatores externos (a direção dos fluxos de capitais para a América Latina) também poderia ser adotada. Nesse caso, teríamos uma primeira fase de 1992 até a crise do México, em dezembro de 1994, e uma segunda fase, desta data em diante. Entretanto, ao nosso ver, a primeira periodização é mais completa, pois leva em consideração o comportamento da economia doméstica no período - instabilidade *versus* estabilidade monetária -, essencial para a análise da gestão dos fluxos no Brasil, e além disso, também incorpora as mudanças no mercado internacional de capitais no período. O contexto de aceleração inflacionária e desenvolvimento da moeda indexada condicionaram a resposta de política aos fluxos de capitais, que será analisada nesse capítulo.

3.3.1. A gestão dos fluxos entre o final de 1991 e a adoção do Real

Os fluxos de portfólio estrangeiro começaram a se direcionar para o Brasil a partir do final de 1991. No segundo semestre desse ano, a equipe do então Ministro Márcio Marques Moreira promoveu uma guinada na política econômica através de dois choques simultâneos - cambial e monetário - que visavam impedir a eclosão de uma crise cambial e da hiperinflação. Além da maxidesvalorização cambial em outubro, de 14,14%, entre o final de setembro e janeiro de 1992 promoveu-se uma fortíssima elevação dos juros nominais e reais (ver Tabela 5). O risco dessa eclosão era elevado devido à queda substancial das reservas cambiais entre julho e setembro em decorrência da retenção especulativa de divisas pelos exportadores e da estratégia do Bacen de conter a alta da cotação do dólar paralelo através da venda de ouro no mercado internacional⁶⁸. As reservas estavam quase abaixo do nível mínimo exigido pelo Senado, mesmo com a acumulação de atrasados (Meyer, 1994).

A experiência brasileira evidencia o papel fundamental dos fatores externos como determinantes dos fluxos recentes de capitais. Ao contrário do Chile e do México, que retomaram o acesso aos mercados financeiros internacionais após avanços substanciais em termos de estabilização econômica e reformas liberalizantes, o retorno dos capitais privados voluntários à economia brasileira aconteceu num contexto de instabilidade macroeconômica, avanço tímido destas reformas e previamente à renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady⁶⁹. A maior rentabilidade das aplicações em moeda nacional num contexto de taxas de juros baixas nos países centrais e excesso de liquidez nos portfólios dos investidores estrangeiros em busca de valorização financeira, estimulou o ingresso de capitais externos voluntários.

⁶⁸ Além disso, nesse período ocorreu uma forte aceleração da inflação associada ao aquecimento dos mercados de risco e do consumo diante da liberação dos cruzados e do ambiente de liberdade de preços (Andrei & Sampaio, 1995).

⁶⁹ O acordo de reestruturação da dívida externa nos moldes do plano Brady só foi concluído em abril de 1994. Nos demais países latino-americanos, esse acordo já havia sido fechado no momento de retorno dos fluxos.

Tabela 5. Taxa de juros primária e Índices de Taxa de câmbio real

Ano	tri	Taxa de juros primária*		Taxa de câmbio real**	
		Nominal	Real	R\$/Us\$	Efetiva
1991		522,5	7,3	115	114
1992		1568,9	32,7	126	128
1993		2902,3	6,7	123	121
1994		1347,2	17,3	107	106
1995		53,6	33,8	85	89
1996		27,8	17,1	83	83
1991	I	49,2	-4,2	114	117
	II	31,8	3,6	113	108
	III	50,0	-0,9	110	105
	IV	110,9	9,1	125	125
1992	I	167,5	11,7	128	128
	II	90,8	8,3	126	127
	III	99,9	2,7	124	131
	IV	104,9	6,8	124	124
1993	I	111,0	1,4	123	119
	II	123,3	0,7	124	123
	III	139,8	-0,7	123	121
	IV	165,8	5,4	124	120
1994	I	190,4	-1,0	121	117
	II	223,3	9,8	121	119
	III	37,6	5,1	98	100
	IV	12,0	6,0	87	89
1995	I	15,8	8,4	86	89
	II	13,4	7,6	86	92
	III	12,0	9,3	85	89
	IV	9,2	7,2	84	87
1996	I	7,5	4,6	83	84
	II	6,3	2,6	83	83
	III	5,9	4,7	82	83
	IV	5,5	4,3	84	83

* LFT referencial. Fonte: Indicadores Iesp

** 1990=100

A desvalorização da moeda nacional reduziu o risco cambial e, somada à elevação do juro nominal, aumentou a atratividade da captação de recursos através das emissões de títulos no exterior e das aplicações no mercado monetário doméstico. Os capitais também foram atraídos pelas perspectivas de altos ganhos financeiros nas bolsas de valores locais. Os recursos ingressantes através do Anexo IV intensificaram-se com as mudanças na política econômica, que foram apoiadas pela comunidade financeira internacional e reforçaram a orientação ortodoxa já sinalizada no início da gestão Marcílio, em maio daquele ano. A partir de então, a conta de capital torna-se superavitária, como pode ser observado na Tabela abaixo.

É importante lembrar que o processo de abertura financeira foi um fator interno importante para o retorno dos fluxos de capitais na medida em que viabilizou a inserção do país no mercado financeiro internacional, dominado atualmente pelas finanças liberalizadas e securitizadas, criando oportunidades de elevados ganhos financeiros para os investidores institucionais, seja através da aquisição de títulos altamente rentáveis de empresas ou bancos brasileiros, seja através de investimentos no mercado financeiro local⁷⁰.

Nesse período, a política macroeconômica subordinava-se ao objetivo de administrar o contexto de inflação alta através da manipulação das taxas de juros e de câmbio. Do ponto de vista da política monetária, era essencial manter a taxa de juros real positiva e elevada para evitar a fuga da moeda indexada. Ou seja, a esterilização do impacto monetário das intervenções da Autoridade Monetária no mercado de câmbio era necessária dado o regime monetário vigente. Ademais, uma queda dessa taxa poderia estimular a demanda agregada e o crédito, com efeitos negativos sobre o saldo comercial, cuja deterioração não era desejada dada a situação do balanço de pagamentos naquele momento - acúmulo de atrasados e incertezas quanto à continuidade dos fluxos (Meyer, 1994).

Em relação à taxa de câmbio, dada manutenção da restrição financeira externa e da moeda indexada, procurava-se mantê-la indexada à inflação, pois uma valorização cambial poderia deteriorar o saldo comercial e estimular movimentos especulativos contra a moeda nacional. A política de desvalorizações cambiais sincronizadas com a inflação interna foi fundamental para garantir o ingresso de recursos externos. O que interessava para o investidor externo era a estabilidade da taxa de câmbio real - a redução do risco cambial - e não a estabilidade monetária.

Além da persistência da instabilidade monetária e da fragilidade cambial, outros fatores condicionaram a opção pela intervenção esterilizadora, dentre os quais destaca-se a estratégia de acumular reservas internacionais, central para a superação desta fragilidade. A detenção de ativos externos amplia consideravelmente o raio de manobra do Banco Central (Bacen) para dissuadir ataques especulativos por parte dos exportadores e investi-

⁷⁰ Gonçalves (1995) e Baer (1995) também apontam o papel das mudanças na legislação doméstica no sentido de induzir/viabilizar o retorno dos fluxos.

dores residentes e não-residentes e para implementar uma política antiinflacionária ancorada no câmbio.

No primeiro semestre de 1992, a política econômica caracterizou-se por uma intervenção constante no mercado de câmbio e pela esterilização praticamente total do impacto monetário deste mercado através da colocação de títulos públicos. No primeiro trimestre de 1992 as operações do setor externo tiveram um impacto expansionista de R\$13,5 bilhões, enquanto as operações com títulos públicos foram contracionistas em R\$18,5 bilhões. A diferença procurava neutralizar o impacto monetário da liberação dos cruzados novos.

Tabela 6. Fatores condicionantes da base monetária

em milhões de R\$ de dez/95								
		Tesouro	operações	operações	assistência financ.	outras	variação	
		Nacional	c/ tit. púb.	do setor ext.	de liquidez	contas*	da base monet.	
Ano	Trim.				redesconto	Proer		
1990	I	3.515	17.086	-4.256	-168	-	-1.904	14.273
	II	7.093	-6.131	4.729	4.505	-	4.176	14.371
	III	-1.564	3.498	2.267	-2.767	-	-587	847
	IV	-1.403	4.792	2.574	449	-	523	6.935
	Total	7.542	19.244	5.314	2.019	-	2.208	36.427
1991	I	-171	2.695	5	-251	-	109	2.388
	II	356	2.890	3.414	-1.173	-	-3.308	2.179
	III	1.009	-3.736	-975	-349	-	6.735	2.683
	IV	-1.274	-1.796	3.514	-2	-	5.251	5.693
	Total	-80	53	5.959	-1.775	-	8.786	12.943
1992	I	1.119	-18.574	13.507	-31	-	6.555	2.576
	II	-2.477	-9.814	9.098	265	-	6.328	3.401
	III	-1.427	-1.628	1.102	1.045	-	4.438	3.530
	IV	-1.610	3.405	4.765	708	-	-419	6.650
	Total	-4.395	-26.611	28.471	1.988	-	16.902	16.356
1993	I	-64	2.012	1.008	-206	-	-797	1.954
	II	-2.206	1.058	3.743	-125	-	782	3.253
	III	504	-232	4.244	-1.953	-	471	3.034
	IV	-163	-1.474	8.362	-33	-	29	6.720
	Total	-1.929	1.364	17.357	-2.316	-	485	14.961
1994	I	-95	-6.734	9.684	-35	-	220	3.040
	II	-778	-6.038	10.608	-25	-	1.177	4.943
	III	-2.956	17.775	217	305	-	-3.387	11.953
	IV	-3.894	10.928	-3.491	5.066	-	-2.983	5.626
	Total	-7.723	15.930	17.018	5.311	-	2.924	33.461
1995	I	20	6.163	-4.580	-2.387	-	-1.255	-2.040
	II	-4.049	3.672	860	-2.536	-	593	-1.460
	III	798	-21.667	13.823	1.137	-	2.007	-3.901
	IV	-973	-2.328	4.702	0	5.620	456	7.476
	Total	-4.204	-14.160	14.804	-3.786	5.620	1.801	75
1996	I	3.255	-13.710	4.331	541	393	-162	-5.351
	II	3.283	-12.184	3.290	2.092	2.674	1.438	565
	III	-1.109	1.702	-191	2.520	776	-156	3.543
	IV	-98	-4.324	2.144	1.201	-8	278	-825

* Inclui compulsório sobre depósitos a prazo, depósitos de instituição financeiras, depósitos do FAF, depósitos DER aplicações de reserva monetária e outras contas.

Fonte: Banco Central.

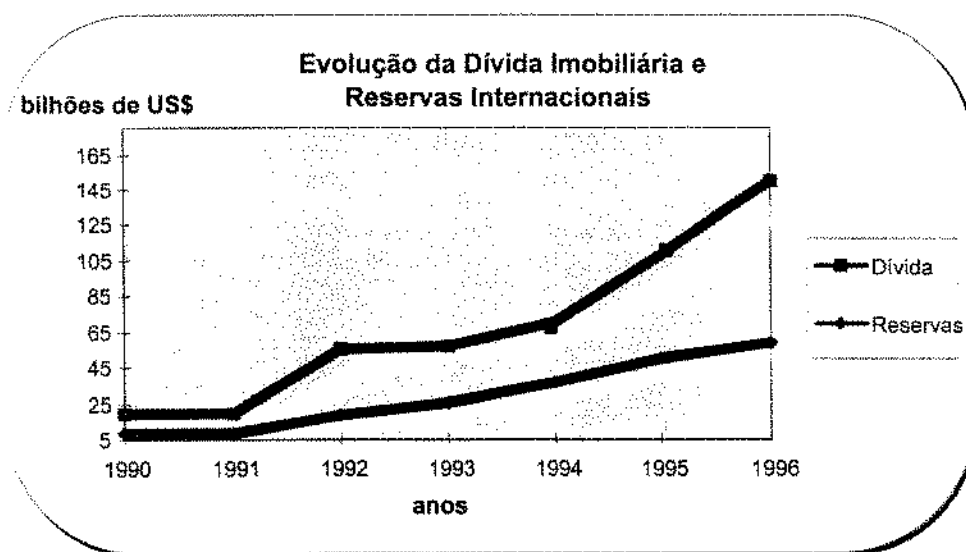
A redução do estoque de dívida pública interna após o Plano Collor foi fundamental para viabilizar essa política. Os ganhos fiscais decorrentes do bloqueio dos ativos financeiros - através da própria desvalorização da dívida (corrigida por índices muito inferiores à inflação efetivamente observada) e também da tributação - concederam graus de liberdade para a política econômica, pois foram um dos fatores essenciais para a sustentabili-

dade da política de juros elevados e acumulação de reservas praticada pelo Ministro Mar-
cílio (Andrei & Sampaio, 1995).

O crescimento da dívida mobiliária federal fora do Bacen foi significativo em 1992,
passando de R\$19,3 bilhões em dezembro de 1991 para R\$55,6 bilhões em dezembro de
1992. Os encargos com esta dívida, que haviam sido ligeiramente negativos em 1991
(R\$70 mil), atingiram US\$4,7 bilhões em 1992 (a preços de dez/95).

Como podemos verificar no gráfico abaixo, a evolução da dívida mobiliária federal
acompanhou o crescimento das reservas internacionais. Esse crescimento ocorreu essen-
cialmente no primeiro semestre. A partir de julho, a entrada de recursos externos arrefe-
ceu, diante do clima de instabilidade política decorrente do processo de *impeachment* do
Presidente Collor. A queda das taxas de juros internas (ver Tabela 5) e uma possível satu-
ração do mercado de papéis emitidos por instituições brasileiras também devem ter con-
tribuído para esse arrefecimento (Appy et alii, 1995).

Gráfico 1. Evolução da dívida pública interna e das Reservas internacionais



Como mostramos no capítulo 2, existe um *trade-off* entre o processo de abertura fi-
nanceira e a gestão macroeconômica doméstica devido aos impactos da entrada de divisas
sobre a evolução dos preços-chave - câmbio e juros. Nesse contexto, a manutenção das
metas de política econômica para essas variáveis exige a adoção de políticas cambiais e
monetárias ativas, as quais provocam efeitos perversos sobre o desempenho das contas

públicas. Existem mecanismos que atenuam o dilema entre apreciação e esterelização na gestão dos fluxos, inerente à Intervenção Esterilizadora, amenizando os efeitos fiscais negativos do ingresso de capitais e do acúmulo de reservas.

Uma alternativa de política seria o aumento da poupança do setor público, pois o efeito contracionista dos superávits fiscais neutralizariam os impactos monetários das operações do setor externo. Todavia, essa opção não existia naquele momento, devido às dificuldades políticas de efetuar um ajuste fiscal na magnitude necessária para cobrir o custo crescente de rolagem da dívida mobiliária - decorrente da estratégia de intervenção esterilizadora adotada a partir do retorno dos fluxos - e ainda obter um resultado primário positivo.

Diante das limitações da política macroeconômica, a partir de meados de 1993 várias medidas foram adotadas com o objetivo de restringir o fluxo líquido de capitais. Ou seja, o governo recorreu a ajustes no primeiro nível de abertura financeira e na conversibilidade interna da moeda, sintetizados no quadro a seguir.

Quadro 3. Ajustes na abertura financeira

Emissão de títulos no exterior⁷¹: em meados de 1993, os prazos mínimos de amortização e para efeito de benefício fiscal foram ampliados de 2 para 3 anos e de 5 para 8 anos, respectivamente (Circulares nº 2.372 de 16/06/93 e nº 2.444 de 15/02/94). Em novembro de 1993, foi introduzido um IOF de 3% sobre os títulos de dívida direta emitidos no exterior e, em fevereiro de 1994 foi suspensa a autorização automática desses emissões e alterados os prazos de renovação, não podendo, a partir de então, ser inferiores ao mínimo exigido para as operações novas. Essas medidas procuravam desestimular a emissão de títulos no exterior e, simultaneamente, alongar o prazo dos recursos captados.

Investimentos de portfólio estrangeiro no mercado financeiro local: entre agosto e dezembro, uma sucessão de medidas restringiu as alternativas de aplicação de renda fixa disponíveis aos recursos ingressantes através do Anexo IV, com o objetivo de reduzir o ingresso de recursos de curtíssimo prazo atraídos pelas elevadas taxas de juros internas. A primeira medida restritiva foi adotada em setembro 93, quando foram proibidas as aplicações nos fundos de *commodities*, que representavam 22% da carteira deste Anexo em agosto de 1993. No último bimestre, foi vetada a utilização desses recursos na aquisição de valores mobiliários de renda fixa e de debêntures em operações nos mercados de renda fixa que resultassem rendimentos pré-determinados e a realização de operações de "box" em opções. As operações de "box", montadas em quatro séries, duas opções de compra e duas de venda, são como operações de renda fixa, com a vantagem de serem isentas de IOF, por serem realizadas no mercado acionário. As debêntures e as operações de "box" passaram a atrair um volume significativo de recursos após a proibição de aplicação nos fundos de *commodities*.

Aumento da conversibilidade interna da moeda: em meados de 1993, o limite das posições compradas dos bancos passou de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões - ou seja, quintuplicou⁷². Esse limite define o volume de moeda estrangeira que pode ser mantido livremente pelos bancos, sem a necessidade de depósito no Bacen. Sendo assim, a sua ampliação possibilita a retenção de um maior volume de divisas por essas instituições, reforçando a ponta da demanda no mercado de câmbio e, com isso, reduzindo a necessidade de intervenção do Bacen nesse mercado. Uma solução mais radical, que foi proposta naquela época, seria a autorização de depósitos em moeda estrangeira para os exportadores e investidores externos e a emissão de títulos cambiais pelos bancos no mercado financeiro doméstico (Nobre, 1993). Assim, os fluxos de moeda estrangeira poderiam transitar dentro do setor privado, reduzindo a necessidade de aquisição de divisas pelo Bacen, ou seja, as operações de esterilização. Parte do superávit desse setor passaria a ser aplicado em moeda estrangeira e não em títulos do governo, e este último teria um alívio nas suas contas pois a expansão da dívida mobiliária seria menor. Mas, como ressaltamos no capítulo 2, o aumento da conversibilidade interna da moeda amplia a vulnerabilidade externa das economias periféricas e reduz o grau de autonomia da política econômica, pois resulta numa dolarização progressiva das transações monetárias e financeiras, que em geral não é revertida, como mostrou a experiência de alguns países latino-americanos, como Argentina e Bolívia.

⁷¹ Em 1992, o prazo mínimo para a isenção de Imposto de Renda para os títulos colocados no exterior havia sido elevado de 2 anos para 2,5 anos e, em seguida, para 5 anos, e o prazo mínimo desses títulos para 2,5 anos (circulares nº 1.747 de março de 1992 e nº 2.269 de abril de 1992).

⁷² A mesma medida reduziu em 50% o limite de posições vendidas das instituições financeiras, que são definidas em função do patrimônio líquido. Um limite elevado de posição vendida permite aos bancos a contratação de linhas de financiamento de curto prazo no exterior com o objetivo de realizar operações de arbitragem.

O arrefecimento do afluxo de recursos externos a partir do segundo semestre de 1992, associado às medidas de restrição do fluxo líquido de divisas e à própria diminuição do diferencial entre os juros interno e externo (ver Tabela 5), abriu espaço para a flexibilização da política de intervenção da Autoridade Monetária no mercado de câmbio⁷³. No primeiro semestre de 1993, tanto as operações do setor externo quanto com títulos públicos foram expansionistas. A partir de julho, as operações de esterilização foram retomadas, mas num ritmo insuficiente para neutralizar o impacto monetário expansionista do setor externo (ver Tabela 6). A partir de setembro de 1993, com a consolidação da equipe do Ministro Fernando Henrique Cardoso, a gestão macroeconômica sofreu uma nova inflexão, com o aumento das taxas de juros reais e o retorno da política de indexação da taxa de câmbio nominal com o objetivo de impedir uma valorização da moeda nacional (ver Tabela 5). Nesse período, a política de intervenção esterilizadora "radical" foi retomada, como parte da estratégia de estabilização, cujos aspectos básicos foram anunciados em dezembro⁷⁴.

Nesse contexto, a adoção de uma política de intervenção esterilizadora era essencial. Em primeiro lugar, o acúmulo de reservas cambiais, uma das consequências dessa política, é uma pré-condição para o sucesso da estabilização com âncora cambial. Em segundo lugar, as intervenções do Bacen no mercado de câmbio eram imprescindíveis para evitar a subcorreção da taxa de câmbio e garantir a indexação do dólar, central para a estratégia de estabilização em curso. Ademais, a esterilização do impacto monetário desses intervenções era necessária, já que, na visão da equipe econômica, uma redução da taxa de juros real poderia estimular a demanda agregada e o crédito e, com isso, causar pressões inflacionárias.

⁷³ Num contexto de inflação alta e instável, o banco central não tem a capacidade de determinar essa variável, a qual depende da inflação corrente, que é incerta. Pode-se afirmar que nesse período, ao contrário de 1992, a gestão dos juros nominais não procurou garantir juros reais elevados (o que, naquele contexto, implicaria de forma geral uma superestimação da taxa de juros nominal).

⁷⁴ Esta estratégia envolvia três etapas. Na primeira etapa, haveria um reforço das contas públicas. A segunda etapa envolvia a instituição da URV (Unidade Referencial de Valor). Na terceira etapa, a URV seria substituída por uma nova moeda com paridade fixa em relação ao dólar. O objetivo era criar uma unidade de conta estável para permitir o alinhamento dos preços relativos e dos valores contratuais ao seu nível médio e a homogeneização do parâmetro de indexação⁷⁴. Ao invés de promover a dolarização direta dos preços realizou-se uma **dolarização indireta** através da URV. Os preços e contratos eram fixados nessa unidade de conta e o dólar - o preço-chave da estabilização - indexado à mesma cesta de índices que corrigia a URV (Andrei & Sampaio, 1997). Essa escolha era totalmente congruente com a especificidade do processo inflacionário brasileiro - a indexação levada ao limite - a qual limitava a eficácia da dolarização direta.

3.3.2. A gestão dos fluxos de capitais após a adoção do Real

Em julho de 1994, foi implementada a terceira etapa do programa de estabilização do Ministro FHC, com a reforma monetária que instituiu a nova moeda, o Real, equivalente a 1URV e no mínimo US\$1. Assim, foi estabelecido um valor máximo para a taxa de câmbio (R\$1 = US\$1), que seria defendido pelo Banco Central. Este não se comprometia a deter a desvalorização do dólar e a correspondente valorização da moeda nacional.

Com a adoção do Plano Real, houve uma mudança importante na gestão dos fluxos de capitais. A preocupação com a manutenção da taxa de câmbio real foi, num primeiro momento, abandonada. Entre julho e setembro de 1994, quando o Bacen retirou-se do mercado de câmbio, deixando de equilibrar a oferta e demanda de divisas, o real valorizou-se 15% (ver Tabela 5).

A preocupação com os impactos da política de intervenção esterilizadora sobre as contas públicas pode ter influenciado a decisão da autoridade monetária de ausentar-se desse mercado. No entanto, o principal objetivo dessa mudança na política cambial foi a utilização da valorização cambial e da absorção de recursos externos como instrumentos centrais da estabilização monetária. Diante dos efeitos negativos dessa valorização sobre o desempenho da balança comercial, o Bacen voltou a intervir no mercado de câmbio em setembro, passando a adotar uma política informal de bandas cambiais (piso de 0,83 e teto de 0,85 centavos).

A valorização do câmbio somada à intensificação da abertura comercial⁷⁵, elementos essenciais da estratégia de estabilização vigente, resultaram no surgimento de déficits comerciais a partir de novembro, os quais, na visão da equipe econômica, seriam facilmente financiados pelo ingresso de recursos externos, além de auxiliarem na condução da política monetária, pois absorveriam o excesso de oferta de divisas derivado desses in-

⁷⁵ O governo antecipou em 4 meses a última rodada de diminuição de alíquotas no âmbito do acordo da Tarifa Externa Comum (TEC) dos países do Mercosul e liberalizou as importações por correio. Além disso, no primeiro semestre de 1994 um conjunto de alíquotas já haviam sido reduzidas.

gressos. Entretanto, a crise do México em dezembro de 1994⁷⁶ explicitou os riscos da estratégia de ancorar o processo de estabilização na absorção de capitais de curto prazo.

Essa crise provocou uma retração significativa dos investimentos de portfólio estrangeiro em títulos e ações emitidos por empresas e instituições financeiras brasileiras. Além das vendas maciças das ações detidas por investidores estrangeiros nas bolsas de valores locais - diante da necessidade de cobertura de perdas com posições em títulos mexicanos e argentinos -, as aquisições de papéis brasileiros no exterior por parte destes agentes foram virtualmente interrompidas (Fundap/Iesp, 1995). A mudança na direção dos fluxos de capitais, a perda de reservas e as incertezas quanto ao comportamento futuro dos fluxos internacionais de capitais determinaram uma revisão parcial da estratégia de gestão dos fluxos adotada desde a introdução do real.

Diante do comportamento adverso das contas externas, em março o governo promoveu a primeira mididesvalorização do real (de 5%), com a introdução do sistema de bandas cambiais formais, com piso de 0,83 e teto de 0,93 centavos, o qual atingiria 0,98 centavos no início de maio. Essa mudança, feita de forma confusa e num momento de forte incerteza quanto ao cenário internacional, resultou num aumento da demanda por moeda estrangeira e em movimentos especulativos no mercado de câmbio por parte dos bancos e dos investidores estrangeiros. Para evitar o aprofundamento da crise, o Bacen efetuou vendas significativas de divisas e redefiniu a faixa de variação do câmbio com piso e teto fixos em 0,88 e 0,93 centavos, respectivamente. Com isso, foi formalizada a política de

⁷⁶ A Crise do México de 1994 consistiu uma profunda crise cambial causada por uma saída maciça de capitais desse País promovida por residentes e não-residentes, que teve como determinante imediato a desvalorização oficial do peso no dia 19 de dezembro. Os determinantes econômicos estruturais dessa crise - por um lado, um elevado e crescente déficit em conta corrente financiado por fluxos de curto prazo e, por outro, um nível reduzido de reservas internacionais e dificuldades crescentes de financiamento do balanço de pagamentos - já estavam presentes desde 1993 e 1994, respectivamente. Além disso, os conflitos políticos domésticos apontados pelos organismos multilaterais como um dos principais (ou até o principal) condicionantes da referida crise, agravaram-se no primeiro semestre daquele ano. Na realidade, o comportamento dos *fundamentals* desde 1993 já indicavam a fragilidade das contas externas do México, mas os investidores estrangeiros "esqueceram" de observá-los na tomada de suas decisões. Para uma descrição e análise da crise do México ver Griffith-Jones (1996) e FMI (1995).

bandas cambiais, que já vinha sendo praticada de maneira informal desde outubro de 1994⁷⁷.

Após a adoção do Plano Real, os ajustes na abertura financeira também foram utilizados com um instrumento auxiliar na gestão dos fluxos de capitais. Num contexto de estabilização com âncora cambial, o manejo das taxas de juros e de câmbio deve garantir um diferencial de juros favorável às aplicações domésticas - ou seja, uma rentabilidade em dólar positiva - para manter um ingresso líquido de capitais suficiente para financiar o déficit em conta corrente. Entretanto, num ambiente de abertura financeira a política macroeconômica não é suficiente para evitar movimentos indesejados nos preços-chave provocadas pelos fluxos de capitais, sem pressionar as contas públicas. A imposição de restrições sobre o ingresso de recursos externos contribui para a gestão dos fluxos de capitais na medida em que reduzem o ingresso líquido de divisas.

Um mecanismo utilizado recorrentemente nesse período foi a mudança nas alíquotas do IOF incidentes sobre o ingresso de capitais. Esse imposto afeta a rentabilidade dos investimentos estrangeiros no país e o custo da captação de recursos no mercado financeiro internacional, contribuindo para adequar o fluxo líquido de capitais aos objetivos da política macroeconômica doméstica. Esse fluxo deve ser suficiente para financiar o déficit em conta corrente e manter as reservas internacionais num nível adequado, mas não pode ser abundante, uma vez que um excesso de oferta de divisas exige intervenções freqüentes do banco central nos mercados cambial e monetário, recolocando o dilema da trindade impossível. O quadro abaixo sintetiza as mudanças no primeiro nível de abertura financeira e na conversibilidade interna (posição comprada dos bancos) entre o segundo semestre de 1994 e o primeiro de 1997.

⁷⁷ Em julho, o Bacen instituiu uma nova sistemática de atuação no mercado de câmbio com a criação dos leilões de *spread* - cotação simultânea das ordens de compra e venda de moeda estrangeira pelos bancos - e com a ampliação de 20 para 60 do número de *dealers* nesse mercado. Os leilões de *spread* auxiliam a administração do sistema de bandas ao reduzir o espaço para movimentos especulativos no mercado cambial, como o que ocorreu em março de 1995. Um avanço significativo na desregulamentação do mercado de câmbio deve ocorrer com a implantação da câmara de compensação (*clearing*) para o mercado interbancário, anunciada pelo governo em novembro de 1995. O objetivo é ampliar a transparência e a liquidez das operações interbancárias. Até maio de 1997, essa câmara não havia sido instituída.

Quadro 5. Ajustes na abertura financeira após o Plano Real

Mês	Emissões de títulos	Anexo IV	FRFCE	Contas de não-residentes	Posição comprada dos bancos
Jul/94					Ampliadas de US\$10 milhões para US\$ 50 milhões
Out/94	IOF ampliado de 3% para 7%	Proibição de aplicação nos FAFs e fundos de privatização e imposição de IOF de 1%	IOF ampliado de 5% para 9 %		
Mar/95	IOF zerado	IOF zerado	IOF reduzido para 5%		Reduzidas para US\$ 5 milhões
Ago/95	IOF de 5%	Proibição de aplicação no mercado de derivativos	IOF elevado para 7%	Introdução de um IOF de 7%	
Set/95	IOF decrescente com o prazo: 2 anos:5 3 anos:4 4 anos:2 5 anos:1 6 anos:0				
Fev/96	Mudanças nas alíquotas <3 anos:5 3 anos:4 4 anos:2 5 anos:1				
Abr/96				A partir dessa data: é obrigatória a apresentação de documentos para operações acima de R\$ 10 mil; as contas só podem ser movimentadas por bancos que operam no mercado flutuante; apenas podem manter contas correntes no país bancos estrangeiros que sejam correspondentes ou tenham vínculo acionário com o banco residente.	
Abr/97	Alíquota do IOF zerada	Permissão de aplicação no mercado de derivativos	IOF reduzido para 2%	IOF reduzido para 2%	

Fonte: Gazeta Mercantil. Elaboração própria.

Nos momentos de abundância de divisas, como em outubro de 1994 e agosto de 1995, o Bacen impôs restrições à entrada de capitais, penalizando os recursos mais voláteis com o objetivo de diminuir a intensidade e a frequência de suas intervenções nos mercados cambial e monetário. No primeiro trimestre de 1996, novas medidas foram adotadas, diante da continuidade de superávits financeiros, apesar da queda progressiva do cupom cambial associada à redução dos juros domésticos e à política de pequenas desvalorizações cambiais mensais (adotada após março de 1995). Ao mesmo tempo, num momento de queda das reservas e saídas de capitais, como no primeiro trimestre de 1995, a eliminação das restrições existentes constituiu um instrumento adicional para atrair os fluxos e para deter o refluxo de capitais, atenuando as pressões sobre a política monetária.

3.3. Conclusão

Na década de 90, a legislação foi alterada no sentido de ampliar o primeiro nível de abertura financeira, tanto no que se refere à captação de recursos através do lançamento de títulos no exterior por instituições financeiras e empresas quanto aos investimentos estrangeiros no mercado acionário e de renda fixa domésticos. Essas mudanças no marco regulatório referente à abertura financeira foram fundamentais no sentido de **viabilizar** e **estimular** os investimentos de portfólio estrangeiro nos volumes observados na partir de 1991. Como vimos na seção 3.2, previamente ao aumento do primeiro nível de abertura financeira, foram flexibilizadas as regras relativas à repatriação do capital expatriado na década de oitenta, com a criação do segmento flutuante do mercado de câmbio oficial, que também resultou na ampliação do segundo nível de abertura e da conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos.

O grau de abertura financeira da economia brasileira ainda é reduzido em relação aos demais países latino-americanos. Vários controles continuam restringindo a conversibilidade da conta de capital e interna da moeda, como restrições quantitativas aos investimentos de não-residentes no sistema financeiro doméstico, às remessas de divisas e investimentos de residentes no exterior, além de limitações sobre a posição das instituições financeiras domésticas em ativos/passivos externos e às transações realizadas ou denominadas em moeda estrangeira.

Ao meu ver, o desenvolvimento da moeda indexada na década de 80 foi um dos condicionantes do grau atual de abertura financeira, pois foi capaz de conter a dolarização das relações monetárias e financeira, e assim, evitou que fosse atingido o terceiro nível de abertura financeira, como ocorreu na Argentina⁷⁸ e em outros países latino-americanos (como Bolívia e Uruguai). Como enfatizam Belluzo & Almeida (1991), no Brasil a gestão monetária ao longo da década de 80 recuou para o reconhecimento da queda da unidade

⁷⁸ Ao contrário do Brasil, na Argentina ocorreu uma dolarização progressiva das relações monetárias e financeiras. Assim, o terceiro nível de abertura financeira já havia sido atingido de fato, independentemente de mudanças institucionais. A realização de transações domésticas em dólar, ao lado da fuga de capitais, foram as maneiras encontradas pelos agentes para se defenderem da inflação crônica e, num segundo momento, da hiperinflação. A legalização da conversibilidade era o caminho "natural" e de menor resistência para a obtenção da estabilidade monetária, o que não quer dizer que era a única solução.

das funções da moeda nacional e buscou legitimar o “dinheiro velho” em pelo menos uma das suas funções - a de meio de troca - e evitar, através da moeda indexada, que as funções de padrão de preços e contratos e de reserva de valor fossem exercidas por uma moeda estrangeira.

A **estratégia de estabilização** adotada na década de noventa também foi um determinante do menor grau de abertura financeira. O Plano Real não teve como uma de suas peças centrais a dolarização das transações monetárias e financeira domésticas, que resultaria numa ampliação do terceiro nível de abertura⁷⁹. A existência da moeda indexada também condicionou essa estratégia. A criação da URV (Unidade Referencial de Valor) foi uma solução criativa, que viabilizou a dolarização indireta da economia e sua desindexação.

No período analisado, a gestão macroeconômica não foi suficiente para evitar os efeitos indesejáveis de uma entrada excessiva de capitais externos de curto prazo. A forte pressão sobre as contas públicas decorrente da esterilização do ingresso de capitais através do aumento da dívida mobiliária, exigiu ajustes no primeiro nível e, em menor medida, nos segundo e terceiro níveis de abertura financeira. Os mecanismos que reduzem o grau de mobilidade dos capitais também auxiliam a política macroeconômica num momento de reversão dos fluxos. Além de penalizar a saída de fluxos de *hot money*, a redução ou eliminação dos controles existentes constituem instrumentos de atração de recursos externos num contexto internacional adverso, como no primeiro trimestre de 1995. A diminuição do IOF sobre o ingresso de capitais e dos prazos mínimos de colocação de títulos no exterior em março de 1995 foram utilizados para estimular a entrada de capitais e, assim, auxiliaram a gestão macroeconômica, pois na sua ausência os ajustes nos preços-chave - desvalorização cambial e aumento da taxa de juros - necessários para controlar a instabilidade no mercado de câmbio seriam mais intensos. Em suma, ao longo do período analisado, foram realizados diversos ajustes no grau de abertura financeira, seja para desestimular, seja para atrair esses capitais.

⁷⁹ Essa foi uma das propostas, inclusive dentro da equipe econômica.

4. FLUXOS DE CAPITALIS E VULNERABILIDADE EXTERNA

Nesse capítulo, analisaremos os impactos da abertura financeira e da absorção de fluxos de portfólio estrangeiros sobre a composição dos fluxos de capitais e o sistema financeiro doméstico com o objetivo de avaliar a vulnerabilidade externa da economia brasileira no contexto atual.

4.1. A composição dos fluxos de capitais

O retorno dos fluxos de capitais a partir do final de 1991 provocou uma mudança radical no comportamento da conta de capital do balanço de pagamentos, como podemos ver na Tabela abaixo.

Tabela 7. Balanço de pagamentos

Contas	US\$ milhões						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Conta Corrente	-3.782	-1.407	6.143	-592	-1.689	-17.972	-24.347
Balança comercial	10.753	10.579	15.239	13.307	10.446	-3.352	-5.539
Exportações	31.414	31.620	35.793	38.563	43.545	46.506	47.747
Importações	20.661	21.041	20.554	25.256	33.105	49.858	53.286
Serviços	-15.369	-13.542	-11.339	-15.585	-14.743	-18.594	-21.707
Juros	-9.700	-8.621	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158	-9.840
Lucros e divid. (líq)*	-1.592	-665	-574	-1.831	-2.566	-2.974	-2.820
Viagens intern. (líq)	-121	-212	-319	-799	-1.181	-2.419	-3.593
Transportes (líq)	-1.643	-319	-1.359	-2.090	-2.441	-3.011	-3.480
Outros serviços (líq)	-2.313	-3.725	-1.834	-2.585	-2.217	-2.032	-1.974
Transf. Unilat (líq)	834	1.556	2.243	1.686	2.588	3.974	2.899
Conta de Capital	-4.715	-4.148	25.271	10.115	14.294	30.891	33.012
Investimento	0	170	2.972	6.170	8.131	5.047	16.005
Reinvestimento	273	365	175	100	83	384	447
Financiamentos	3.424	2.062	13.258	2.380	1.939	2.843	2.000
Amortizações	-8.665	-7.830	-8.572	-9.978	-50.411	-11.026	-14.423
Empréstimos	-297	964	17.577	11.659	53.802	33.570	26.797
Curto prazo	-1.208	-3.033	2.602	869	909	18.834	3.995
Médio e longo prazos	911	3.997	14.975	10.790	52.893	14.736	22.802
Outros capitais	550	157	-139	-216	750	-1.069	-290
Erros e omissões	-328	876	-1.386	-1.119	334	2.093	973
Superávit ou déficit	-8.825	-4.679	30.028	8.404	12.939	13.480	9.017

* Inclui lucros reinvestidos

Fonte: Banco Central

Um dos determinantes do grau de vulnerabilidade externa do país é a composição dos fluxos de capitais, sintetizada na Tabela abaixo.

Tabela 8. Captação de recursos externos por modalidades e percentuais

	US\$ milhões						
Contas	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
IEP*, ingresso	171	760	3.864	14.971	21.600	22.559	24.684
IEP, retorno	67	200	2.160	8.380	16.521	17.806	18.566
IEP, líquido	104	560	1.704	6.591	5.079	4.753	6.118
IED**, ingresso	517	695	1.324	877	2.241	3.285	9.580
IED, retorno	230	123	170	480	329	315	385
IED, líquido	287	572	1.154	397	1.912	2.970	9.195
Ingresso IEP + IED	688	1.455	5.188	15.848	23.841	25.844	34.264
Emissões de títulos no exterior	653	3.686	6.107	8.892	7.751	11.514	19.484
Commercial papers	631	1.920	1.244	837	351	607	653
Bonus e notes	22	1.488	4.853	7.365	7.128	10.412	18.504
Securitização	-	278	10	690	272	495	327
Amortizações	178	178	435	1.971	3.313	3.448	3.658
Emissões líquidas	475	3.508	5.672	6.921	4.438	8.066	15.826
Captação total	5.367	11.627	17.791	32.667	43.073	53.885	78.999
Movimento cambial***	37.056	42.203	55.908	67.560	82.477	102.946	122.000
Coefficientes (em %)							
Ingresso IEP/IEP+IED	24,9	52,2	74,5	94,5	90,6	87,3	72,0
Ingresso IED/captação total	9,6	6,0	7,4	2,7	5,2	6,1	12,1
Ingresso IEP/captação total	3,2	6,5	21,7	45,8	50,1	41,9	31,2
Emissões/captação total	12,2	31,7	34,3	27,2	18,0	21,4	24,7
Ingresso IED/mov. de câmbio	1,4	1,6	2,4	1,3	2,7	3,2	7,9
Ingresso IEP/mov. de câmbio	0,5	1,8	6,9	22,2	26,2	21,9	20,2
Emissões/mov. cambial	1,8	8,7	10,9	13,2	9,4	11,2	16,0
IED líquido/saldo conta capital	-	-	4,6	3,9	13,4	9,6	27,9
IEP líquido/saldo conta capital	-	-	6,7	85,2	35,5	15,4	18,5
Emissões liq./saldo conta capital	-	-	22,4	68,4	31,0	26,1	47,9
IED/IEP (ingresso)	302,3	91,4	34,3	5,9	10,4	14,6	38,8
IED/IEP (retorno)	343,3	61,5	7,9	5,7	2,0	1,8	2,1
IED/IEP (líquido)	276,0	102,1	67,7	6,0	37,6	62,5	150,3

* Investimento de portfólio no mercado financeiro local

** Investimento externo direto

*** Entrada de divisas no segmento livre (comercial mais financeiro)

Fonte: Banco Central e Gonçalves (1995). Elaboração própria

O Bacen classifica como investimentos de portfólio apenas os investimentos estrangeiros nas bolsas de valores locais e através dos FRFCE. As compras de títulos emitidos por instituições residentes no mercado internacional de capitais são incluídas no item Empréstimos em moeda. No entanto, tanto os investimentos estrangeiros nos mercados acionários domésticos quanto a colocação de papéis no mercado financeiro internacional constituem investimentos de portfólio de investidores estrangeiros, pois estes compõem suas carteiras com títulos de renda variável (ações) e fixa. Os investimento de portfólio referem-se à aplicação em ativos financeiros enquanto os investimentos diretos à aquisição de ativos fixos.

Essa última metodologia, que é hegemônica internacionalmente, tem a vantagem de explicitar as diferenças entre os investimentos de portfólio - que constituem a forma atual dos fluxos financeiros internacionais - e os empréstimos sindicalizados, que predominavam na década de 70, as quais irão determinar diferentes impactos sobre os países devedores, tanto nos momentos de abundância quanto de reversão dos fluxos. Ou seja, os impactos sobre as condições de financiamento da economia assim como a forma de manifestação da crise cambial são diferentes. Sua desvantagem é não explicitar as especificidades dos dois tipos de investimentos de portfólio em termos de prazo e, assim, de liquidez.

Em comparação com os empréstimos sindicalizados, os investimentos de portfólio em geral têm prazo mais curto, maior liquidez e, por isso, são mais voláteis. Mas, é fundamental enfatizarmos as diferenças entre os fluxos de portfólio decorrentes da colocação de títulos no mercado internacional de capitais (endividamento securitizado) e os associados às aplicações nas bolsas de valores ou no mercado de renda fixa local. Esses últimos são muito mais líquidos e, assim, mais voláteis, pois podem ser resgatados a qualquer momento, ao contrário dos títulos emitidos no exterior. Mesmo considerando que muitas emissões possuem cláusulas da *put option*, o prazo mínimo de resgate é de 6 meses, sendo mais comuns as cláusulas superiores a 1 ano (Gonçalves, 1995b).

No período analisado (1990-1996) a composição dos fluxos registrou alterações significativas. No momento inicial de retorno dos capitais externos voluntários - no biênio 1991-1992 - a principal modalidade de captação externa foi o endividamento securitizado, cujo volume captado cresceu 593% em relação ao ano anterior. O movimento de expansão manteve-se em 1992 e 1993, com crescimento acima de 50% a.a., e foi revertido apenas em 1994, quando ocorreu uma retração de 22% (ver Tabela 8). Além das medidas de desestímulo às emissões destes títulos descritas no quadro 3, a redução dessas emissões em 1994 está associada à elevação da taxa de juros dos EUA no início desse ano, a qual induziu uma alteração dos portfólios dos investidores estrangeiros em direção às aplicações em dólares, resultando numa menor demanda por títulos emitidos por instituições latino-americanas.

No biênio 1993-1994, o aumento do ingresso de capitais é explicado pelo item Investimento de Portfólio (essencialmente Anexo IV). O volume total de recursos captados cresceu 34% entre 1993 e 1994, estimulado pelas elevadas taxas de juros praticadas e pelas oportunidades de ganho de capital nas bolsas de valores, mais do que compensando a retração dos empréstimos securitizados. Enquanto em 1992 correspondiam a 21,7 % da captação de recursos externos, em 1993 e 1994 sua participação passou para 45,8% e 50%, respectivamente. Em relação ao movimento anual do mercado, sua participação passou de apenas 6,2% em 1992 para 26,2% em 1994. Nesse período ocorreu uma deterioração no perfil da captação externa e um aumento da vulnerabilidade do mercado de câmbio a movimentos especulativos dos investidores externos, uma vez que esses recursos são mais líquidos e, assim, mais voláteis que o captados através da emissão de *securities*. Contudo, em termos líquidos, as duas modalidades de investimento de portfólio tiveram uma participação semelhante no saldo da conta de capital (ver Tabela 8).

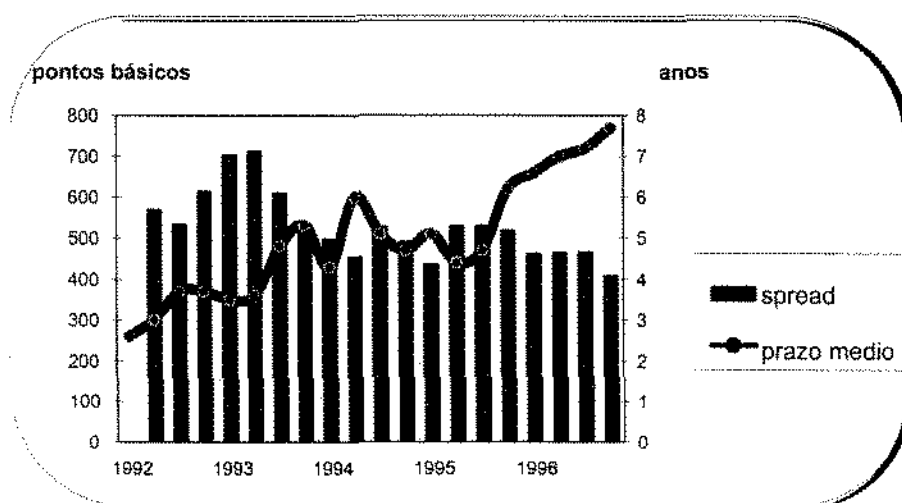
No período 1995-1996 ocorreram mudanças positivas na composição da captação externa. Em primeiro lugar, houve uma melhora no perfil dos fluxos financeiros com o exterior, com o aumento da participação relativa dos empréstimos securitizados simultaneamente à queda dos investimentos de portfólio em ações. Essa mudança está associada à crise do México no final de 1994, que tornou os investidores estrangeiros mais cautelosos nas aplicações nos mercados acionários emergentes.

Além disso, os prazos dos títulos emitidos ampliaram-se e os *spreads* cobrados diminuíram⁸⁰, como indica o gráfico abaixo. O aumento do prazo está relacionado, em grande parte, à elevação dos prazos mínimos exigidos e à imposição de um IOF inversamente proporcional ao prazo dos títulos em setembro de 1995, restrições que não inibiram a demanda por papéis emitidos por instituições brasileiras. Todavia, os dados oficiais não divulgam as demais características desses papéis, como a existência ou não da cláusula de *put option*, que permite aos investidores estrangeiros resgatá-los antecipadamente. Segundo informações da ANBID, essas cláusulas continuam sendo muito comuns nas emis-

⁸⁰ O prazo passa de 2,6 anos no primeiro trimestre de 1992 para 5 anos, na média, no biênio 1993-94. Os *spreads* (em pontos básicos) sofreram uma maior variação no período. Em 1993, eles aumentaram no primeiro semestre, mas retornaram ao nível médio de 1992 - entre 550 e 600 - no segundo semestre. Em 1994, os *spreads* oscilaram entre 450 e 520

sões brasileiras, o que aumenta a incerteza em relação do *timing* do fluxo de saída de dólares decorrente do pagamento dessas obrigações (Lóes, 1996).

Gráfico 2. *Spreads* e prazos médios dos títulos emitidos no exterior



Também é importante mencionar o efeito positivo sobre a composição dos investimentos de portfólio no mercado financeiro local das medidas que proibiram o direcionamento temporário de recursos do Anexo IV para as aplicações de renda fixa (ver seção 3.3). Essas aplicações são de curtíssimo prazo (referem-se ao *smart money*)⁸¹, mais líquidas e, assim, mais voláteis que as aplicações em ações, pois não têm risco de perda de capital. Parte desses recursos passaram a ingressar no país através do Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro (FRFCE). Este fundo teve uma captação líquida de apenas US\$ 130 milhões em 1994, cifra bastante inferior ao volume dos recursos ingressantes através do Anexo IV. A incidência de IOF sobre as aplicações desse fundo, cuja alíquota é decrescente com o prazo de permanência dos recursos, reduz a liquidez e a atratividade desta modalidade de aplicação.

⁸¹ Em agosto de 1993, quando foram proibidas essas aplicações, a participação desses fundos no patrimônio líquido do Anexo IV era de 25%, que correspondia a US\$2,2 bilhões.

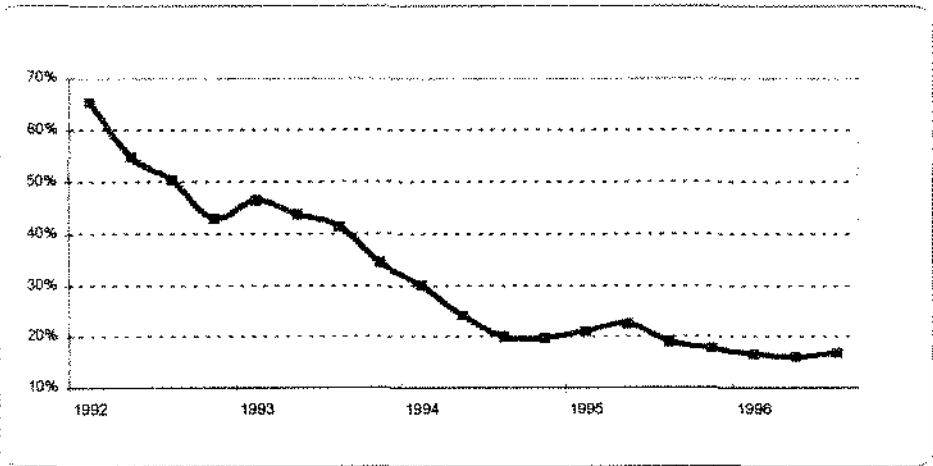
Tabela 9. Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro

US\$ milhões				
Ano	FRFCE		Anexo IV	
	Patrimônio	Captção	Patrimônio	Captção
	Líquido	Líquida	Líquido	Líquida
1991	-	-	-	-
1992	-	-	1.701	1.701
1993	1.080	1.061	7.178	548
1994	3.626	130	20.242	3.754

Fonte: CVM

Em 1995 e 1996, a captação bruta do FRFCE foi de apenas US\$211 milhões e US\$12 milhões, respectivamente, o que está associado à queda expressiva da sua rentabilidade no período em função da queda do cupom cambial, como indica o gráfico abaixo, que não foi acompanhada por uma redução do IOF.

Gráfico 3. Evolução do cupom cambial (taxas anualizadas)

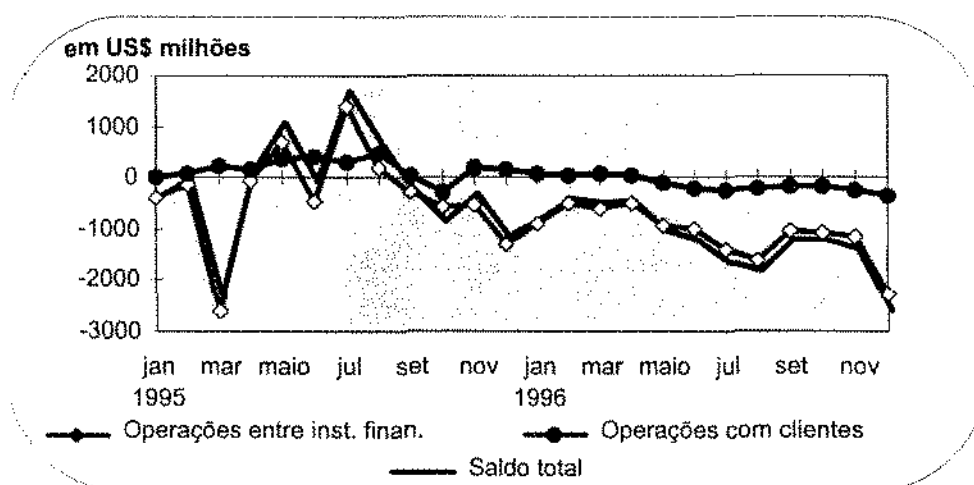


Diante das desvantagens do FRFCE, a partir de 1994 as contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante tornaram-se o principal canal de ingresso dos fluxos de *hot money*, estimulados pela alta rentabilidade das aplicações interna. Parte dessas operações são ilegais, pois são realizadas pela CC-5, que refere-se aos depósitos de não-residentes pessoas físicas, as quais apenas podem realizar remessas de moeda estrangeira se o saldo em moeda nacional da sua conta corrente for contrapartida de venda anterior de moeda estrangeira (ver seção 3.3). O IOF de 7% instituído em agosto de 1995, as restrições impostas pelo Bacen em abril (ver quadro 4) e a redução das taxas de juros domésticas de-

sestimularam as operações de arbitragem pelas contas de não-residentes, que passaram a registrar fluxos líquidos negativos a partir do segundo semestre de 1995⁸².

Uma *proxy* do volume desses fluxos é o saldo das operações com instituições no exterior, que também inclui transações decorrentes de comércio com países vizinhos e disponibilidades e investimentos de residentes no exterior e remessas (Bacen, 1996). Como indica o gráfico abaixo, a partir de setembro de 1995 as remessas líquidas aumentaram progressivamente. As operações com clientes, tradicionalmente superavitárias, passam a registrar saldos negativos em 1996, devido ao aumento das remessas referentes a viagens internacionais e à redução dos ingressos via transferências unilaterais.

Gráfico 4. Saldo do fechamento de câmbio no mercado flutuante



A segunda mudança positiva na composição da captação externa foi o aumento da participação do investimento externo direto no ingresso de capitais, que passou de apenas 2,7% em 1993, para 6% em 1995 e 12,1% em 1996. Outro indicador importante é relação IED/IEP. Quanto maior essa relação, menor a vulnerabilidade externa do ponto de vista da composição do ingresso de capitais. Apesar das mudanças na dinâmica dos investi-

⁸² Vale mencionar que a CC-5 abre espaço para a realização de operações de arbitragem, sem implicar a incidência de IOF. A primeira opção é realizar a operação de conversão de divisas (sobre a qual incide o imposto) no exterior; nesse caso, um agente não-residente no Brasil realiza a transferência de R\$ para a conta de outro não-residente, contra um pagamento em divisas no exterior. Outra opção é a operação denominada *Blue Chip Swap*. Essa operação envolve um ativo negociado no exterior, que o investidor transfere para uma agência de um banco brasileiro sediada em outro país, que credita os R\$ correspondentes na conta CC-5 do investidor no Brasil. Como a conversão formal de divisas é evitada, não incide IOF sobre a transação. Para enviar seus recursos do país, o investidores têm acesso livre ao mercado de câmbio flutuante através da CC-5 (Aurélio, 1997). Outro canal de arbitragem com recursos externos intensamente utilizado são as operações de *equity swap* (aluguel ou compra de ações no balcão com acordo de revenda), que possibilitam o direcionamento de recursos do Anexo IV para aplicações em renda fixa sem pagamento de IOF, e ganhos de arbitragem a partir da divergência entre o preço da ação no país e o preço do ADR no exterior.

timento estrangeiro continua sendo menos volátil e, assim, menos perversa para a economias periféricas que os investimentos de portfólio. Esses, independentemente do tipo de investidor, são guiados por uma lógica predominantemente especulativa. Esta relação passa de 34,3% em 1992 para apenas 5,9% em 1993 (ver Tabela 8). A partir de 1994, como reflexo do maior volume de IED, este indicador aumenta, atingindo esse ano 10,4%, 14,5% em 1995 e 38,8% em 1996. No entanto, os investimentos de portfólio estrangeiro em ações continuaram responsáveis pela maior parte da captação total no período analisado, seguidos dos empréstimos securitizados (ver Tabela 8).

Em termos líquidos, o volume de investimento direto superou os investimentos de portfólio em 1996. Nesse ano, a relação IED/IEP atingiu 150%, contra 62,5% em 1995 e apenas 37,6% em 1994. Já a participação do IED no saldo da conta de capital aumentou de 9,6% em 1995 para 27,9% em 1996, contra 18,5% do IEP. Essa inversão da relação entre IED e IEP foi significativa e constitui uma mudança positiva do ponto de vista da vulnerabilidade externa.

Ao lado da composição dos fluxos, um conjunto de indicadores nos permite avaliar o grau de vulnerabilidade externa da economia (ver Tabela 10).

Tabela 10. Indicadores de vulnerabilidade externa

	em %						
Coeficientes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Fluxos							
Déficit em conta corrente/export.	12,0	4,4	-	1,5	3,9	38,2	51,0
IEP/Déficit em conta corrente	2,7	39,8	-	1113,3	300,7	26,7	25,1
IED/Déficit em conta corrente	7,6	40,7	-	67,1	113,2	16,7	37,8
Emissões líq/Déf. cta corrente	12,6	249,3	-	1169,1	262,8	45,4	65,0
IEP retorno/ingresso	39,2	26,3	55,9	56,0	76,5	78,9	75,2
IED retorno/ingresso	44,5	17,7	12,8	54,7	14,7	9,6	4,0
Estoques							
Dívida externa total/export.	392,9	391,9	379,8	377,9	340,6	342,4	349,2
Dívida ext.líq.curto prazo/reservas	82,7	113,5	52,7	49,5	46,6	33,8	52,6
Estoque Anexo IV/reservas	-	-	-	40,1	57,5	37,0	38,7

Elaboração própria

* Dados referentes à junho de 1996

Apesar da melhora do perfil do ingresso de recursos externos no biênio 1995-96, o comportamento de um indicador fundamental para avaliarmos essa vulnerabilidade - o **déficit em conta corrente sobre exportações** - apresentou uma forte deterioração. Essa

relação, que era de apenas 3,9% em 1994, passou para 38,2% em 1995 e 51% em 1996. Esse valor é bastante preocupante. No México, essa relação atingiu 53,2% em 1993 e 61% em 1994, ano da crise cambial mexicana; na Argentina foi de 47,5% e 57,7%, respectivamente (Damill *et alii*, 1996). Assim, ao mesmo tempo em que a estabilização monetária, dentre outros fatores, teve efeitos positivos sobre as modalidades de captação externa, a estratégia de gestão dos fluxos a partir de julho de 1994 ampliou a fragilidade externa da conta corrente do Balanço de pagamentos.

Também é essencial avaliarmos a participação de cada modalidade de capital externo no financiamento do déficit em conta corrente. Essa análise torna-se relevante a partir de 1995, quando esse déficit assume magnitudes consideráveis, em decorrência do surgimento de déficits comerciais e do aumento do déficit da conta de serviços⁸³. Em 1995, os investimentos de portfólio financiaram 26,7% desse déficit e as emissões líquidas 36,6%, contra apenas 16,7% dos investimentos diretos. Em 1996, esses últimos aumentaram sua participação para 37,8% contra 25,1% dos investimentos de portfólio em ações.

Apesar da diminuição da participação do IEP no financiamento do déficit em conta correntes, a rotatividade desses investimentos (indicada pela relação **IEP retorno/IEP ingresso**) aumentou ao longo da década de 90. Esse aumento indica que a influência dos investidores estrangeiros nos negócios diários das bolsas de valores domésticas e, assim, sobre a evolução das cotações aumentou. Assim, a redução do ingresso líquido de IEP pode ter diminuído a vulnerabilidade externa do ponto de vista do balanço de pagamentos, mas não do ponto de vista do mercado acionário doméstico.

Além da análise dos fluxos, é fundamental considerarmos a relação entre os **estoques**. A entrada de fluxos de capitais externos resultará uma acumulação de estoques de ativos domésticos em poder dos residentes (ativos financeiros ou produtivos) e de passivos externos em poder dos residentes.

Se por um lado o aumento dos investimentos externos diretos e dos empréstimos securitizados vis-à-vis os investimentos de portfólio em ações é positivo do ponto de vista da composição dos fluxos de capitais, pois esses são mais voláteis, por outro lado, uma

⁸³ Até 1991, a entrada líquida de capitais externos voluntários ainda era reduzida. Em 1992, foi registrado superávit em conta corrente e no período 1993-94, essa entrada superou significativamente o déficit em conta corrente e, dada a política de intervenção esterilizadora, financiou a acumulação de reservas internacionais.

maior participação das multinacionais na estrutura produtiva doméstica e de recursos externos no financiamento da economia têm efeitos mais intensos sobre o déficit em conta corrente do que os investimentos em renda variável. Isso porque o ingresso de capital na forma de capital produtivo e capital de empréstimo exerce uma maior pressão sobre a conta de serviços fatores, na forma de remessas de lucro e de juros, respectivamente.

Retomando as questões colocadas por Kregel (1996), uma maior participação dos investimentos externos diretos na entrada líquida de capitais não elimina a vulnerabilidade externa dos países periféricos. Essa pode diminuir no curto prazo, devido à menor volatilidade dessa modalidade de capital externo, mas seus efeitos positivos no médio e longo prazo dependem de sua natureza e de seu direcionamento interno.

Grande parte dos fluxos de IED no contexto atual constituem fusões e aquisições de empresas, e não implantação de novas plantas. Segundo a Sobeet (Sociedade Brasileira de Empresas Transnacionais), essas operações representaram 42,5% do total de investimentos diretos mundiais em 1995. No Brasil, essas corresponderam a cerca de 40% dos investimentos diretos em 1996 (Gouvêa, 1997 e Sobeet, 1997). Ademais, os oligopólios mundiais têm aplicado recursos nos programas de privatização - infra-estrutura - e no setor de serviços, que são *non-tradeables*, e adquirido empresas de setores fragilizados pelo processo de abertura comercial, como autopeças, ou privilegiados nesse processo, como alimentos e bebidas. Em 1996, 62 % dos fluxos de IED para a economia brasileira direcionaram-se para o setor de serviços, dos quais 30,8% decorreram da privatização nos setores de energia e telecomunicações. Ou seja, as reformas neoliberais criaram oportunidades de investimento altamente lucrativas para os grupos estrangeiros, que implicarão fluxos elevados de remessas de lucros no futuro, ao mesmo tempo em que não criam capacidade de geração ou economia de divisas.

Os investimentos em novas plantas também se concentram em setores *non-tradeables*. Uma pesquisa recente da Cepal/CNI revela que a decisão de investir está determinada, principalmente, pelas perspectivas de crescimento do mercado interno. Essa conclusão já era previsível, pois a combinação de abertura comercial e valorização da moeda nacional tornou as atividades voltadas para esse mercado, ou protegidas da concorrência externa, como o setor automobilístico, mais lucrativas. Ademais, um aumento dos

investimentos resultará em maiores importações, pois o coeficiente de abertura do setor de bens de capital é bem maior que o da indústria de transformação como um todo - 70% em média, contra 15,6% (Moreira & Correia, 1997).

A conta de serviços fatores também será pressionada pelos pagamentos de juros sobre a dívida securitizada, que são superiores aos juros incidentes sobre a dívida velha. Apesar de ser menos volátil do que os investimentos via Anexo IV, uma participação crescente dessa modalidade de capital externo apenas é sustentável se a demanda por títulos brasileiros no mercado financeiro internacional for mantida. Assim, um elevado estoque de capital externo na forma de IED e empréstimos securitizados pode gerar problemas futuros para o balanço de pagamentos.

Essas observações sugerem que uma reversão ou interrupção da deterioração do déficit em conta corrente não parece provável, nem do ponto de vista da balança de bens e serviços não-fatores, nem da balança de serviços fatores. O volume de remessas de lucros e de juros aumentou no biênio 1995-96, passando de US\$10,7 bilhões para US\$12,2 bilhões, o que é um reflexo da expansão dos fluxos de investimentos diretos e empréstimos securitizados nesse período (ver Tabela 7).

Também é essencial avaliarmos a relação entre o estoque de ativos financeiros detido por não-residentes e a dívida externa de curto prazo, por um lado, e as reservas internacionais, por outro lado. Num contexto de abertura financeira e fluxos de capitais voláteis, a variável central para neutralizar movimentos especulativos dos investidores residentes e não-residentes e para amenizar os efeitos perversos desses movimentos sobre a evolução da taxa de câmbio é o nível de reservas cambiais em poder do Banco Central. Em outras palavras, um elevado volume de reservas constitui uma das formas de ampliar os graus de liberdade da política cambial num contexto de maior abertura financeira. Quanto maior este nível, maior a capacidade da autoridade monetária de conter surtos especulativos no mercado de câmbio. No entanto, essa capacidade também está diretamente relacionada com a composição dessas reservas.

O estoque do Anexo IV, aplicado predominantemente em ações, atingiu R\$ 18,6 bilhões em dezembro de 1995, valor que difere do saldo acumulado, pois também inclui a valorização dos portfólios desde a criação desse anexo em maio de 1991 (ver Tabela 14).

Esse valor correspondia a 37% do estoque de reservas internacionais nesta data, cifra menor que a registrada nos anos anteriores. Em 1996, a relação estoque Anexo IV/reservas registrou um pequeno crescimento, atingindo quase 40%⁸⁴. Mesmo considerando que o valor do estoque desse Anexo diminuirá num momento de fuga de capitais devido à queda dos preços das ações provocada por movimento geral de vendas por parte dos investidores estrangeiros, a desvalorização não seria suficiente para minimizar a crise.

A dívida externa líquida de curto prazo dos bancos residentes também apresentou um crescimento expressivo na primeira metade da década de 90, passando de R\$ 8,2 bilhões em 1990 para R\$31,5 bilhões em junho de 1996, como mostra a Tabela abaixo.

Tabela 11. Dívida externa total

Itens	US\$ milhões							
	1990	1991	1992	1993	1994-jun	1994-dez	1995	1996-jun
Dívida externa registrada	96.546	92.996	110.835	114.270	119.109	119.668	129.313	135.155
Setor público	78.837	75.423	86.669	83.515	87.910	86.864	87.168	84.754
Setor privado	17.709	17.573	24.166	30.755	31.199	32.804	42.145	50.410
Dívida não-registrada	26.893	30.914	25.114	31.456	30.397	28.627	29.943	31.586
Setor público	15.842	19.204	6.768	7.099	408	466	287	24
Setor privado	11.051	11.710	18.346	24.357	29.989	28.161	29.656	31.562
Dívida externa total	123.439	123.910	135.949	145.726	149.506	148.295	159.256	166.741
Setor público	94.679	94.627	93.437	90.614	88.318	87.330	87.455	84.778
Setor privado	28.760	29.283	42.512	55.112	61.188	60.965	71.801	81.972
Reservas internacionais	9.973	9.406	23.754	32.211	42.881	38.806	51.840	59.997
Haveres dos bcos comerciais	2.805	1.038	5.836	8.424	10.169	15.035	8.834	9.904
Dív. ext.liq de curto prazo*	8.246	10.672	12.510	15.933	19.820	13.126	20.822	21.658
Dívida externa total líquida**	110.681	113.466	106.359	105.091	96.456	94.454	98.582	96.840

* Diferença entre a dívida não registrada do setor privado exclusive atrasados e os haveres dos bancos comerciais brasileiros

** Dívida externa total menos as reservas internacionais.

Fonte: Banco Central

Essa dívida correspondia em dezembro de 1995 a 40% das reservas internacionais em poder do Bacen. Ao mesmo tempo, a capacidade de geração de divisas necessárias para o pagamento da dívida externa apresentou uma melhora pouco significativa. O indicador **dívida externa total/exportações** passou de 393% em 1990 para cerca de 340% no biênio 1994-1995. Essa cifra é maior que a observada no México em 1994 - 272% (Damill *et alii*, 1996).

Uma questão central é que uma redução expressiva desse indicador, assim como da relação déficit em conta corrente/exportações, não parece provável. Por um lado, as ex-

⁸⁴ Parte do estoque do Anexo IV é detido, ilegalmente, por residentes, que remetem recursos ao exterior através da CC-5, que são aplicados em fundos de investimentos no exterior, retornando ao país através do Anexo IV. Ao contrário das compras de ações por parte de residentes, não incide imposto de renda sobre ganhos de capitais desse Anexo.

portações brasileiras têm apresentado um desempenho medíocre ao longo da década de noventa e continuam concentradas em produtos de baixo valor agregado, como *commodities* industriais e agrícolas, cujos valores exportados são dependentes do ciclo econômico dos países centrais. Por outro lado, a configuração de preços relativos a partir do Plano Real, favorável aos produtos *non-tradeables*, desestimula os investimentos no setor exportador e, ao lado da abertura comercial, resultou num aumento estrutural do coeficiente importado, como enfatizado acima. Ou seja, além dos valores elevados desses indicadores no momento atual, não existem perspectivas de reversão dos déficits comerciais, o que seria fundamental para atenuar a vulnerabilidade externa.

Outra questão essencial é que a natureza da dívida externa alterou-se. Ou seja, ocorreu uma mudança qualitativa - empréstimos securitizados *versus* empréstimos bancários - no sentido de aumentar a liquidez e, assim, a volatilidade do passivo externo. Entretanto, ao contrário dos empréstimos sindicalizados dos anos 70, hoje a dívida externa está pulverizada entre um grande número de credores, o que pode ser favorável aos países periféricos, pois dificulta as negociações entre os credores e, assim, o seu poder de pressão sobre os países devedores.

Assim, apesar do volume elevado de reservas cambiais, as relações citadas acima indicam que o estoque de ativos financeiros domésticos detidos por investidores estrangeiros e a dívida externa de curto prazo são elevados, ou seja, o grau de cobertura das reservas em relação a esses estoques não é significativo. Como os recursos do Anexo IV são de curto prazo e voláteis, mesmo um nível elevado de reservas pode não ser suficiente para controlar surtos especulativos contra a moeda nacional. Da mesma forma, se empréstimos externos securitizados, que são contrapartida das reservas, são de curto prazo, o risco de crise cambial é maior, pois esses recursos são relativamente líquidos e, assim, o Banco Central tem pouco tempo para tentar controlar essa crise.

Em suma, o volume de reservas necessário para conter essa crise é inversamente proporcional ao prazo das aplicações estrangeiras e do passivo externo de curto prazo. A crise cambial de março de 1995, apesar de não ter tido uma grande dimensão, explicitou os riscos dos novos fluxos de capitais e da abertura financeira recente. As reservas internacionais diminuíram quase R\$ 7 bilhões entre dezembro de 1994 e abril de 1995. Além dos

movimentos de compra de moeda estrangeira por parte dos investidores externos, as empresas multinacionais realizaram remessas especulativas de lucro ao exterior. O aumento da conversibilidade da conta de serviços fatores tornou os fluxos relacionados a remessas de lucros e dividendos mais voláteis. Os bancos também realizaram compras significativas de moeda estrangeira. Os maiores limites de posição comprada (que haviam aumentado de US\$10 bilhões para US\$50 milhões em julho de 1994) aumentaram a capacidade de especulação dessas instituições no mercado de câmbio. Ademais, a Bovespa apresentou uma forte volatilidade, associada às vendas das ações por parte desses investidores. Além do aumento das flutuações diárias, o Ibovespa registrou queda de quase 40% entre novembro e março de 1995 (Bovespa, 1996).

Por último, é importante mencionar que o elevado estoque de dívida pública de curto prazo detido por residentes constitui um dos fatores de instabilidade macroeconômica potencial no momento atual. Esse estoque registrou crescimento extraordinário a partir de 1992, associado à estratégia de intervenção esterelizadora. Apesar das iniciativas buscando induzir o alongamento das aplicações financeiras, como as mudanças nos fundos de investimentos implementadas em 1995, essas continuam concentradas no curto prazo (ainda predominam as aplicações de 30 dias, apesar do crescimento das aplicações de 60 dias a partir de 1995). Assim, o estoque de riqueza financeira detido pelos residentes ainda possui um alto grau de liquidez, podendo ser convertido em moeda de transação sem grandes perdas de valor num curto período de tempo.

Em comparação ao início da década de 90, a relação entre as reservas internacionais e a dívida pública de curto prazo diminuiu, pois o aumento do estoque dessa dívida foi muito maior que o das reservas internacionais, devido ao diferencial entre os juros interno e externo e às necessidades de financiamento fiscal do tesouro. Com isso, a capacidade da Autoridade Monetária de neutralizar os ataques dos investidores residentes retraiu-se. Como esses investidores têm um acesso maior e mais rápido às informações sobre a situação macroeconômica do país, de forma geral são os primeiros a resgatar suas aplicações e pressionarem as reservas em moeda estrangeira do Banco Central, como foi observado no ataque especulativo contra o peso mexicano (FMI, 1995). Além disso, a ampliação do segundo nível de abertura financeira, a partir da criação do segmento flutuante do

mercado de câmbio e o aumento do grau de internacionalização do sistema financeiro na década de 90 flexibilizaram os canais de saída de divisas e, assim, reduziram os custos de transação associados à fuga de capitais. No final da década passada as remessas ilegais eram efetuadas pelo mercado paralelo, cuja liquidez era muito pequena.

4.2 Os impactos sobre o sistema financeiro doméstico

A análise das implicações da abertura financeira para a vulnerabilidade financeira externa do país também deve considerar seus impactos sobre o sistema financeiro doméstico. Esses impactos dependem do grau de abertura financeira do país, da composição e do volume dos fluxos de capitais e da gestão macroeconômica dos fluxos. A composição dos fluxos vai determinar os impactos sobre os diferentes segmentos do sistema financeiro, mais especificamente, sobre os mercados de crédito⁸⁵ e de capitais. Enquanto os fluxos de portfólio através da colocação de títulos de dívida direta no exterior têm efeitos essencialmente sobre o mercado de crédito, os investimentos de estrangeiros em ações dinamizam as bolsas de valores locais⁸⁶.

Os dois tipos de investimentos de portfólio também terão efeitos diferenciados sobre a estrutura de financiamento da economia - enquanto os investimentos em ações não modificam essa estrutura, pois apenas podem ser direcionado para o mercado secundário, a colocação de títulos impacta diretamente sobre a estrutura financeira das empresas e sobre a composição do passivo dos bancos.

Assim, a participação relativa dessas duas modalidades de investimento de portfólio estrangeiro resultará em distintos efeitos sobre a dinâmica financeira doméstica e, conseqüentemente, sobre a vulnerabilidade do sistema financeiro ao comportamento dos fluxos recentes de capitais. É importante ressaltar que o objetivo central da análise a seguir é **avaliar as interações entre abertura financeira, sistema financeiro e vulnerabilidade externa**. A análise do impacto dessa abertura sobre as condições gerais de financiamento da economia demandaria estudos adicionais, que ultrapassam o objetivo dessa dissertação.

⁸⁵ Nossa análise se limitará ao mercado de crédito bancário para pessoas jurídicas. Assim, analisaremos apenas a captação de recursos no exterior pelos bancos. As demais modalidades de crédito não serão analisadas, pois não sofreram impactos da abertura financeira devido às várias restrições ainda existentes à entrada de recursos externos em diversos segmentos do sistema financeiro doméstico.

⁸⁶ Essencialmente porque os fluxos internalizados através dessa modalidade de investimento de portfólio podem ser aplicados pelas empresas e pelos bancos na aquisição de ações negociadas nas bolsas de valores locais. Nesse último caso, ilegalmente.

4.2.1. Mercado de crédito

Os impactos dos fluxos de capitais sobre o mercado de crédito bancário dependem basicamente de dois fatores, além do grau de abertura financeira: do volume captado através da colocação de títulos no exterior e da participação neste volume do setor privado financeiro. O volume captado retraiu-se apenas em 1994. Quanto à abertura por tomador - setor privado financeiro *versus* não-financeiro - ocorre uma mudança na importância relativa desses dois setores ao longo do período 1992-1996⁸⁷, como indica a Tabela abaixo.

Tabela 12. Colocação de títulos por tipo de tomador

Tipo de Tomador	1992	1993	1994	1995	1996
Total					
Número de Lançamentos	202	267	230	258	256
Valor (US\$ milhões)	5.591	12.149	11.573	14.317	14.911
Prazo Médio (anos)	3,3	4,3	5,0	5,1	6,5
"spread" (em pontos básicos)	571	640	492	502	474
Custo Global (% a.a.)	11,2	11,0	11,2	11,3	11,1
Setor Privado Financeiro					
Número de Lançamentos	66	161	129	133	80
Valor (US\$ milhões)	2.720	7.814	8.031	7.567	5.007
Prazo Médio (anos)	2,8	3,4	3,9	4,2	5,4
"spread" (em pontos básicos)	637	666	500	511	496
Custo Global (% a.a.)	11,6	11,0	11,2	11,4	11,2
% no total	48,6	64,3	69,4	52,9	33,6
Setor Privado Não-Financeiro					
Número de Lançamentos	128	96	99	119	167
Valor (US\$ milhões)	1.912	2.747	3.223	3.552	7.606
Prazo Médio (anos)	4,6	5,8	6,3	5,4	7,1
"spread" (em pontos básicos)	576	595	497	557	493
Custo Global (% a.a.)	11,4	11,0	11,3	11,8	11,5
% no total	34,2	22,6	27,8	24,8	51,0
Setor Público					
Número de Lançamentos	8	10	2	6	9
Valor (US\$ milhões)	940	1.588	318	2.355	2.297
Prazo Médio (anos)	4,1	3,7	8,0	3,5	4,2
"spread" (em pontos básicos)	518	520	358	467	421
Custo Global (% a.a.)	10,8	9,6	10,3	10,5	9,9
% no total	16,8	13,1	2,7	16,4	15,4

Fonte: Banco Central.

⁸⁷ Esses dados de abertura por setor só estão disponíveis a partir de 1992.

No período 1992 a 1995, as captações por parte dos bancos são predominantes (em termos do volume captado). Em 1996, essa tendência é revertida. Enquanto as emissões de papéis diretamente pelas empresas privadas atingiram US\$ 7,6 bilhões, 51% do total, os lançamentos por parte dos bancos ficaram em US\$ 5 bilhões, 33,6% do total. A retração das emissões dos bancos deve estar associada à maior cautela dessas instituições na concessão de empréstimos domésticos, devido ao aumento significativo da inadimplência das pessoas físicas e jurídicas em 1995. A política monetária restritiva adotada nesse ano, com o objetivo de reverter a deterioração das contas externas, teve como consequência a fragilização da situação financeira das famílias e empresas, que haviam aumentado seu endividamento após o Plano Real.

O maior volume captado pelos bancos até 1995 reflete, parcialmente, o custo mais elevado das captações diretas por parte das empresas no mercado financeiro internacional, que envolve além da comissão paga ao banco líder do lançamento e às demais instituições envolvidas no *underwriting*, serviços legais, elaboração e impressão do prospecto de lançamento, realização de *road shows*, impressão dos títulos, registro na bolsa de valores e comissão do agente responsável pela coleta dos pagamentos.

A captação de recursos através do endividamento externo securitizado apresenta vantagens para as empresas brasileiras comparativamente ao crédito doméstico, em termos de custo e de prazo. Além da taxa de juros mais favorável, essas captações possibilitam o alongamento do perfil da dívida, a partir da substituição de uma dívida de curto prazo em moeda nacional por uma dívida de prazo mais longo em moeda estrangeira (o prazo de amortização passou de 4,6 anos em 1992 para 7,1 em 1996, como indica a Tabela 12)⁸⁸. Vale ressaltar que um grupo restrito de empresas tem tido acesso a esta fonte de financiamento, essencialmente filiais de multinacionais, empresas estatais e grupos privados com atividades exportadoras, ou seja, esse mercado é altamente seletivo. Como ressalta Baer (1995:109):

"O acesso a estes mercados organizados é, entretanto, muito mais seletivo do que foi o mercado do crédito internacional dos anos 70, atendendo essencialmente à demanda de recursos de grandes empresas internacionais e agentes de primeira linha (...) Ou seja, a retomada do financiamento externo aconteceu para uma parte

⁸⁸ Segundo informações obtidas nos cadernos especiais da Gazeta Mercantil, os recursos também têm sido direcionados para o financiamento de investimentos em modernização e ampliação da capacidade produtiva.

dos agentes econômicos, isto é, para os first best borrowers (...) deste processo estão excluídos todos aqueles agentes que não se qualificam em termos de tamanho e risco, essencialmente empresas de menor porte e aquela parte do setor público cujas obrigações se concentram na infra-estrutura social."

A avaliação da participação do crédito externo no endividamento total das empresas ultrapassa os objetivos dessa dissertação e exigiria uma análise das estruturas passivas a partir dos balanços anuais. Os dados de dívida externa publicados pelo Bacen apenas separam a dívida pública da dívida privada, ou seja, não é possível identificar os dados referentes ao estoque da dívida externa do setor privado não-financeiro. O total captado no período 1992-1996 foi de quase US\$ 20 bilhões, sendo que os volume anuais registram crescimento contínuo (ver Tabela 12).

As empresas de pequeno e médio porte têm acesso indireto aos recursos externos através das instituições financeiras, que os repassam internamente via Resolução 63, com prazos mais longos e custos menores do que os prevalecentes no mercado doméstico. Apesar das medidas adotadas pelo governo visando reduzir a atratividade destas captações, principalmente a elevação de IOF e dos prazos mínimos das operações, as linhas de crédito externas continuam com condições mais favoráveis em termos de prazo e custo.

A colocação de títulos no exterior pelos bancos com o objetivo de captar recursos nos termos da Resolução 63 foi autorizada em meados de 1991. As captações passaram de US\$ 832 milhões em 1992 para US\$ 7,8 bilhões em 1993 e mantiveram-se relativamente estáveis no biênio 1994-95. Assim, as operações de repasse 63 foram retomadas, redinamizando um antigo canal de financiamento das empresas brasileiras.

Os empréstimos bancários no âmbito da Resolução 63 apenas podem ser direcionados para pessoas jurídicas e foram repassados através de operações de capital de giro, *leasing* e *vendor*. Esses recursos parecem ter sido utilizados tanto para reestruturação de dívidas quanto para realização de investimentos e financiamento do comércio exterior (Bittencourt, 1994 e Barros & Mendes, 1994). Até 1995, apenas eram permitidos empréstimos para a indústria, comércio e serviços. Nesse ano, o Bacen autorizou créditos com *funding* externo para os setores imobiliário e rural, através das Resoluções nº 2.170 e nº 2.148, respectivamente. Enquanto o volume captado através da Res. nº 2.170 foi pouco significativo - zero em 1995 e US\$631 milhões em 1996 - as captações de recursos atra-

vés da Res. nº 2.148 passaram de US\$1,06 bilhões em 1995 para US\$4,8 bilhões em 1996.

A Tabela abaixo, montada a partir dos dados consolidados dos balanços dos bancos disponíveis nos suplementos estatísticos do Bacen, indica a evolução da participação do passivo externo de curto e longo prazo em relação ao passivo total.

Tabela 13. Grau de dolarização do sistema bancário brasileiro

		em %			
		obrig. ext./total	obrig. ext. de curto prazo/total	obrig. longo prazo/total	
				Res. 63	Emprest. Total
1991		24,9	7,0	2,7	15,2 17,9
1992		21,3	15,0	4,5	1,8 6,3
1993		25,0	17,1	6,1	1,8 7,9
1994	I	24,6	17,2	5,7	1,7 7,4
	II	24,9	18,0	5,3	1,6 6,9
	III	20,4	14,5	4,5	1,4 5,9
	IV	19,5	13,2	4,7	1,6 6,3
1995	I	19,3	13,6	4,2	1,5 5,7
	II	19,5	13,3	4,5	1,7 6,2
	III	18,3	12,3	4,5	1,5 6,0
	IV	20,0	13,4	4,7	1,9 6,6
1996	I	19,6	12,6	5,1	1,9 7,0
	II	21,1	13,7	5,5	1,8 7,4
	III	18,3	12,3	5,6	1,5 6,0

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Nota: Elaboração própria a partir dos balanços consolidados do Banco do Brasil, CEF e bancos privados (múltiplos, comerciais e de investimento). No período considerado, os bancos privados foram responsáveis, em média, por cerca de 90% do passivo externo total.

A participação das obrigações externas sobre o passivo total registrou pequenas variações entre 1991 e 1996, tendo atingido 20,4% no terceiro trimestre de 1996 contra 26,5% no final de 1991. Contudo, a composição das obrigações externas se modificou, como indica a Tabela acima. No início da década de noventa, a maior parte do passivo dolarizado referia-se a empréstimos de longo prazo, referentes à dívida antiga que os bancos contraíram no exterior na década de 70, cuja participação no passivo total caiu de 15,2% em 1991 para 1,8% em 1992. Já a participação dos repasses via resolução 63 e das obrigações externas de curto prazo aumentou substancialmente, refletindo o retorno dos fluxos de capitais voluntários. É importante ressaltar que a queda dos percentuais entre o segundo e terceiro trimestres de 1994 deve-se a uma mudança na amostra e na metodologia de cálculo realizada pelo Bacen. Ou seja, há uma descontinuidade na série

nesse período que impede uma análise da evolução do grau de dolarização entre 1993 e primeiro semestre de 1994.

Com o retorno dos fluxos, as obrigações externas de curto prazo tornaram-se predominantes, passando de 7% em 1991 para 15% em 1991⁸⁹. Esses recursos são direcionados para o financiamento do comércio exterior. O crescimento dessa modalidade de crédito, que é um crédito entre instituições financeiras - ou seja, não é securitizado - está diretamente relacionado com a abertura comercial, pois uma parte considerável direcionou-se para o financiamento das importações. Segundo o Bacen, 61% das importações em 1995 e 65% em 1996 foram financiadas por linhas de crédito externo com prazo entre 180 e 360 dias (Ferrari, 1995). Essas linhas têm condições de prazo e custo substancialmente mais favoráveis que as linhas de crédito interno e sua disponibilidade constitui, inclusive, um dos fatores responsáveis pelo crescimento das importações.

Assim, uma eventual desvalorização cambial teria impactos significativos sobre a solvência dos importadores. Ou seja, o aumento da participação desse tipo de crédito, que não é direcionado para as atividades produtivas domésticas, pode ampliar a vulnerabilidade dos bancos a mudanças na direção e no custo dos capitais externos. Nesse caso, os impactos sobre o sistema bancário são mais amenos, pois os financiamentos ao comércio exterior são menos instáveis que as demais linhas de crédito externo, desempenhando a função de um fundo rotativo. Entretanto, tensões internas nesses sistemas podem dificultar a renovação dessas linhas creditícias (Baer, 1996).

Vale mencionar que as obrigações externas de curto prazo não são necessariamente direcionadas, em sua totalidade, para o financiamento do comércio exterior. Os bancos podem contratar linhas de crédito de curto prazo junto a instituições no exterior, dependendo do seu limite de posição vendida, e realizar operações de arbitragem no mercado financeiro doméstico. Como esse limite varia de acordo com o porte da instituição, com os dados disponíveis é impossível dimensionar esse vazamento.

⁸⁹ O restante do passivo de curto prazo refere-se a depósitos de aviso prévio e depósitos a prazo em moedas estrangeiras no segmento de taxas flutuantes, depósitos em moeda estrangeira, comissões de agentes sobre exportação, fretes e prêmios de seguro sobre exportação, correspondentes no exterior em moeda nacional e obrigações por títulos e valores mobiliários no exterior.

Para avaliarmos o impacto da abertura financeira sobre o mercado de crédito bancário doméstico, devemos considerar a participação dos recursos externos na alavancagem total dos bancos, ou seja, a relação entre repasses via Resolução 63 e o passivo total. Essa relação aumentou bastante entre 1991 e 1992, passando de apenas 2,7% para 4,5%. A partir do segundo semestre de 1995, ocorre um crescimento contínuo dessa relação, que atingiu 5,6% em setembro de 1996. Apesar desse aumento do grau de dolarização do sistema bancário doméstico, é importante ressaltar que este ainda é muito pequeno. No México, essa relação atingiu mais de 30% e na Argentina quase 50% em 1994 (Banco do México, 1995 e Fanelli & Machinea, 1995).

Além dessa diferença quantitativa, existem duas diferenças qualitativas entre a dolarização do sistema bancário brasileiro e a dos sistemas mexicano e argentino. No Brasil não são permitidos depósitos de estrangeiros nos bancos locais, realizados ou indexados em dólar. Os passivo dolarizado dos bancos é captado através da colocação de títulos no exterior, cujo prazo médio atingiu 6 anos em 1996. Esses recursos são repassados para os tomadores domésticos com prazo bastante inferior, o que elimina o risco de descasamento de prazo. Assim, ao contrário daqueles países, os bancos não estão vulneráveis à queda do volume de depósitos de curto prazo dos não-residentes, que compõem o passivo em moeda estrangeira dos bancos mexicanos e argentinos.

Ademais, os recursos captados externamente não podem servir de lastro para operações de crédito a pessoas físicas. Em 1996, como as montadoras do setor automobilístico estavam utilizando recursos externos para financiar a compra de veículos com cláusula de correção cambial, o Banco Central, através de uma nota, "lembrou" o mercado que apenas empresas podem tomar empréstimos no âmbito da resolução 63, esclarecendo que "*Caso haja financiamento a terceiros de bens adquiridos pela empresa tomadora de recursos externos, estes deverão ser livremente pactuados entre as partes, sem, contudo, estabelecer qualquer vínculo em moeda estrangeira*". Essa advertência indica a cautela das autoridades brasileiras em relação à ampliação do terceiro nível de abertura financeira.

Assim, a abertura financeira recente não teve, até o momento, os impactos esperados pelos liberais, de dinamizar o sistema bancário interno e ampliar o *funding* de longo prazo. Todavia, as pequenas participações de recursos externos na alavancagem total do ban-

cos e de dívidas com correção cambial no passivo das empresas são positivas do ponto de vista da vulnerabilidade externa. Quando os fluxos de capitais servem de lastro para empréstimos domésticos indexados ao dólar, os setores endividados e, conseqüentemente, os bancos credores, ficam vulneráveis a mudanças na direção desses fluxos e a desvalorizações cambiais, decorrentes de fatores externos ou internos. A crise cambial se desdobra em inadimplência, crise bancária e recessão. Mesmo os setores que não têm passivos em moeda estrangeira são atingidos pelo aumento dos juros domésticos, que constitui uma das medidas de política econômica para conter a crise cambial. Ou seja, cria-se um vínculo estreito entre a evolução do balanço de pagamentos e a do sistema financeiro doméstico, ampliando a vulnerabilidade financeira externa da economia em questão (ver seção 2.2.3).

O risco cambial dos empréstimos externos é transferido às empresas, pois essas linhas de repasse 63 são corrigidas pela variação cambial. Para as empresas que atuam em setores *tradeables* e, assim, têm a maior parte da receita dolarizada, a vantagem do financiamento externo é maior, pois esse risco é nulo, já que tanto o ativo quanto o passivo são dolarizados. Para as empresas produtoras de não-comercializáveis o risco cambial pode neutralizar o custo mais favorável em termos de juros. Os agentes podem utilizar instrumentos derivativos (contratos futuros ou opções de câmbio) para se proteger do risco cambial.

O **mercado de derivativos doméstico** apresentou intensa dinamização nos últimos anos e, com isso, sua liquidez aumentou significativamente (Sanvicente, 1994). Em 1996, a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F) já era uma das 5 maiores bolsas de futuros no mundo. O volume financeiro negociado passou de apenas R\$3 bilhões antes do Plano Real para R\$20 bilhões no início de 1997, sendo que 42% das operações referem-se a derivativos de taxas de juros e 35% a derivativos de câmbio (ANBID, 1997). Entretanto, como os prazos dos derivativos de câmbio são relativamente curtos em relação ao prazo dos empréstimos no âmbito da Resolução 63, devem ser renovados continuamente. Além disso, **os derivativos não eliminam os risco de preço, mas possibilitam a sua transferência.** O risco em si não deixa de existir e, assim como nos demais mercados financeiros, as operações são realizadas apenas se existem divergências de opiniões. O agente que

efetua um *hedge* contra uma eventual desvalorização cambial passa o risco para frente. A instituição ou o indivíduo que o assumiu também procura se proteger através de operações semelhantes e, assim, uma complexa rede de transações se forma (Cintra, 1996). Se estas divergências não existem, em algum momento esse rede se rompe.

Uma afirmação feita por vários analistas (ver, por exemplo, Carneiro, 1991 e Meyer, 1994) é que a maior parte dos capitais externos captados pelos bancos é utilizada em operações de arbitragem através da compra dos títulos públicos. Ou seja, segundo esses autores, os recursos internalizados pelo setor privado financeiro são repassados para o setor público através das operações de esterilização com títulos do Banco Central e do Tesouro.

Apesar de ser em parte verdadeira, pois os bancos realmente buscam aproveitar o diferencial entre as taxas de juros interna e externa como fonte de lucratividade, essa afirmação merece algumas qualificações. Esses autores não se referem à legislação subjacente à Resolução 63, que estabelece a **obrigatoriedade** do repasse dos recursos para o setor produtivo, que podem ser aplicados em NTN-cambiais e no mercado interbancário de câmbio apenas **temporariamente**, enquanto não são repassados para os tomadores domésticos. Essa possibilidade foi, inclusive, suspensa entre fevereiro e novembro de 1996.

Como a supervisão do Banco Central não é muito rígida, essas operações de arbitragem foram muito comuns, principalmente nos períodos de maior diferencial de juros (1991 a 1995). Todavia, não existem dados que comprovem estas operações⁹⁰. Ademais, uma questão não enfatizada pela maioria dos autores é que as próprias empresas que captam recursos no exterior podem utilizá-los na aquisição de títulos públicos.

O impacto da maior disponibilidade de recursos externos sobre o mercado de crédito doméstico também depende da gestão macroeconômica. Se é adotada uma intervenção esterilizadora "radical", ou seja, se a totalidade dos fluxos for esterilizada, o mercado de

⁹⁰ Uma análise minuciosa do direcionamento interno dos recursos captados via colocação de títulos no exterior - atividades que estão financiando, prazos, perfil dos tomadores, etc - é praticamente impossível de ser realizada a partir dos dados disponíveis. Uma caracterização geral poderia ser feita a partir de entrevistas nas principais instituições atuantes nesse segmento, mas mesmo estas não garantiriam a veracidade dos dados, devido ao fato, já ressaltado acima, das operações de arbitragem serem proibidas legalmente. Nas reportagens da Gazeta Mercantil sobre a captação de recursos externos, que coletamos no período 1993-96, os diretores da área de repasse afirmam que estes são efetivamente repassados para o setor produtivo.

crédito é isolado dos efeitos potenciais de um maior afluxo de capitais. Mesmo nesse caso, a captação desses recursos pode ter impactos sobre a composição do *funding* do sistema bancário, com uma maior proporção do crédito associada a operações de repasse. Com isso, o volume de créditos com correção cambial se expande e o maior volume de títulos públicos existente devido às operações de esterilização pode estar sendo adquirido a partir dos recursos captados internamente.

Se os ingressos de recursos externos são esterilizados apenas parcialmente, como ocorreu no México, ou não são esterilizados, como ocorre na intervenção não-esterilizadora, o potencial de crescimento do crédito interno é maior, uma vez que o aumento da liquidez primária resulta na expansão dos depósitos dos bancos e, assim, da sua capacidade de empréstimo. Além disso, observa-se uma pressão baixista sobre a taxa de juros, estimulando a demanda de crédito. Como vimos na seção 3.3, no período considerado a intervenção esterilizadora foi predominante. Assim, pode-se afirmar que a gestão macroeconômica contribuiu para atenuar os efeitos do ingresso de capitais externo sobre o mercado de crédito doméstico.

4.2.2. Mercado de capitais

O mercado de capitais é o *locus* de financiamento das empresas através da emissão de papéis negociáveis de renda fixa e variável, respectivamente, títulos de dívida direta e títulos de propriedade (ações). O papel do mercado de capitais no financiamento do investimento produtivo é um dos temas de maior controvérsia na teoria econômica⁹¹.

Vários economistas brasileiros têm enfatizado a necessidade de desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. Os liberais ressaltam diversas vantagens desse mercado vis-à-vis o mercado de crédito, como a democratização do capital e o aumento do profissionalismo e da transparência da gestão empresarial devido à introdução do risco potencial de *take-over*. Ademais, um mercado de ações eficiente resultaria na queda do prêmio de risco e, assim, do custo de capital⁹².

Segundo Ferreira (1995), o mercado de capitais integrado à política financeira pode ter um papel fundamental no financiamento empresarial. Os bancos de investimento podem contribuir no processo de mudança da natureza da propriedade das empresas brasileiras, predominantemente familiares, através da promoção da reestruturação societária e do saneamento financeiro. Do lado da demanda por ativos financeiros, o desenvolvimento deste mercado levaria a uma diversificação dos instrumentos financeiros compatível com o crescimento dos investidores institucionais, cujos compromissos atuariais exigem que parcela substancial de seu ativo seja investida em ações. Com isso, haveria uma ampliação do *funding* interno para os investimentos.

Nessa visão, a entrada de investidores estrangeiros nas bolsas de valores domésticas constituiria um instrumento fundamental para o aumento da importância do mercado acionário doméstico, pois resultaria numa dinamização das bolsas - aumento do volume negociado, da liquidez e do valor de mercado das ações - e, como consequência, estimularia

⁹¹ Para maiores detalhes ver Singh (1992), Zysman (1983) e Ferreira (1995).

as emissões primárias de ações. A eficiência do mercado seria ampliada devido ao aumento da competição. Essa “crença” justifica o papel diferenciado concedido a estes investimentos na maior parte do período analisado, como vimos acima. A seguir, procuraremos analisar seus impactos reais.

Os investimentos de portfólio em ações direcionados para a América Latina apresentaram crescimento contínuo a partir de 1989 (ver seção 1.2.1). Segundo Gooptu (1993), corresponderam a 2/3 dos fluxos internacionais de capitais para a região no período 1989/93. O Brasil foi um dos primeiros países na América Latina a permitir a entrada dos investidores estrangeiros nas bolsas de valores domésticas através de *country funds* (Anexos III). Com a possibilidade de compra direta de ações de primeira linha em mercados emergentes através de investimentos de portfólio diretos ou de *Depositary Receipts* (no Brasil viabilizadas com a criação dos Anexos IV e V, respectivamente) houve uma diminuição da demanda por *country funds*.

Outros fatores condicionantes foram a maior integração dos mercados através das inovações na área de informática e no sistema de comunicação, implicando disponibilidade de informação diária e instantânea sobre as diferentes bolsas de valores, e a inovação na estrutura regulatória e de supervisão nos mercados de ações e *securities* nos países centrais, tendo como consequência a queda do custo da oferta pública de novas ações de firmas latino-americanas nas bolsas de valores desses países.

É importante esclarecer que o impacto da abertura financeira e do ingresso de recursos externos sobre o mercado de capitais, como definido acima, foi indireto e é de difícil dimensionamento. Isso se deve às restrições ainda existentes às *inward transactions*. A abertura financeira na década de noventa apenas legalizou a **entrada direta de investidores institucionais estrangeiros nas bolsas de valores domésticas**, ou seja, no mercado secundário de ações. A compra de ações no mercado primário continua proibida. Os

⁹² Keynes também enfatizou a importância do mercado de capitais, mas no sentido de “fundar” as dívidas de curto prazo das empresas (*finance*). Na teoria pós-keynesiana, esse mercado é essencial para a consolidação dessas dívidas e, assim, para viabilizar investimentos de longa maturação. Para que as decisões de investir se concretizem é essencial que exista tanto um mercado de crédito quanto de capitais desenvolvidos que garantam, respectivamente, o *finance* necessário para a execução do investimento e o *funding*, o qual evita o surgimento de situações de iliquidez ou solvência do empresário (*speculative e Ponzi finance*, nos termos de Minsk). No entanto, este autor também advertiu sobre os riscos embutidos na transformação de um investimento em capital fixo em centenas de papéis negociáveis: a predominância dos especuladores *vis-a-vis* os empreendedores (Keynes, 1936).

investidores estrangeiros têm acesso a esse mercado apenas quando são realizadas emissões globais de ações ou através de ADRs de nível III (ver seção 3.2.2)

Em relação ao segmento de renda fixa do mercado de capitais - que no caso do Brasil restringe-se ao mercado de debêntures -, o ingresso de recursos externos teve um efeito dinamizador apenas em 1993, quando ainda era permitido o direcionamento temporário de recursos do Anexo IV para aplicações de renda fixa. Em 1993, a maior parte das colocações de debêntures - em torno de US\$3,8 bilhões, volume 4 vezes superior ao do ano anterior - foram adquiridas por investidores estrangeiros via Anexo IV, atraídos pelo elevado diferencial de juros interno/externo.

O maior volume de emissões desses papéis ocorreu exatamente no bimestre setembro-outubro de 1993, após a proibição da aplicação dos recursos desse Anexo nos fundos de *commodities*. Entretanto, em dezembro de 1993 também foram proibidas as demais aplicações de renda fixa para esses recursos. A partir de então, o único canal legal de entrada de recursos externos no segmento de renda fixa é o Fundo de Investimento Capital-Estrangeiro. Essa medida teve um impacto negativo sobre o mercado de debêntures, já que de acordo com os requerimentos de aplicação desse fundo, o volume de recursos direcionados para títulos de emissão de uma empresa é de no máximo 10%. Assim, centraremos nossa análise no mercado secundário de ações, ou seja, nas bolsas de valores, que foi o único mercado diretamente atingido pelo processo de abertura financeira.

O mercado acionário brasileiro teve um comportamento fraco na década de 80. O valor de mercado das companhias listadas em bolsa manteve-se praticamente estagnado entre 1985 e 1992. Os surtos de crescimento estavam associados a atividades especulativas e curtos períodos de otimismo. O único período da década no qual este mercado apresentou maior dinamismo - tanto no segmento primário quanto no secundário - foi após o Plano Cruzado, quando a redução drástica das taxas de inflação impactou positivamente sobre as expectativas dos agentes, que aumentaram substancialmente sua demanda por ações.

O maior dinamismo apresentado pelas bolsas de valores a partir de 1991 está diretamente associado à entrada de investidores externos através do Anexo IV, ou seja, ao avanço do processo de abertura financeira da economia brasileira (ver seção 3.2.2).

Além das mudanças no marco institucional, o aumento dos investimentos estrangeiros nas bolsas de valores domésticas está associado à expansão dos fluxos de portfólio direcionados aos mercados emergentes a partir do final de década de 80, atraídos pelas perspectivas de lucro devido às baixas cotações dos papéis, à sua maior volatilidade e ao avanço dos processos de privatização - e aos baixos preços das ações das empresas brasileiras em termos absolutos e em comparação com outros mercados emergentes, indicando um grande potencial de valorização do mercado.

Tabela 14. Anexo IV

Em US\$ milhões

Ano	Estoque de ativos*	Fluxos mensais*				Composição da carteira**						
		entradas	saídas	saldo	acumul.	ações	deriv.	debent.	moeda priv.	FAF	fundo comodit.	fundo renda fixa
1991	-	482	98	386	386	-	-	-	-	-	-	-
1992	-	2.967	1.652	1.314	1.701	-	-	-	-	-	-	-
1993	10.380	14.614	9.136	5.478	7.178	78,1	-	10,5	0,8	0,6	10,3	1,5
1994	20.971	20.532	16.778	3.754	10.932	76	5,2	13,8	5,3	0,8	0,0	0,0
1995	18.650	22.025	21.498	527	11.459	85	2,1	7,9	4,5	0,9	0,0	0,0
1996	23.681	12.774	11.458	1.316	12.775	90	0,0	5,1	3,7	0,9	0,0	0,0

* Em bilhões de R\$ de dez/95.

** Média do ano

Fonte: Bacen

O volume de recursos ingressantes através do Anexo IV em 1991, ano de sua instituição. Esse volume foi de US\$ 482 milhões e atingiu US\$ 22,02 bilhões em 1995, um crescimento de 4.469 %. No entanto, o fluxo líquido (saldo), que cresceu significativamente entre 1991 e 1993, retraiu-se a partir de 1994, como indica a Tabela 14. As possíveis causas dessa retração são o aumento da taxa de juros dos EUA em 1994, as restrições às aplicações em renda fixa através do Anexo IV a partir de 1993 e os impasses no processo de privatização. Em 1996, as entradas líquidas registraram crescimento em relação a 1995, estimulado pela aceleração do processo de privatização.

Outro indicador fundamental para avaliarmos os impactos desses fluxos sobre as bolsas e também sobre a vulnerabilidade externa é o estoque de ativos do Anexo IV, que atingiu US\$23,6 bilhões em dezembro de 1996. Esse valor diverge do saldo acumulado, de US\$11,5 bilhões, pois inclui a valorização do portfólio no período. Como contrapartida desse movimento, a participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa aumentou significativamente no período, passando de 6% no 2º semestre de 1991 para mais de 37% em 1996⁹³. Apesar da redução do fluxo líquido de recursos a par-

⁹³ O dado de 1991 foi obtido em Bovespa (1993). Os dados detalhados sobre participação dos investidores estrangeiros nos negócios da Bovespa passaram a ser publicados em 1993.

tir de 1994, a participação desses investidores nos negócios diários aumentou. Os volumes elevados das entradas e saídas também indicam a participação significativa dos investidores estrangeiros nos negócios diários da Bovespa⁹⁴.

Tabela 15. Participação dos investidores estrangeiros na Bovespa

Ano	% participação dos investidores estrangeiros				
	a vista	a termo	opções	outros	total
1993	14,4	-	23,3	8,4	16,0
1994	26,1	0,1	13,9	9,5	21,4
1995	35,0	0,0	2,3	3,3	29,4
1996*	40,3	0,0	4,4	12,4	37,0

* Novembro de 1996

Fonte: Bovespa

Em relação ao direcionamento das aplicações, a composição dos carteiras do Anexo IV modificou-se substancialmente em 1994 relativamente a 1993 devido às medidas tomadas no final desse ano, proibindo as aplicações dos recursos desse anexo *temporariamente* não direcionados para as bolsas de valores em instrumentos de renda fixa (ver Tabela 14). Uma característica comum em todo o período 1991-96 é a concentração das aplicações em ações, já que o Anexo IV disciplina a aplicação de recursos dos investidores externos nas bolsas de valores domésticas. Em 1993, um volume substancial de recursos direcionou-se para os fundos de *commodities*, cuja rentabilidade era muito alta dado o elevado patamar das taxas de juros no período. Em 1994, houve um aumento das aplicações em derivativos, autorizadas em 1993, e nas moedas de privatização. Através das aplicações em opções e futuros, os investidores estrangeiros conseguiam praticamente converter suas aplicações em ações em renda fixa. Entretanto, em agosto de 1995 essas aplicações foram proibidas, no âmbito de um pacote de medidas para desestimular a entrada de recursos externos.

A estreita associação entre o aumento dos ingressos via Anexo IV e o maior dinamismo da BOVESPA - a maior bolsa de valores do país, que correspondia a 85% do mercado nacional em 1995 - torna-se evidente quando analisamos o comportamento do volume negociado e do índice Bovespa no período 1991/1994. Apesar da tendência geral de dinamização e aprofundamento associada à entrada dos investidores estrangeiros, a evo-

⁹⁴ O outro canal de entrada de investidores externos nas Bolsas - os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro (Anexo II) - têm um patrimônio líquido muito pequeno, de apenas Us\$ 240 milhões em outubro de 1996.

lução dos indicadores da Bovespa no período também reflete a influência de fatores de ordem doméstica, como a condução da política econômica interna e o quadro de instabilidade econômica e política até 1994.

O **índice Bovespa**, que é um indicador da rentabilidade das principais ações negociadas, apresentou uma expressiva valorização no período, principalmente em 1993, quando atingiu 111,2% acima da variação cambial ou 88% acima do IGP-DI centrado, rentabilidade superior à apresentada pelas demais modalidades de aplicação financeira (Bacen, 1994b e Bovespa, 1994). Esse desempenho está relacionado ao expressivo crescimento da demanda por ações no decorrer do ano, associado à queda das taxas de juros domésticas no primeiro semestre e ao aumento do ingresso de investidores estrangeiros, principalmente no segundo semestre, estimulados pelo nível das taxas de juros internacionais - o menor dos últimos 30 anos - e pelos baixos preços das ações brasileiras em relação ao seu valor patrimonial. Os negócios concentraram-se em ações das empresas estatais, principalmente dos setor de telecomunicações e energia elétrica, dada a expectativa de avanço do programa de privatização após a revisão constitucional, que trataria da questão dos monopólios estatais, prevista para o final do ano.

Em 1994, a valorização real do índice Bovespa foi de 59,6%. Esse desempenho positivo reflete o movimento de alta dos preços das ações a partir de julho, após a adoção do Plano Real. No final do ano, essa tendência foi revertida devido a uma conjunção de fatores, dentre os quais o pacote de restrição do crédito em outubro, o aumento das taxas de juros internacionais e a crise do México em dezembro. Cabe ressaltar o comportamento atípico em relação à média do período da rentabilidade da Bovespa em 1992. Apesar do desempenho positivo no primeiro quadrimestre, a partir de maio, o quadro de instabilidade política, que culminou com o *impeachment* do presidente Collor, impactou negativamente no mercado acionário, levando à queda dos preços das ações e do volume negociado, e assim, a uma rentabilidade real negativa no ano de 12% em relação à variação cambial (Bovespa, 1993). Se considerarmos a evolução do Índice IFC, calculado pela *International Financial Corporation*, instituição associada ao Banco Mundial, entre 1990 e 1995 a bolsa de valores brasileira apresentou o melhor desempenho entre os mercados emergentes.

Tabela 16 . Evolução do Índice IFC (1990 a 1995)

Mercados	Índice IFC
Argentina	350%
Brasil	679%
Chile	340%
México	51%
Malásia	85%
Philipinas	86%
Thailândia	104%
Venezuela	181%

* Posição de 31/03/97

Fonte: Grimbirt et alii

O **volume de negócios** praticados também cresceu substancialmente no período analisado, refletindo uma mudança estrutural desse mercado após o avanço do processo de abertura financeira em 1991. O volume total negociado aumentou 968% entre 1991 e 1994. Em 1995 apresentou uma pequena queda, mas voltou a crescer em 1996. O volume médio diário negociado apresentou comportamento semelhante. Esse volume praticamente duplicou entre 1992/93 e 1993/94, apresentando um crescimento de 121% no período, o que indica um aumento da liquidez do mercado.

Tabela 17. Resumo geral dos negócios

Ano	Negócios	Titulos	Volume*
1991	4.621	12.024	27.500
1992	6.792	45.850	39.700
1993	7.999	24.575	93.320
1994	10.231	36.250	293.860
1995	8.703	28.507	225.850
1996	-	30.075	344.600

* Volume em R\$ mil de dez/95.

A evolução da **capitalização do mercado** (ou seja, do valor das empresas listadas em bolsa) também demonstra o aprofundamento do mercado secundário de ações doméstico. Como indica a Tabela 18, seu crescimento no período foi significativo, atingindo US\$216,9 bilhões em 1996 frente a US\$43,6 em 1991, o que representa um aumento de 20%.

Tabela 18. Quantidade e valor de mercados das empresas listas em bol-

Ano	empresas com ações		valor de mercado US\$ mil	variação (%)
	registradas	negociadas		
1980	618	426	9.221	
1981	610	488	12.577	36,4
1982	607	493	10.261	-18,4
1983	592	506	15.100	47,2
1984	601	522	28.994	92,0
1985	611	541	42.768	47,5
1986	652	592	40.988	-4,2
1987	645	590	16.942	-58,7
1988	644	589	31.067	83,4
1989	632	592	44.141	42,1
1990	615	579	15.373	-65,2
1991	601	570	43.615	183,7
1992	597	565	45.261	3,8
1993	582	551	99.430	119,7
1994	582	549	189.058	90,1
1995	577	547	147.560	-21,9
1996	589	554	216.927	47,0

Nota: O valor de mercado refere-se às empresas com ações negociadas.

sa
Fonte: Bovespa.

Em relação aos demais mercados emergentes, esse valor é elevado. A capitalização da bolsa de valores mexicana, que também apresentou um intenso crescimento nos últimos anos, era de US\$130 bilhões em 1994, e da bolsa argentina de apenas US\$36,8 milhões (Grimbert *et alii*, 1995). Contudo, alguns países asiáticos, também considerados mercados emergentes pelo IFC, têm um nível de capitalização semelhante ao brasileiro, como indica a Tabela 19.

Tabela 19. Capitalização das bolsas de valores emergentes

Mercados	Capitalização*
Argentina	36.860
Brasil	189.280
Colômbia	15.445
México	130.240
China	43.520
Índia	127.515
Tailândia	131.480
Malásia	199.275

Fonte: Grimbert *et alii*

* em US\$ milhões

Já os efeitos sobre o **grau de concentração do mercado** não foram tão significativos. As negociações no mercado à vista envolvendo as 10 ações mais negociadas correspondiam a 84,67% do total em 1996 *versus* 81,87% em 1992. Já as negociações com a ação mais negociada (Telebrás) correspondiam a 61,21% em 1996 contra 54,79% em

1992. Esses percentuais são ainda muito elevados em comparação aos demais mercados desenvolvidos e emergentes.

Tabela 20. Concentração das negociações no mercado à vista

Ano	em %		
	A maior	As 5 maiores	As 10 maiores
1991	41,25	75,11	81,48
1992	54,79	74,14	81,87
1993	50,19	71,31	80,54
1994	40,14	69,17	77,64
1995	49,79	71,96	80,88
1996	61,21	75,83	84,67

Fonte: Bovespa

Na média do período, mais de 50% das negociações no mercado à vista concentraram-se nas ações da Telebrás e mais de 70% dos negociações totais nas ações dessa estatal, da Eletrobrás, da CVRD e da Petrobrás. A concentração no mercado secundário é apontada como uma das razões do pouco dinamismo do mercado de emissões primárias. Não tendo liquidez, as ações das demais empresas se mantêm desvalorizadas, desestimulando tanto a realização de novas colocações quanto a demanda dos investidores.

Vários autores ressaltam que o efeito imediato da abertura dos mercados acionários dos países em desenvolvimento a investimentos de portfólio estrangeiros é o aumento do preço das ações negociadas no mercado secundário. Esse crescimento e conseqüentemente o aumento da relação preço/valor patrimonial tornariam as emissões primárias mais atrativas, pois sinalizariam a possibilidade de alavancagem de um volume maior de recursos a partir da colocação de uma mesma quantidade de ações, reduzindo o custo envolvido na obtenção de recursos através do *underwriting*. Sendo assim, a abertura financeira também teria um impacto positivo sobre o mercado primário de ações.

O aumento da capitalização e da liquidez no mercado secundário é condição necessária, mas não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas. Também são necessárias a diversificação da base de investidores domésticos para diminuir a dependência em relação aos recursos externos, a consolidação da estabilização, a existência de perspectivas de crescimento, que implica a abertura de novas oportunidades de investimento.

O aprofundamento do mercado secundário de ações brasileiro a partir de 1992 - aumento da liquidez, do volume negociado, da rentabilidade e das cotações de mercado - não levou a uma dinamização significativa do segmento de emissões primárias, ou seja, ao aumento da alavancagem de recursos através da abertura do capital. O número de empresas com ações negociadas em bolsa apresentou ligeira queda entre 1991 e 1994, passando de 570 para 550, cifra reduzida relativamente aos mercados acionários dos países centrais e também de alguns mercados emergentes (ver Tabela 24).

O volume de emissões primárias de ações manteve-se reduzido no biênio 1992-93. A importância desse canal de financiamento aumenta significativamente em 1994, principalmente a partir do Plano Real, atingindo a cifra de US\$ 2,6 bilhões. Em 1994, o número de aberturas superou os cancelamentos: 43 *versus* 37. Em 1995, ocorreu uma pequena retração em relação ao ano anterior. Em 1996, as emissões primárias atingiram US\$ 9,1 bilhões, mas a maior parte - US\$ 8 bilhões - deveu-se ao processo de capitalização do Banco do Brasil. Ou seja, apenas US\$ 1,1 bilhões foram emissões primárias de empresas privadas.

Tabela 21. Emissões primárias

Ano	Quantidade de ações emitidas			Valor (US\$ bilhões)
	preferenciais	ordinárias	total	
1992	67.599	84.478	152.078	0,9
1993	101.256	166.797	268.053	0,8
1994	1.233.303	964.879	2.198.182	2,6
1995	164.897	99.571	264.468	2,1
1996	355.506	458.048	813.554	9,1

Fonte: CVM - Gerência de serviços

A queda no número de companhias de capital aberto em 1994 e 1995, ao lado do crescimento do volume de emissões primárias, indica uma maior concentração dessas emissões. Assim, apesar de um menor número de empresas estar se financiando através de ações, a importância relativa desse tipo de financiamento aumentou para o conjunto das empresas de capital aberto.

Vários fatores contribuíram para esse resultado pouco significativo em termos de abertura de capital. Além de fatores como as características das empresas de capital nacional, predominantemente familiares, os altos custos envolvidos na manutenção do regis-

tro e a necessidade de prestar sucessivas informações, a abertura do mercado secundário de ações não resultou num aumento generalizado do valor de mercado das ações, o que seria essencial para estimular as emissões primárias. Como vimos acima, o grau de concentração dos negócios na Bovespa não diminuiu após essa abertura, pois os investidores estrangeiros adquiriram, essencialmente, ações de empresas estatais - Telebrás, Eletrobrás - devido à perspectiva de valorização após a privatização. Assim, o valor de mercado das ações da maioria das empresas privadas de capital aberto continua reduzido relativamente ao seu valor patrimonial.

4.3. Conclusão

A vulnerabilidade externa na década de noventa não está associada à restrição financeira externa como nos anos 80, mas à maior integração financeira com o exterior no contexto atual de globalização financeira, predominância de fluxos de portfólios e déficits em conta corrente crescentes. Nesse sentido Damill *et alii* (1996) ressaltam que,

"Paradoxalmente, poucos meses depois que a macroeconomia do Brasil se alinhava com a dos seus vizinhos, alguns deles voltaram a mostrar instabilidade e necessidade de uma nova rodada de ajuste externo. Há, sem dúvida, uma diferença substancial entre a instabilidade da economia brasileira até o lançamento do real e a nova instabilidade do México. Enquanto a primeira pode ser vista como uma característica persistente dos anos oitenta esperando uma solução, a crise do México constitui o retorno da instabilidade e da incerteza num país que, supostamente, havia deixado aquelas características para trás".

A composição dos fluxos de capitais é um dos condicionantes do grau de vulnerabilidade externa. A mudança na composição desses fluxos observada ao longo da década de noventa - aumento dos investimentos estrangeiros diretos e dos empréstimos securitizados vis-à-vis os investimentos de portfólio em ações e os fluxos de *hot money* - é positiva, pois atenua a vulnerabilidade do balanço de pagamentos às mudanças nas condições financeiras internacionais. Contudo, o crescimento do estoque de ativos domésticos em poder de não-residentes e de passivos externos em poder de residentes aumenta o fluxo futuro de serviços fatores, podendo ampliar no médio e longo prazo a fragilidade das contas externas, principalmente num contexto de concentração dos investimentos em setores não-comercializáveis e, assim, de poucas perspectivas de dinamização das exportações.

A composição dos fluxos também condiciona os impactos do ingresso de capitais sobre o sistema financeiro. A partir dos dados analisados, verificamos que as captações de recursos externos através da emissão de títulos no exterior tiveram efeitos pouco significativos sobre o mercado de crédito doméstico, e os investimentos de portfólio estrangeiro nas bolsas de valores locais não resultaram numa diminuição da concentração do mercado e numa dinamização do mercado primário de ações. Assim, no caso da economia brasileira, os benefícios da abertura financeira segundo o *mainstream economics* - de contribuir para o financiamento dos investimentos, devido à maior disponibilidade de poupança ex-

terna - não foram observados. Todavia, dado o aumento do endividamento em moeda estrangeira e da participação dos investidores estrangeiros nas bolsas de valores locais, o sistema financeiro doméstico encontra-se vulnerável a mudanças na direção e no custo dos fluxos de capitais.

5. CONCLUSÃO

A superação da restrição externa - entendida como escassez absoluta de divisas - e o contexto atual de abertura financeira e superávit na conta de capital do balanço de pagamentos não eliminaram a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Pode-se afirmar que o país encontra-se sujeito a novas fontes de instabilidade macroeconômica e financeira associadas a fatores externos, diversas das vigentes na década de oitenta e início dos anos noventa. Enquanto nesse período a vulnerabilidade externa decorria da interrupção dos fluxos de capitais voluntários após a crise da dívida externa em 1982, atualmente essa vulnerabilidade está associada ao processo de abertura financeira num ambiente de globalização financeira e predominância de fluxos de portfólio voláteis e guiados, predominantemente, por uma lógica especulativa.

A **hipótese central** por detrás dessa última afirmação é que, ao contrário do suposto pelo *mainstream economics* e pelos organismos multilaterais, não foram os fatores internos - os programas de estabilização e reformas neoliberais - adotados pelos países da região os principais determinantes do retorno dos fluxos de capitais voluntários. Se este suposto fosse aceito, o problema da vulnerabilidade externa não se colocaria, pois uma saída eventual dos capitais externos decorreria de uma piora dos fundamentos dos países, associada a políticas internas irresponsáveis, como déficits fiscais financiados por expansão monetária, atraso nas reformas estruturais e baixo nível de poupança interna.

Defendemos a tese de que foram os **fatores externos** - a nova lógica de funcionamento do mercado financeiro internacional e o ciclo econômico dos países centrais - os **determinantes, em última instância, dos fluxos**. Ao contrário do suposto pelo *mainstream*, o mercado financeiro internacional não é eficiente e, assim, os investidores não têm acesso a todas as informações disponíveis sobre os fundamentos dos países. As decisões de alocação da riqueza num ambiente de incerteza, volatilidade e informações assimétricas - que caracteriza a dinâmica do mercado financeiro internacional - são guiadas por convenções e perspectivas de curto prazo, que podem se reverter a qualquer momento. Apesar de existirem diferenças entre os critérios de aplicação dos fundos mútuos e dos investidores institucionais tradicionais (fundos de pensão e seguradoras), esses últimos

também estão subordinados a uma lógica patrimonialista de valorização da riqueza e, assim, por considerações de liquidez e performance dos portfólios.

Vale ressaltar que a condição suficiente para o reingresso dos países latino-americanos nos mercados financeiros internacionais foram as aberturas financeiras implementadas pelos países da região, e não a melhora dos fundamentos econômicos, que decorreria da estabilização macroeconômica e do avanço das demais reformas liberais (abertura comercial, privatização e desregulamentação dos mercados). Tanto países estabilizados quanto não estabilizados receberam fluxos de capitais voluntários após as mudanças naquelas condições. A estabilização e os processos de privatização afetaram a **composição dos fluxos de capitais** a favor dos investimentos externos diretos, como observado no Brasil a partir de 1995.

A abertura financeira amplia a substitutibilidade entre ativos e passivos externos e internos, resultando numa maior vulnerabilidade das economias às mudanças na dinâmica econômica e financeira internacional e numa perda de autonomia de política econômica. Todavia, apesar da globalização financeira ser um processo real, que atinge todos os países - centrais e periféricos -, os respectivos graus de vulnerabilidade externa dependem de decisões tomadas internamente em relação aos respectivos processos de abertura financeira, que tiveram ritmos e graus diferenciados.

Uma das questões centrais na análise da inserção internacional recente das economias latino-americanas são exatamente as **especificidades nacionais**, em geral desconsideradas pelo *mainstream economics*. Um menor grau de abertura implicará uma menor fragilidade às mudanças na dinâmica internacional. Outros fatores que condicionam os efeitos da abertura financeira são a composição dos fluxos de capitais e a estratégia de gestão desses fluxos. Dada a natureza e os determinantes dos fluxos recentes, a possibilidade de sua reversão deve constituir uma das preocupações centrais da política econômica. Quanto maior o seu impacto sobre o desempenho econômico dos países, maior será a instabilidade macroeconômica no momento de sua reversão e o custo do ajustamento externo. Ou seja, uma resposta de política mais receptiva ao ingresso de recursos externos tende a acentuar o grau de vulnerabilidade externa.

É importante enfatizarmos a especificidade da economia brasileira no que diz respeito ao primeiro e terceiro níveis de abertura financeira (liberalização das *inward transactions* e das transações domésticas em moeda estrangeira, respectivamente) que são reduzidos em relação a outros países latino-americanos, como México e Argentina.

As escolhas de política em relação ao primeiro nível de abertura financeira são essenciais, pois constituem um dos determinantes da composição dos fluxos e, principalmente, da participação de não-residentes nos mercados financeiros domésticos. Uma maior participação dos investidores estrangeiros no estoque de ativos financeiros amplia as possibilidades de arbitragem e, assim, os riscos de crises cambiais e financeiras associadas a mudanças nas expectativas e nos portfólios desses investidores. Um aspecto positivo da experiência recente é o pequeno grau de abertura dos mercados monetário e de renda fixa domésticos. Depósitos à vista e a prazo de não-residentes são proibidos e os investimentos nos mercados de títulos públicos e privados (debêntures) apenas podem ser realizados, legalmente, através do Fundo de Renda Fixa-Capital Estrangeiro.

Em relação ao terceiro nível de abertura, o grau de conversibilidade interna da moeda é reduzido. Não são permitidos depósitos e empréstimos em moeda estrangeira e os créditos com correção cambial (repasses 63) têm uma participação ainda reduzida no total dos empréstimos bancários e não podem ser direcionados para pessoas físicas, como vimos no capítulo 4. Outra dimensão importante da conversibilidade interna é a dolarização da dívida pública. Um elevado estoque de títulos públicos indexados ao dólar e concentrados nos portfólios de não-residentes cria um vínculo direto entre a evolução da taxa de câmbio e a situação fiscal do estado, como mostrou a crise do México de 1994. Entretanto, ao contrário dos Tesobonos mexicanos - que correspondiam a cerca de 80% do estoque de títulos públicos no momento da crise - a participação das NTN-cambiais no estoque da dívida mobiliária doméstica não é elevada, apesar de ter aumentado de 5% do total em janeiro de 1996 para 12,5% em janeiro de 1997.

Quanto maiores a participação dos investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico e o grau de dolarização das aplicações de não-residentes e do passivo dos residentes, maiores serão os efeitos perversos de uma reversão dos fluxos e de uma crise cambial sobre a solvência dos agentes econômicos, o sistema financeiro e as contas públi-

cas. Assim, o menor grau de abertura financeira do Brasil atua no sentido de reduzir a vulnerabilidade externa do sistema financeiro e da economia como um todo. No entanto, o grau atual de liberalização dos movimentos de capitais já envolve riscos consideráveis, pois implica a inserção do país num contexto internacional instável e dominado por fluxos de portfólio voláteis.

A maior parte dos investimentos de portfólio estrangeiros no mercado financeiro local é direcionada para as bolsas de valores através do Anexo IV, o que está associado às perspectivas de ganhos de capital devido ao processo de privatização e também às restrições existentes nos demais mercados. Quando foi instituído esse Anexo, em 1991, o mercado secundário de ações tinha baixos níveis de volume negociado e de capitalização. Com a intensificação da entrada de investidores estrangeiros, houve um crescimento substancial do volume negociado e a participação desses investidores no total cresceu continuamente, atingindo 37% no final de 1996. No caso do México, essa participação era menor no momento da crise - 26,5% -, e os efeitos das vendas de ações por parte dos estrangeiros sobre o mercado foram significativos.

Assim, as bolsas de valores seriam fortemente atingidas por uma venda maciça de ações por parte desses investidores, que exerceria pressões baixistas sobre as cotações e altistas sobre a taxa de câmbio. Uma questão ressaltada por alguns analistas é que, no caso do mercado acionário, os movimentos de manada por parte dos investidores estrangeiros são menos intensos, devido ao risco de perda de capital. A despeito desse aspecto positivo vis-à-vis os investimentos em títulos de renda fixa, a concentração dos investimentos de portfólio em ações reduz a eficácia da política monetária numa situação de fuga de capitais, uma vez que um aumento da taxa de juros é praticamente inócuo para reverter as expectativas dos investidores. Ou seja, as decisões de realocação dos recursos neste mercado por parte dos investidores institucionais são, além de imprevisíveis, independentes da gestão macroeconômica doméstica.

Mesmo considerando as demais modalidades de investimentos de portfólio, a autonomia das políticas econômicas nacionais e sua eficácia em conter uma crise cambial são bastante reduzidas no contexto atual de finanças globalizadas e securitizadas. A captação de recursos externos através da emissão de títulos no exterior - que também constitui uma

modalidade de investimentos de portfólio - estimulada pelo alto custo do crédito interno e pela valorização cambial, aumentou a exposição do setor privado ao risco cambial. Além do crescimento do volume captado diretamente pelas empresas no mercado internacional de capitais, a participação dos repasses 63 bancos no passivo total cresceu continuamente desde o segundo trimestre de 1995 (apesar de ainda se manter num nível reduzido). Assim, a política econômica também perdeu graus de liberdade devido aos impactos de mudanças na taxa de câmbio sobre estrutura patrimonial dos agentes. Num contexto de deterioração das contas externas e de possibilidade de eclosão de uma crise de balanço de pagamentos, a política tradicionalmente utilizada para tentar reverter essa deterioração - a desvalorização cambial - tem efeitos deletérios sobre o passivo dolarizado das empresas e, assim, depara-se com várias resistências por parte do setor privado, que concentra atualmente a maior parte da dívida externa.

Diante das restrições impostas à política cambial, o aumento da taxa de juros torna-se o principal mecanismo para manejar a crise. Contudo, a absorção de recursos externos, especialmente nos países que a utilizaram como peça coadjuvante de seus programas de estabilização, resultou num aumento substancial do endividamento interno que, por sua vez, torna os agentes endividados e o sistema bancário extremamente vulneráveis a elevações nos juros domésticos. Assim, desvalorizações cambiais e/ou aumentos da taxa de juros podem resultar em crises financeiras de grande magnitude, como foi observado no México após a crise cambial de dezembro de 1994.

Apesar desses riscos também estarem presentes na economia brasileira, os impactos perversos das mudanças nos preços-chave sobre os setores financeiro e produtivo seriam menos perversos. Isso porque, além do menor grau de abertura financeira - menor participação dos investidores estrangeiros no mercado financeiro domésticos e menor grau de dolarização dos passivos - a gestão macroeconômica foi menos receptiva aos fluxos de capitais.

Até a adoção do Plano Real, a instabilidade monetária vigente condicionou a adoção de uma política de Intervenção Esterilizadora, que atenuou os efeitos dos ingressos de capitais sobre a taxa de câmbio, o grau de liquidez, a atividade econômica e a balança comercial. Após o Plano Real, a gestão macroeconômica tornou-se mais receptiva aos flu-

xos. A valorização cambial somada à intensificação da abertura às importações, elementos centrais da estratégia de estabilização em curso, implicaram o surgimento de déficits comerciais e, com isso, aumentaram a dependência do país em relação aos capitais externos de curto prazo. Todavia, a eclosão da crise México em dezembro de 1994, que resultou numa retração dos capitais direcionados para a América Latina, exigiu uma revisão parcial da estratégia de política econômica adotada desde julho de 1994, ancorada na âncora externa como instrumento de controle da inflação. Consequentemente, a valorização cambial, a deterioração do déficit em conta corrente e a expansão do crédito interno alavancado por capitais externos foram menores que naquele país. Ou seja, pode-se afirmar que a menor acomodação da economia brasileira à situação de abundância de capitais externos está associada ao fato de esta ter adotado “tardamente” um plano de estabilização com âncora cambial - quando o contexto de ampla liquidez internacional havia se revertido parcialmente (devido ao aumento da taxas de juros norte-americanas em fevereiro de 1994) e apenas seis meses antes da crise do peso mexicano.

Já a Argentina adotou uma estratégia de política econômica que magnifica a vulnerabilidade externa e a perda de autonomia da gestão macroeconômica. Nesse país, foi adotado um regime de total conversibilidade da moeda monetária a uma taxa de câmbio fixa (estabelecida por lei) e com lastro nas reservas internacionais. Assim, o volume de liquidez doméstica depende do fluxo líquido de capitais e a Autoridade Monetária não pode mais manipular a taxa de câmbio como instrumento de política econômica. A crise do peso mexicano implicou uma fuga de capitais para o exterior e para as aplicações em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico, resultando numa forte contração da liquidez doméstica e elevação da taxa de juros. Essa última resultou numa queda do nível de atividades, numa grave crise de inadimplência e numa deflação dos preços, que constituiu o único mecanismo para aumentar a competitividade dos bens domésticos, dada a inflexibilidade da política cambial.

Ademais, a capacidade do Banco Central atuar como prestador em última instância é muito limitada, sendo determinada pela proporção de títulos públicos denominados em dólares que podem servir de lastro para as reservas internacionais. Quando essa proporção é menor que o máximo permitido - 1/3 da base monetária - a autoridade monetária

pode adquirir títulos dos bancos com problemas de liquidez, emitindo base monetária. Com o aprofundamento da dolarização em janeiro de 1995 - os bancos foram autorizados a manter a totalidade de seus encaixes em dólares, os quais não podiam ultrapassar 30% do total antes da crise - aquela capacidade foi praticamente eliminada, pois Banco Central Argentino não pode emitir dólares em troca da compra de títulos públicos. Ou seja, a dolarização das reservas bancárias, que visava reverter a desconfiança no plano de conversibilidade, levou ao limite a perda de autonomia da política monetária e intensificou a dependência da economia argentina em relação ao comportamento dos fluxos de capitais.

A economia brasileira, apesar de ter não ter acumulado até o momento déficits em conta corrente da magnitude observada no México e não ter adotado um regime de *currency board* como a Argentina, também está sujeita a várias restrições em relação ao manejo da taxas de juros e de câmbio. Se por um lado, o retorno dos fluxos de capitais voluntários ampliou os graus de liberdade da política macroeconômica ao reduzir a eficácia dos movimentos especulativos dos agentes domésticos - sobretudo dos exportadores e dos detentores de riqueza financeira líquida - e viabilizar a adoção do Plano Real, por outro lado adicionou novos desafios para a gestão macroeconômica.

Enquanto na década de 80, a fixação das taxas de juros e de câmbio procurava manter um diferencial de rentabilidade favorável às aplicações domésticas para garantir a internalização dos superávits comerciais pelos exportadores, no contexto atual a gestão dos dois preços-chave está sujeita a outros constrangimentos. O manejo da taxa de juros depende, agora, da evolução das taxas de juros nos países centrais, principalmente nos EUA, uma vez que é necessário manter um diferencial de rentabilidade favorável às aplicações em reais para sustentar o fluxo líquido de financiamento externo. Como a evolução da taxa de câmbio também compõe essa rentabilidade, as desvalorizações cambiais têm um limite estreito, pois uma aceleração dessas desvalorizações, para um dado diferencial de juros externo e interno, implica uma redução desta rentabilidade (ou seja, do juro medido em dólar).

Uma das formas de atenuar a volatilidade dos fluxos e, simultaneamente, ampliar a autonomia da gestão macroeconômica é impor controles sobre os fluxos de capitais mais voláteis, que atenuam a vulnerabilidade da economia a movimentos especulativos por

parte de não-residentes. Esses controles foram adotados recorrentemente no período analisado, diante dos impasses enfrentados pela gestão macroeconômica, tanto em situações de abundância quanto de escassez de recursos externos. Sua função é garantir um patamar de ingresso de capitais que seja suficiente para financiar o déficit em conta corrente e para manter um nível adequado de reservas internacionais e que, ao mesmo tempo, não seja abundante, pois um excesso de oferta de divisas exige intervenções freqüentes do Banco Central nos mercados cambial e monetário, para evitar a queda das taxas de câmbio e de juros, recolocando o dilema entre apreciação e esterilização na gestão dos fluxos. Ademais, numa situação de queda das reservas e saídas de capitais, como no primeiro trimestre de 1995, a eliminação das restrições existentes constitui um instrumento adicional para atrair os fluxos e para deter o refluxo de capitais, atenuando as pressões sobre a política monetária.

Outro fator que pode contribuir para a redução da vulnerabilidade externa é uma mudança na **composição dos fluxos de capitais**. Como vimos no capítulo 4, os fluxos de portfólio estrangeiro - investimentos de portfólio em ações e colocação de títulos no exterior - foram a modalidade de capital externo predominante no período analisado. Entretanto, a partir de 1995, ocorreu uma redução da participação dos investimentos de portfólio em ações no financiamento do déficit em transações correntes, o que constitui uma mudança positiva dada a maior volatilidade desses investimentos em relação aos recursos captados através da emissão de títulos no exterior. Mas, esses últimos também implicam riscos para os países periféricos, pois têm um prazo relativamente curto (a cláusula de *put option* ainda é muito comum nas emissões brasileiras), implicam custos crescentes em termos de amortização e juros e, ao contrário das aplicações no Anexo IV, tem um impacto direto sobre a estrutura de endividamento dos agentes domésticos. Adicionalmente, o endividamento externo crescente é sustentável desde que a demanda por títulos brasileiros mantenha-se nos próximos anos.

No biênio 1995-96, os investimentos externos diretos também aumentaram sua participação no financiamento do déficit em conta corrente. Apesar das suas especificidades em relação aos investimentos de portfólio - prazo maior, menor volatilidade - essa moda-

lidade de capital externo não está isenta de problemas. Para avaliar seus efeitos benéficos para a economia receptora um conjunto de fatores devem ser considerados.

Em primeiro lugar, uma questão de ordem mais geral, que é a mudança na própria natureza do IED. A globalização financeira e as mudanças tecnológicas e organizacionais também alteraram a lógica das decisões de investimento dos grandes oligopólios mundiais. Uma parte considerável dos IED recentes não estão associados a novos investimentos produtivos, mas a um movimento de concentração e centralização do capital através de fusões e aquisições. Assim, tais investimentos, ao mesmo tempo que não criam capacidade produtiva, implicarão volumes elevados de remessas de lucros já que, devido a sua menor liquidez e aos maiores riscos envolvidos - vis-à-vis os investimentos de portfólio - sua rentabilidade deve ser bastante elevada. Essas remessas, por sua vez, tornaram-se mais voláteis devido ao próprio processo de abertura financeira, que eliminou as restrições até então existentes sobre as remessas de serviços fatores.

Em segundo lugar, é essencial considerar o direcionamento interno dos IED. No Brasil, a maior parte dos investimentos externos recentes está associada à aquisição de empresas e ao processo de privatização e tem se direcionado para setores voltados para o mercado interno - serviços, infra-estrutura, agro-alimentar - estimulados pela sua maior rentabilidade vis-à-vis os setores voltados para o comércio exterior. Com isso, não alteraram a capacidade exportadora do país, tornando cada vez mais remota a possibilidade da economia gerar um fluxo futuro de divisas suficiente para financiar as remessas de lucro e os pagamentos de juros decorrentes do ciclo atual de endividamento externo.

Assim, o aumento da entrada de IED pode diminuir o grau de vulnerabilidade externa no curto prazo, mas não necessariamente no médio e longo prazo. A continuidade da situação atual de déficits em conta corrente crescentes pode ter consequências negativas no futuro. A experiência histórica mostra os riscos desse tipo de estratégia. Dada a natureza dos fluxos recentes e seus determinantes, em grande parte exógenos aos países periféricos, mudanças na dinâmica internacional podem ter efeitos perversos sobre a economia brasileira. A despeito do nível elevado de reservas internacionais, o grau de cobertura dos ativos em moeda estrangeira do Banco Central em relação ao estoque do Anexo IV e à dívida externa de curto prazo não é significativo.

Deste modo, apesar do sucesso em termos de estabilização de preços, a vulnerabilidade externa da economia brasileira continua sendo um problema latente, que pode demorar anos para se manifestar, mas não foi suprimido. Um argumento central dessa dissertação é que os impactos da abertura financeira dos países periféricos sobre essa vulnerabilidade são diferenciados e dependem de decisões de política em relação à inserção financeira com o exterior. Duas questões ficam em aberto e demandariam estudos adicionais sobre as experiências dos demais países: quais foram os condicionantes das diferentes estratégias de abertura financeira e qual seria a alternativa de política para que esses países alcançassem, simultaneamente, a estabilização macroeconômica e uma inserção internacional virtuosa.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M. (1995) *Macroéconomie financière*, Paris: Édition La Découverte, 1ª edição.
- AKYÜZ, Y. (1992) *On financial openness in developing countries*, Genebra: UNCTAD (mimeo).
- ANBID (1997) *Revista Fundos de Investimento*, mar., Rio de Janeiro: Associação Nacional de Bancos de Investimento.
- _____. (1993) "Financial liberalization: the key issues". *UNCTAD Discussion Papers* nº 56, Genebra.
- ANDIMA (1994) *Súmula 19 - Lançamento de Títulos no Exterior*. São Paulo: Associação Brasileira de Mercado Aberto.
- _____. (1995) *Súmula 6 - Fundos de Capital Estrangeiro*. São Paulo: Associação Brasileira de Mercado Aberto.
- ANDREI, C. & SAMPAIO, F.A. (1995) "Política Econômica", in *Gestão Estatal no Brasil: os Limites do Liberalismo 1990-1992*, José Geraldo Portugal Jr.(coord.) São Paulo: FUNDAP-IESP.
- _____. (1997), "Política Econômica", in *Gestão Estatal no Brasil: o Governo Itamar Franco 1993-1994*, José Geraldo Portugal Jr.(coord.). São Paulo: FUNDAP-IESP (no prelo).
- APPY, B. et alii (1995) "Política Financeira", in *Gestão Estatal no Brasil: os limites do liberalismo: 1990-1992*, José Geraldo Portugal Jr. (coord.). São Paulo: FUNDAP-IESP.
- AURÉLIO, M.M. "Poupança Externa e Financiamento do Desenvolvimento", *Texto de Discussão* IPEA (no prelo), Brasília.
- BACEN (1993) *O Regime Cambial Brasileiro. Evolução Recente e Perspectivas*. Brasília: Banco Central do Brasil.
- _____. (1993) *Boletim do Banco Central*, vários números. Brasília: Banco Central do Brasil.
- _____. (1994a) *Análise do Mercado de Câmbio*. Departamento de câmbio. Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento de câmbio, Brasília.
- _____. (1994b) *Boletim do Banco Central*, vários números. Brasília: Banco Central do Brasil.
- _____. (1995) *Boletim do Banco Central*, vários números. Brasília: Banco Central do Brasil.
- BACHA, E.L. (1993), "Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international issues", *Texto para Discussão* nº 299, PUC, Departamento de Economia, Rio de Janeiro.
- BAER, M. (1990) "Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80". *Pensamiento Iberoamericano* nº 18, Madrid.
- _____. (1993) *O Rumo Perdido: a Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*, Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- _____. (1995) "Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos* Cebrap, jul., São Paulo.
- BAER et alii (1995) "Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional". *Economia e Sociedade* nº 4. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.

- BALLASSA, B. *et alii* (1986) *Uma Nova Fase de Crescimento para a América Latina*. Mexico: El Colegio de Mexico.
- BARBER, R. & T. GHILARDUCCI (1993), "Pension funds, capital markets, and the economic future" in DYMSKI, G. A, G. EPSTEIN & R. POLLIN (ed.) *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Economic Policy Institute Series. Armonk: M. E. Sharpe, Inc.
- BARROS, O. de & MENDES, A. P. (1994), "O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus". *Revista do BNDES*, vol.11, nº 1, Rio de Janeiro.
- BELLUZZO, L. G. de M (1995). "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados". *Economia e Sociedade* nº 4. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- ____ & J. S.G.ALMEIDA (1990) "Crise e reforma monetária no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, vol.4, nº.1 (63-75). São Paulo: Fundação SEADE.
- ____ & L. COUTINHO (1996), "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas". *Economia e Sociedade* nº 7. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- BIS (1995) *65th Annual Report*, Basle, Bank for International Settlements, jun.
- BIS (1996) *65th Annual Report*, Basle, Bank for International Settlements, jun.
- BITTENCOURT, G.(1994) "Onde os latino usaram o dinheiro". *Relatório da Gazeta Mercantil Ranking: Captação de Recursos no Exterior*, 28/01/1994.
- BLOMBERG BUSINESS NEWS (1996) "Coréia cria fundo para estrangeiros". *Gazeta Mercantil*, pg. B-11,11/09/1996.
- BRAGA, J.C.de S. "A financeirização da riqueza". *Economia e Sociedade* nº 2. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- BRAGA, J. C. de S., DAIN, S. & CINTRA, M. (1995) "A instabilidade das finanças públicas da América Latina". *Ensaio FEE*, vol.16, nº 2, Porto Alegre.
- BOISSIEU, C. (1994) "Le destin de la bulle financière". *Futuribles*, nov., Paris.
- BORTOT, I. J. (1995) "BC prepara a "clearing" do câmbio". *Gazeta Mercantil*, pg.B-1, 13/11/95.
- ____ (1995) "Por que o BC cortou os juros". *Gazeta Mercantil*, pg.B-1, 13/07/95.
- BOVESPA (1992) *Revista Bovespa*, jan., São Paulo.
- ____ (1993) *Revista Bovespa*, jan., São Paulo.
- ____ (1994) *Revista Bovespa*, jan., São Paulo.
- ____ (1994) *Financiando o desenvolvimento*, nov., São Paulo.
- ____ (1995), *Revista Bovespa*, jan., São Paulo.
- BOVESPA (1996), *Revista Bovespa*, jan. , São Paulo.
- CALVO, G. A: L. LEIDERMAN & C. M. EINHART (1992) "Capital inflows to Latin America: the 1970's and the 1990's", *IMF - Working Paper*, nº 85, Washington.
- ____ (1993) "Capital and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Papers* vol.40, Washington.
- CARNEIRO, D. & GARCIA,M.(1994) "Fluxos de capitais y control monetario bajo substitución doméstica de dinero: la recente experiencia brasileña", in *Afluencia de Capitales y Estabilización en la América Latina*, Roberto Steiner (compilador), Bogotá.

- CARNEIRO, R. (1991) *Crise, Estagnação e Hiperinflação (A economia brasileira nos anos 80)*, Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas.
- CEPAL (1994) *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Naciones Unidas, Comisión para América Latina e el Caribe, Santiago.
- CEPAL/CNI (1997) *Investimentos na Indústria Brasileira 1995/1999 - Características e determinantes*, Comissão Econômica para a América Latina e Conselho Nacional das Indústrias, Rio de Janeiro.
- CINTRA, M. A. M. (1993) *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*, Dissertação de Mestrado apresentada no Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas.
- _____. (1996) "As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro, relatório preliminar do Projeto de pesquisa *Tesouro, Banco Central e Finanças: Experiência Internacional e Lições para a Reforma Financeira no Brasil*, São Paulo: FUNDAP-IESP.
- CHESNAIS, F. (1996a) *A mundialização do capital*, São Paulo: Xamã.
- CHESNAIS, F. (1996b), "Introduction générale" in *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, François Chesnais (coord.), Paris: Syros.
- CORBO, V. & J. MELO (1987), "Lessons from the Southern Cone Policy Reforms", *The World Bank Observer* n.º 2, Washington.
- COSH, A.D. A. HUGHES & A. SINGH, "Openness, Financial Innovation, Changing Patterns of Ownership, and the Structure of Financial Markets" in SHOR, J. B & T. BANURI (ed), *Financial Openness and National Autonomy*, Oxford: Clarendon Press,
- COSTA, A.J. (1994) "Capital Estrangeiro no Brasil: 1987/1994". *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol.19, n.º 47, pp.43-84, São Paulo: IBMEC.
- COSTA, E.S. (1993) "Capital Estrangeiro na Bolsa de Valores", *Nota Técnica* n.º 93/002, DE-PEC/COPEC, Banco Central do Brasil.
- CVM (1994) *Estatísticas do Anexo IV*. São Paulo: Comissão de Valores Imobiliários.
- _____. (1995) *Estatísticas do Anexo IV*. São Paulo: Comissão de Valores Imobiliários
- DAMIL, J. M., J. M. FANELLI & R. FRENKEL (1996), "De Mexico a Mexico: el desempeño de América Latina en los noventa". *Revista de Economía Política*, vol.16, n.º 4, São Paulo: Nobel.
- DANTAS, F. (1994) "O glossário do novo dinheiro". *Relatório Gazeta Mercantil: Captação no exterior*, 28/01/1994, pg.9.
- DAVIDSON, P. (1981) *Internacional Money and the Real World*, Princeton.
- DEVLIN, R. FFRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES S.(1995), "Fluxos de capitais y el Desarrollo en los Noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas". *Pensamiento Iberoamericano* n.º 27.
- EDWARDS, S.(1984), "The order of liberalization of the balance of payments - Should the current account be opened up first?", *World Bank Staff Working Papers*, n.º. 710, Washington.
- EICHENGREEN, B. (1995) "História e reforma do sistema monetário internacional". *Economia e Sociedade*, n.º 4. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.

- EL-ERIAN, M. A. (1992) "Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing", *IMF Staff Papers*, mar., Washington.
- FANELLI, J. M., R. FRENKEL & G. ROZENWURCEL (1990), *Growth and structural reform in Latin America: where we stand*, paper prepared for the conference on "The Market and the State in economic development" organizado pela Universidade de São Paulo.
- _____ & FRENKEL (1994) "Gradualisme, Traitement de Choc et Periodisation". *Revue Tiers Monde* t. XXXV, n° 139, Paris.
- _____ & FRENKEL (1994) *Estabilidad y Estructura: Interacciones en el Crecimiento Económico*, Buenos Aires: CEDES.
- _____ & MACHINEA, J.L. (1995) "El movimiento de capitales en la Argentina", in *Nuevas corrientes financieras hacia la América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (compiladores), Santiago: Fondo de Cultura Económico.
- FARHI, M.(1995) *O mercado de derivativos financeiros*. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp (mimeo).
- FARNETTI, R. (1996) "Les rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglosaxons dans l'essor de la finance globalisée" in *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, François Chesnais (coord), Paris: Syros.
- FELIX, D.(1994) "Mobilité financière internationale: effets déstabilisateurs et régulation". *Revue Tiers Monde*, t.XXXV, n° 139, Paris.
- FERRARI, L.(1997) "Crédito externo banca 66% das compras". *Gazeta Mercantil*, 26/03/1996, pg. A-4.
- Ferreira, C. K. L. & FREITAS, M. C. P. (1990), *O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80* (Estudos de Economia do Setor Público, 1). São Paulo: FUNDAP/IESP
- FIORI, J. L. (1993), "Ajuste, transição e governabilidade: o enigma brasileiro", in Tavares, M. C. & J. L. Fiori, *Desajuste global: a modernização conservadora*, Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- FMI (1995a) *Issues in internacional exchange and payments systems*, prepared by a Staff Team from the Monetary and Exchange Affairs Department, Washington.
- FMI (1995b), "INTERNACIONAL CAPITAL MARKETS - Developments, Prospects and Policy Issues", *World Economic and Financial Surveys*, Washington.
- FUNDAP/IESP (1991) *Gestão Estatal no Brasil: a cumplicidade inflacionária ameaçada*, São Paulo: FUNDAP/IESP.
- FUNDAP/IESP (1995), *Indicadores IESP*. São Paulo, vários números.
- FRANKEL, J.(1994), "Esterilización del ingreso de divisas: ¿ difícil (Calvo) o fácil (Reisen)?, in R. Steiner (org.) *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*, Fedesarrollo: Bogotá.
- GOLDENSTEIN, L. e LEME, M. C da (1995) "Mobilidade de capital, âncoras nominais e estabilização". *Economia e Sociedade*, n° 4. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- GOLDSTEIN, M. & P. TURNER (1996), "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", *BIS Economis Papers*, n° 46, Basle.

- GOMES, C.T. de F. (1993) *Captação de Recursos no Mercado Internacional de Capitais*, Rio de Janeiro: IBMEC.
- GONÇALVES, R. (1994) *O Abre-Alas: a nova inserção do Brasil na Economia Mundial*, Rio de Janeiro: Relumê-Dumará, 1ª edição.
- GONÇALVES, R. (1995a) "Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira", in Renato Baumann (org.) *O Brasil e a Economia Global*, Rio de Janeiro: Campus: Sobeet, 1996.
- _____. (1995b) "Capitais especulativos internacionais, investimento produtivo e vulnerabilidade externa". *Boletim de Conjuntura IEI-UFRJ*, vol.15, nº4, dezembro de 1994.
- GOOPTU, S.(1993) "Portfolio investment flows to emerging markets", *World Bank Working Papers* nº 1.117.
- GRIFFITH-JONES, S. & O. SUNKEL (1990), *O Fim de uma Ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina*, São Paulo: Brasiliense.
- GRIFFITH-JONES, S. (1995) "Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación". *Pensamiento Iberoamericano* nº 27, Madrid.
- _____. (1996) "La crisis del peso mexicano". *Revista de la Cepal* 60, Santiago.
- GRIMBERT, D. et alii (1995) *Les Marchés Émergents*, Paris: Édition Economica, 1ª edição..
- GUTTMANN, R.(1996) "Les mutations du capital financier", in *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, F. Chesnais (coord.), Paris: Syros.
- GOUVÊA, L.V.B.(1997) "Privatização trouxe 39% dos capitais ao Brasil". *Gazeta Mercantil*, 3/04/1997, pg.A-7.
- HANSON, J. A.(1992), "Opening the capital account: a survey of issues and results", *The World Bank Working Paper* nº 901, Washington.
- KAMINSKY, G. & REINHART (1995) *The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems*. Board of Governors of The Federal Reserve System and the International Monetary Fund (mimeo).
- KEYNES, J. M.(1936), *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, São Paulo: Nova Cultural, 1985, 2ª edição.
- KREGEL, J.A. (1996), *Risks and Implications of Financial Globalization for National Policy Autonomy*, texto preparado para o Seminário Internacional "Macroeconomia ante a Globalização, realizado nos dias 2 e 3 de setembro de 1992, no Instituto de Economia/Unicamp.
- KRUGMAN, P.(1995) "Tulipas holandesas e mercados emergentes". *Revista de Política Externa*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- LAPLANE, M. & Santos Filho, O. C. (1995) "Especulação e instabilidade na globalização financeira". *Economia e Sociedade*. nº 5. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- LAL, D. (1990), "International capital flows economic development", in M. Scott & D. Lal (orgs.), *Public Policy and Economic Development. Essays in Honour of Ian Little*. Oxford: Claredon Press.
- LÔES, A. (1996) "Alongamento de prazos e impactos cambiais da "nova" dívida externa". *Investimentos Externos*, agosto, Rio de Janeiro: ANBID.

- MATHIENSON, D. J. & L. ROJAS-SUARES (1992) "Liberalization of the capital account: experiences and issues", *IMF Working Paper* nº 46, Washington.
- MCKINNON, R.I. (1988) *Financial Liberalization and Economic Development*, Internacional Center for Economic Growth.
- _____. (1991) *The order of economic liberalization*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- MEYER, A. (1994) "Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década dos 90", *Texto de Discussão* nº 15, FUNDAP/IESP, São Paulo.
- _____. (1997) *Nota sobre a Economia Argentina*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais, Brasília.
- MIRANDA, J. C. (1993) "Incerteza, Antecipação e Convenção". *Economia e Sociedade* nº 2. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- _____. (1995) "Algumas questões de economia internacional contemporânea", *Câmbio: o dilema da estabilização no México, na Argentina e no Brasil, Indicadores FEE*, vol.23, Porto Alegre.
- MORELAND, A. D. (1995) "Como estabelecer um programa de ADR". *Caderno da Gazeta Mercantil: Captação de recursos externos*, 12/05/1995, pg.2.
- MOREIRA, M.M. "Abertura comercial e Indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo", *Texto para Discussão* nº 49, BNDES, Rio de Janeiro
- NOGUEIRA BATISTA Jr., P. (1996) *Plano Real: Estabilização Monetária e Desequilíbrio Externo*, São Paulo (mimeo).
- NOBRE, G. (1993) "Liberalização cambial". *Folha de São Paulo*, 20/02, pg.2-2.
- PINHEIRO NETO ADVOGADOS (1992) *Foreign portfolio investments in Brasil - The São Paulo Stock Exchange - BOVESP: Guide on how to invest in the Brazilian Stock Market*, fev.
- PLIHON, D. (1996) "Desequilibres mondiaux et instabilité financière: les responsabilités des politiques libérales", in *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, F.Chesnais (coord.), Paris: Syros.
- POSSAS, M. (1995), "A cheia do Mainstream: Comentário sobre os Rumos da Ciência Econômica", Instituto de Economia Industrial, UFRJ, Rio de Janeiro (mimeo).
- REISEN, H. (1993), "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetária". *Revista de la Cepal* 51, Santiago.
- SAFATLE, C. (1995a) "Ajuste para tarifas é o novo desafio". *Gazeta Mercantil*, pg. A-1, 13/03/1995.
- _____. (1995b) "Limite de posições vendidas no câmbio é ampliado em 50%". *Gazeta Mercantil*, pg. B-2, 1/05/95.
- SALASAR, W. (1995a) "Investidor externo aproveita juros altos para internar dólares". *Gazeta Mercantil*, pg. B-4, 09/08/95.
- _____. (1995b) "O BC intervém no dólar flutuante". *Gazeta Mercantil*, pg.B-1, 10/08/95.
- SANTOS FILHO, O. C. *Coréia do Sul versus Brasil: a industrialização tardia e periférica*, Tese de Doutorado apresentada no Instituto de Economia da Universidade de Campinas

- SANVICENTE, A. Z (1994) *Equity Market Development in Brazil*, São Paulo (mimeo).
- SCHADLER, S *et alii* (1993), "Recent experiences with surges in capital inflows", *IMF Occasional Paper* nº 108, Washington.
- SCHULMEISTER, S. (1988) "Currency speculation and dólar fluctuation". *Banca Nazionale del Lavoro, Quartely Review*, Roma.
- SCHWARTZ, G. (1996) "Coréia resiste à liberalização financeira". *Folha de São Paulo*, 8/09/1996, pg.2-2.
- SERFATI, C. (1996) "Le rôle actif des groupes à dominance industrielle dans la financiarisation de l'économie", in *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, F. Chesnais (coord.), Paris: Syros.
- SHOR, J. B. (1992), "Introduction", in SHOR, J. B & T. BANURI (ed), *Financial Openness and National Autonomy*, Oxford: Claredon Press, 1ª edição.
- SINGH, A (1992) "The stock market and economic development: should developing countries encourage stock-markets? ", *UNCTAD Discussion Papers*, Genebra.
- SOBEET (1997) *Carta de SOBEET*, Ano 1, nº 1, Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, mar.
- SOUZA, E. P. (1993) "O novo regime cambial brasileiro e suas consequências para a política econômica", *Texto de Discussão* nº 18, IPEA, Rio de Janeiro .
- STEINER, R.(1994), *Capital Inflows in Latin America: Cause, Consequences and Policy Options*, Encontro de Mangaratiba - Rio de Janeiro, 16-19 de março de 1994.
- STUDART, R. "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional". *Revista de Economia Política*, vol.13, n.1 (101-118). São Paulo: Nobel..
- TAVARES, M. C. (1993) "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência" in Tavares, M.C. e Fiori, J. L. *Desajuste global e modernização conservadora*, Rio de Janeiro:Paz e Terra.
- TITELMAN, D & A. UTTOFF (1994), "Afluencia de capitales externo y políticas macroeconómicas". *Revista de la Cepal* nº 53, Santiago.
- TURNER, P (1995), "Capital Flows in Latin America: a new fase?", *BIS Economic Papers* nº 44, Basle.
- WILLIAMSON, J.(1990), *Latin America adjustment: how much has happened?*, Washington: Institute for Internacional Economics.
- ZAHLER, R (1992). "Política monetaria com abertura de la cuenta de capitales". *Revista de la Cepal* nº. 48, Santiago.
- ZINI, A. A. (1996) "Política cambial com Liberdade de Câmbio",in Renato Baumann (org.) *O Brasil e a Economia Global*, Rio de Janeiro: Campus: SOBEET.
- ZYSMAN, J (1983) *Governments, markets and growth - financial systems and the politics of industrial growth*. New York: Cornell University Press.