

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP

INSTITUTO DE ECONOMIA

Este exemplar corresponde a
redação final da tese defendida
por Maria Lúcia Labate Mantovanini
Pádua Lima

Campinas, 24 de julho de 1985



O EUROMERCADO E A EXPANSÃO DO CAPITAL FINANCEIRO INTERNACIONAL

MARIA LÚCIA LABATE MANTOVANINI PÁDUA LIMA

Orientador: Professor Doutor LUCIANO GALVÃO COUTINHO

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

SÃO PAULO

1985

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

Ao Virgílio (in memoriam), Eduardo e
Nelida, que me garantiram a vida.

À Mariazinha, Carlos, Marcos e Marcel
lo, fontes inesgotáveis de amor, carin
ho e compreensão.

AGRADECIMENTOS

Agradecimentos. Ponto final de um longo trabalho. Concluí-lo simboliza mais do que o cumprimento de um compromisso acadêmico. Além do esforço intelectual de organizar idéias e procurar avançar no conhecimento, é um desafio pessoal. Superar obstáculos de toda ordem, principalmente os internos.

Foi um esforço solitário. E nem poderia ser diferente. O processo de amadurecimento intelectual e emocional parece ser assim mesmo. Solitário, é claro, não significa desamparado. Pude contar com a paciência, com o carinho e sobretudo com o conhecimento sólido de meu orientador Professor Doutor Luciano Galvão Coutinho. Foi ele também quem sugeriu o tema, abrindo-se então, para mim, um campo praticamente desconhecido, que aguçou minha curiosidade de uma forma que não tinha condições de avaliar naquela época. Neste sentido, foi um trabalho movido pela paixão de conhecer e de procurar deslindar um objeto novo. Posso dizer que no final desta dissertação tenho uma quantidade suficientemente grande de questões que terão condições de alimentar um novo projeto.

Tive o apoio incondicional do Professor Luís Antônio de Oliveira Lima, meu grande mestre. Discutimos pontos essenciais deste trabalho. Aproveitei da melhor maneira que consegui suas observações sempre tão lúcidas.

O Professor Doutor Armando Barros de Castro, com quem tive o prazer de trabalhar, fêz comentários objetivos e esclarecedores sobre este trabalho. Armando sabe o quanto são bem-vindas suas críticas. Ajudam a crescer.

Pude contar também com a gentileza e inteligência brilhante do Professor Doutor Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, cujos comentários foram decisivos para dirimir muitas dúvidas.

O interesse e disponibilidade do Professor Doutor Luiz Carlos Bresser Pereira permitiram que eu pudesse realizar entrevistas com pessoas que operam no Euromercado.

Sou muito grata aos meus professores da EAESP-FGV, tão importantes para minha formação acadêmica inicial. De modo especial, meu muito obrigado a Luís Antônio de Oliveira Lima, Robert Nicol, Roberto Perosa, Luís França, Roberto Siqueira Costa, Alain Stempfer, Sônia Draibe, Arakcy Martins Rodrigues, Maurício Tratemberger, Gilberto Vasconcelos, Fábio Lilla, Cid Sitrângulo e Jorge Motta.

No Instituto de Economia da UNICAMP tive a oportunidade de desenvolver meu interesse pelo estudo da Economia, com um rigor científico de grande valia para mim no confronto com questões complexas de realidade econômica atual. Gostaria de lembrar os professores: João Manbel Cardoso de Mello, Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, Jorge Miglioli, Liana Aureliano e Carlos Lessa. Uma outra presença muito querida, da UNICAMP, foi Mâr-

cia, a supermãe de todos.

Agradeço à Fundação de Auxílio à Pesquisa do Estado de São Paulo - FAPESP pelo apoio financeiro dado para o desenvolvimento desta dissertação.

Em relação à EAESP-FGV, instituição em que venho lecionando, meus agradecimentos englobam todos os funcionários, professores e alunos. O pessoal da biblioteca, em particular, a Rosa, Marilúcia, Oswaldo, Magali, Fátima, Rose e Lourival, foi ótimo. Ajudaram em tudo o que foi possível, desde a recuperação de material bibliográfico (sabemos como isto foi complicado) até nos adiamentos de prazos de entrega.

No Departamento de Análise Econômica, contei com a presença amiga e incentivadora dos colegas. Especialmente: Aidar, Alkimar, Bob, Bresser, Chicão, Gilson, Lenina, Luís Antônio, Marcelo, Marcos, Martins, Merege, Nakano e Perosa.

Eloah, Edlamar e Luzia colaboraram muito para que o chamado dia a dia da professora transcorresse com mais facilidade.

O núcleo de Pesquisa e Publicações (NPP), na pessoas de seu coordenador Professor Dr. Sergio M.P. de Barros, financiou a datilografia, reprodução e encadernação deste trabalho. Auxílio muito oportuno para mim.

Sônia, do Audiovisual, fez a capa e reproduziu os gráficos com precisão, enorme boa vontade e em tempo recorde.

Meus alunos que, com suas perguntas e interesse, deram muito mais sentido para meus estudos. Agradeço a todos. Em particular: Anthoula, Adriana, Sílvia, Gláucia, Tuca, Paulo e Thomaz.

As entrevistas gentilmente concedidas pelo Dr. Sampaio, Dr. Antônio de Pádua Seixas e Dr. Fernão Bracher foram valiosas para a compreensão do funcionamento do Euromercado na prática.

A Ivanisa Alcântara e Vera Helena Farinas Tremel, nem sei como agradecer. A revisão e normalização, que fizeram com extrema competência e dedicação, salvaram este trabalho de incorrer em várias gafes. As madrugadas que atravessamos lendo os originais, se foram extenuantes, ao menos puderam estreitar nossa amizade.

A datilografia final ficou por conta de Rosa, Cidoca, Guiomar, Marli, Sueli e Diva, cujo bom humor e rapidez amenizaram minha ansiedade.

Na esfera da vida pessoal, também tive muito apoio, carinho e dedicação. Por exemplo, pode uma mulher com um filhinho pequeno fazer um trabalho acadêmico sem o auxílio de outras pessoas? Acho difícil.

Felizmente, tive de minha mãe e de meu pai uma base só lida de afeto, tolerância e respeito. Eles me deram tudo que um ser humano precisa. Os irmãos: Teresa e Sérgio, Caco e Cris tina, tão queridos e próximos, me ajudaram a segurar a "barra". Dona Flora, uma amiga e avó mais-que-perfeita, esteve sem pre presente. Dr. Césio, Totoca, Fábio, João e Anita, compõem o resto da família que adotei.

Sem o auxílio e amizade de pessoas como: Lúcia, Silica, Raimunda, Roni, D. Odete e Ivanilda, teria sido muito difícil conciliar os vários papéis que desempenho.

Nelida, uma pessoa de importância vital, para mim. Talvez, quem melhor possa avaliar as condições em que este trabalho foi feito e o que significa.

Aos meus amigos agradeço o afeto que me deram. Kiko, ami go querido, por nossas conversas intermináveis sobre a vida e, se brigamos às vezes, ainda assim, ou por isso mesmo, nos gos tamos demais. Ceres, minha irmã, com quem se pode dividir todas as aflições e alegrias. Fernando, que tem uma risada linda, por sua alegria e otimismo. Regina, com quem partilhei mui tas dúvidas sobre esta dissertação. Gilson, pessoa com quem tive empatia instantânea, por seu brilho e companheirismo. Pe drinho, alma gêmea que encontrei um dia. Dúdu, um amigo doce e sensível. Gui e Cris, as melhores aliadas em uma situação di fícil. Américo, Serginho, Leda, Vivian, Zé Eduardo, Cláudio e Dilma, muito mais do que colegas de turma. Ana, Bob, Marcelo,

Nando, Flávia, Cil, Ângela, Lúcia, Vera Helena, Clóvis, Zé Luiz, Cecília, Fernanda, Maga e Dado, por serem tão solidários e queridos.

Ao Marcos, a quem não caberia dizer que estou em débito, apesar de toda a sua dedicação, pois na nossa relação não existe contabilidade. Sei que sem seu amor, generosidade, inteligência e sensibilidade, a existência seria ainda mais dura. Se, às vezes, brinco e digo que já somos irmãos, é porque a nossa simbiose é muito grande. Para você, Marquito querido, não bastam três parágrafos. Preciso escrever um livro.

Finalmente, ao Marcelo, meu filhinho, tão pequenininho e tão sério, com certeza quem mais ansiou pelo fim deste trabalho. Que você, meu amor, nunca perca essa sua curiosidade sem fim e a capacidade de me fazer tão feliz.

Julho de 1985

RESUMO

A dissertação aborda a formação e evolução do Euromercado, apresentando inicialmente uma síntese do desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional, a partir da Segunda Grande Guerra e do processo de internacionalização do capital bancário privado. Analisa os elementos que permitem caracterizar o Euromercado e sua evolução histórica desde as origens até a crise dos países devedores em 1982. É examinada ainda a instabilidade desse mercado e suas possibilidades futuras.

ABSTRACT

This dissertation discusses the establishment of the Euromarket, presenting initially a synthesis of the development of the International Financial System as from the Second World War and the process of internationalization of private banking capital. The factors which define or characterize the Euromarket and its historical development from its origins until the crisis of debtor countries in 1982 are further examined. The instability of this market and future possibilities are then analyzed.

SUMÁRIO

	Página
<i>Resumo / Abstract</i>	09
<i>Relação de Tabelas e Gráficos</i>	13
1 INTRODUÇÃO	19
2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA CONTEMPORÂNEA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL	23
2.1 Antecedentes	23
2.2 Ruptura do Sistema de Bretton Woods	34
2.3 O Processo de Internacionalização Bancária do Pós-Guerra	43
2.4 Caracterização dos Bancos Transnacionais	51
3 FORMAÇÃO E ESTRUTURA DO EUROMERCADO	62
3.1 Definição do Euromercado	63
3.2 Origens do Euromercado	66
3.2.1 Guerra Fria	68
3.2.2 A Crise da Libra Esterlina de 1957	69
3.2.3 O Acordo Monetário Europeu de 1958 - EMA	70
3.2.4 Déficits do Balanço de Pagamentos Americano	72
3.2.5 Medidas Restritivas sobre o Sistema Financeiro Americano	75
3.3 Configuração do Euromercado	85
3.3.1 Características Operacionais	85
3.3.2 Distribuição Espacial	87
3.3.3 Agentes Econômicos	92
3.3.3.1 Instituições Oficiais	93
3.3.3.2 Organizações Financeiras	97
3.3.3.3 Entidades Não-Financeiras	99
3.3.3.4 Observações Gerais	100
3.3.4 Formação da Taxa de Juros	101
3.3.4.1 Comissões Adicionadas às Taxas de Juros para Empréstimos no Euromercado	110

	Página	
3.3.5	Critérios para Avaliação da Dimensão do Euro mercado	112
3.3.6	Expansão de Crédito no Euromercado	121
3.3.6.1	Uma Interpretação Monetarista: Milton Friedman	121
3.3.6.2	Processo Piramidal de Depósitos Inter bancários	123
3.3.6.3	Alexander Swoboda: Uma Proposta de Mu ltiplicador de Crédito para o Euomerc ado	124
3.3.6.4	O Conceito de Multiplicador Bancário de um Sistema Nacional e sua Aplicação no Euromercado	128
3.3.6.5	Uma Interpretação Keynesiana: Bernard Schmitt	132
4	O DESENVOLVIMENTO DO EUROMERCADO	137
4.1	Os Anos Iniciais do Mercado: A Década de 60	138
4.1.1	Fontes de Fundo	141
4.1.2	Uso de Fundos	142
4.1.3	Maturação dos Fundos	144
4.1.4	Taxas de Juros	146
4.1.5	Desenvolvimento do Mercado de Longo Prazo: Eurobônus	148
4.2	O Euromercado na Década de Setenta: Crise e Cristalização do Sistema	152
4.2.1	Crise do Sistema Monetário Internacional e o Euro mercado	152
4.2.2	Alteração dos Preços Relativos das Principais "Commodities" e o Euromercado	155
4.2.3	A Primeira Crise do Euromercado: 1974	161
4.2.4	O Reestabelecimento da Confiança no Euromercado : 1975-79	166
4.2.5	Dimensão do Mercado na Década de Setenta	167
4.2.6	Fonte de Fundos	170
4.2.7	Uso dos Fundos	173
4.2.8	Maturação dos Fundos	178
4.2.9	Taxa de Juros	204
4.2.10	Mercado de Eurobônus	209

	Página	
4.3	Evolução Recente	215
4.4	A Política Monetária Americana Recente e o Euromercado	218
5	CONCLUSÃO	234
5.1	O Euromercado e seu Papel na Economia Mundial	234
5.2	Aspectos Conceituais para a Análise do Funcionamento do Euromercado	235
5.3	O Euromercado, a Hegemonia Americana e a Crise nos Anos Oitenta	237
5.4	Perspectivas e Possibilidades do Euromercado	238
	ANEXO ESTATÍSTICO	241
	BIBLIOGRAFIA	247
	GLOSSÁRIO	258

RELAÇÃO DE TABELAS E GRÁFICOS

TABELAS	Página
1. Balança Comercial Americana 1950-80	37
2. Crescimento do PIB Real das Economias Avançadas 1951-80	38
3. Expansão dos Bancos Americanos no Pós-Guerra 1950-72	46
4. Total dos Bancos Americanos, 1975	52
5. Distribuição Regional de Entidades Pertencentes à Rede Internacional de Bancos Transnacionais Agrupado Segundo País de Origem 1975	53
6. Ativos dos Bancos Transnacionais Segundo País de Origem 1975 e 1978	55
7. Distribuição dos Bancos por Número de Entidades no Exterior Segundo o Valor do Ativo 1975	57
8. Composição do Passivo e Ativo dos Eurobancos Segundo as Principais Moedas 1964-81	65
9. Emissão de Eurobônus Segundo Prestatários - 1963-74	79
10. Fontes de Financiamento do Investimento Direto Americano no Exterior 1965-71	84
11. Principais Centros Financeiros 1978	90
12. Dimensão Bruta e Líquida do Euromercado Segundo o Bis 1958-79	119
13. Dimensão Bruta e Líquida do Euromercado Segundo o Morgan 1964-79	120

	Página
14 Taxa de Crescimento Nominal e Real do Euromercado 1960-70	140
15 Distribuição Geográfica dos Ativos e Passivos dos Euroban- cos na Inglaterra 1963-69	143
16 Estrutura de Ativo e Passivo do Total de Bancos 1968-69	145
17 Evolução do Mercado de Eurobônus 1963-69	150
18 Distribuição das Reservas Mundiais por Grupos de Países 1951-80	158
19 Variações das Reservas Internacionais Segundos Países 1970-75	159
20 Aplicação dos Excedentes Financeiros dos Países da OPEP, Segundo o Destino 1974-1975	160
21 Principais Bancos Afetados por Perdas no Mercado de Cam bio 1974	164
22 Taxa de Crescimento Nominal e Real do Euromercado 1970-80	169
23 Relação entre o Volume Líquido e Bruto do Euromercado em Termos Reais 1970-80	171
24 O Balanço de Transações Correntes e Excedentes Disponí- veis dos Países da OPEP 1973-79	172
25 Aplicação dos Excedentes dos Países Exportadores de Petrô leo 1974-79	174
26 Ativos Internacionais dos Bancos Comerciais 1976 e 1979	177
27 Estrutura de Ativo e Passivo dos Eurobancos Localizados em Londres 1971-1972	186

	Página
28 Estrutura de Ativo e Passivo dos Eurobancos Localizados em Londres 1972	187
29 Estrutura de Ativo e Passivo dos Bancos Ingleses 1975-79	192
30 Estrutura de Ativo e Passivo dos Bancos Americanos 1975-79	193
31 Estrutura de Ativo e Passivo dos Bancos Japoneses 1975-79	194
32 Estrutura de Ativo e Passivo dos Consórcios Bancários 1975-79	195
33 Estrutura de Ativo e Passivo de Outros Bancos 1975-79	196
34 Estrutura de Ativo e Passivo do Total dos Bancos 1975-79	197
35 Índice de Cobertura das Operações Ativas dos Bancos Ingleses 1975-79	198
36 Índice de Cobertura das Operações Ativas dos Bancos Americanos 1975-79	199
37 Índice de Cobertura das Operações Ativas dos Bancos Japoneses 1975-79	200
38 Índice de Cobertura das Operações Ativas dos Consórcios Bancários 1975-79	201
39 Índice de Cobertura das Operações Ativas dos Outros Bancos 1975-79	202
40 Índice de Cobertura das Operações Ativas do Total dos Bancos 1975-79	203
41 Os Spreads de 20 Países Seleccionados, Classificados em Ordem Crescente 1974-78	208

	Página
42 Emissão de Bônus no Mercado Internacional 1970-79	210
43 Participação Relativa dos Vários Mercados Emissores de Bônus a Nível Internacional 1970-79	211
44 Evolução da Emissão de Eurobônus Segundo a Denominação da Moeda 1970-79	213
45 Participação Relativa dos Agentes Emissores no Mercado de Eurobônus 1970-79	213
46 Dimensão Bruta e Dimensão Líquida do Euromercado e Passivo do Mercado Interbancário 1979-84	215
47 Distribuição dos Ativos dos Eurobancos Segundo Grupos de Países Tomadores 1979	217
48 Evolução do Sistema de Crédito Internacional Segundo o Mercado e Grupo de Países 1982-83	221
49 Participação no Mercado de Crédito Internacional Segundo Grupos de Países 1976-83	222
50 Participação dos Principais Centros Financeiros no Euromercado 1976-83	231
51 Composição da Conta Capital Americana 1981-84	232

GRÁFICOS

1 Dimensão do Euromercado e o Déficit do Balanço de Pagamento Americano 1963-73	75
2 Avaliação da Dimensão do Euromercado - 1º Caso	115
3 Avaliação da Dimensão do Euromercado - 2º Caso	116

	Página
4 Avaliação da Dimensão do Euromercado - 3º Caso	117
5 Taxas de Juros do Euromercado e do Mercado Americano 1963-70	148
6 Preços do Mercado Mundial de Materias Primas 1968-75	156
7 Evolução da "LIBOR" e "PRIME RATE" Americana 1970-79	205
8 Taxas de Juros do Euromercado e do Mercado Americano 1970-79	206
9 Evolução dos Rendimentos dos Eurobônus e das Taxas de Juros dos Depósitos em Eurodólares 1970-79	214
10 Taxas de Câmbio e Diferenciais de Juros Nominais de Curto Prazo nos Estados Unidos - 1974-84	228
11 Taxas de Câmbio e Diferenciais de Juros Reais e de Curto Prazo nos Estados Unidos 1974-84	228
12 Taxas de Câmbio e Diferenciais de Juros Nominais e de Longo Prazo nos Estados Unidos 1974-84	228
13 Evolução da "LIBOR" e da "PRIME RATE" Americana 1980-84	229
14 Taxas de Juros do Euromercado e do Mercado Americano 1980-84	230

"Das mil faces de um diamante, quantas
há que não presumo."

Carlos Drummond de Andrade

1 INTRODUÇÃO

O ponto de partida para a reflexão sobre o objeto de estudo desta dissertação foi o processo de internacionalização do capital no período do pós-guerra. Procurou-se analisar em que circunstâncias se formou e desenvolveu o Euromercado, isto é, o segmento mais relevante do Mercado Financeiro Internacional. No Euromercado são realizadas operações em moeda que não a do local onde o agente financeiro está situado, estando estas isentas das regulamentações existentes para as transações bancárias domésticas.

O Mercado Financeiro Internacional comporta, também, operações em moeda local, com não-residentes. Incluem-se, neste caso, a emissão de bônus em dólares, negociados no Mercado de Capitais Americano, por estrangeiros, e a concessão de empréstimos, em marcos, na Alemanha, para não-residentes.

Após 1981, através de um regulamento do Governo Americano, International Banking Facilities, foi possível a criação de um centro financeiro "offshore" dentro dos Estados Unidos, isto é, com as mesmas facilidades (ausência de reserva compulsória, limites para taxas de juros, prazos de depósitos, etc); existentes no Euromercado. A partir de então, as operações realizadas em dólar com não-residentes nos Estados Unidos ou entre os bancos sob esse regulamento passam a integrar o Euromercado.

A rigor, o Euromercado comportaria somente as operações realizadas com moedas que não a do país onde o agente financeiro estivesse localizado. No entanto, este mercado não só ampliou seu espaço físico inicial, isto é, a Europa, mas também superou o critério que determinava a realização das transações unicamente em moeda estrangeira.

Para situar o Euromercado, inicialmente procurou-se apresentar uma síntese do desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional, após a Segunda Grande Guerra. Considerou-se, entretanto, oportuno reconstituir alguns aspectos anteriores desse sistema, iniciando-se a análise no final do século XIX.

Uma vez que foram os bancos comerciais privados transnacionais os "criadores" do Euromercado, considerou-se necessário analisar o processo de internacionalização bancária. O estudo sobre a expansão dos bancos transnacionais analisa este processo do ponto de vista histórico, indicando as especificidades nacionais. Na caracterização destes bancos utilizaram-se os dados de um estudo da UNCTC (1), que levanta informações para 1975. Apesar da defasagem temporal, este ainda é o melhor estudo encontrado sobre os bancos transnacionais, cabendo ressaltar que não foi possível obter informações mais recentes.

No terceiro capítulo, objetivou-se delinear as principais características do Euromercado. A partir de sua definição, procurou-se recuperar a ligação existente entre os vários eventos apontados como responsáveis por sua origem e descrever alguns componentes importantes de sua configuração: características das operações, distribuição espacial e agentes econômicos. Foram considerados também elementos vistos como essenciais para a compreensão do Euromercado, isto é, a formação das taxas de juros que vigoram neste mercado e seus mecanismos de crescimento.

O desenvolvimento histórico foi examinado no quarto capítulo, que abrange desde o aparecimento do Euromercado até a crise

1 SYSOEV, I. Transnational Banks: Operations, Strategies and Their effects in developing Countries. NEW YORK, United Nations, 1981.

dos países devedores de 1982. Para os anos iniciais houve grande dificuldade para se obter dados. É somente a partir da década de 70, que informações sobre o Euromercado são mais facilmente encontradas.

Finalizando, procurou-se interpretar o significado do surgimento e desenvolvimento do Euromercado e, principalmente, apontar algumas questões consideradas importantes, as quais são passíveis de análise mais aprofundada.

É importante ressaltar que não se tratou neste trabalho da relação do Euromercado com o processo inflacionário mundial. Em face do grau de complexidade desta questão, optou-se por restringir a análise à configuração do Euromercado no cenário internacional.

" Por anos venho tentando contar esta história e a questão da verdade tem-me pesado como um pesadelo. Mas a verdade também pode ser uma mentira. A verdade não é o suficiente. A verdade é apenas o cerne de uma totalidade inesgotável."

Henry Miller

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA CONTEMPORÂNEA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Este capítulo objetiva reconstituir as linhas gerais do desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional neste século. Conferiu-se ênfase especial à reorganização desse sistema após a Segunda Grande Guerra, pois foi a partir de então que se formou e se desenvolveu o Euromercado.

Ainda que de maneira sucinta, abordou-se o processo de erosão da hegemonia americana e a conseqüente ruptura do Sistema de Bretton Woods. Procurou-se também apontar algumas das relações existentes entre o Euromercado e o Sistema Monetário Internacional.

Finalmente, tratou-se do processo de internacionalização do capital bancário privado, (ou seja, dos agentes que "criaram" e sustentam o Euromercado), das razões desse movimento e das principais características dos Bancos Transnacionais.

2.1 Antecedentes

O movimento de capitais através do mundo foi intensificado no período de 1880 a 1914, devido sobretudo ao grande desenvolvimento do comércio internacional. Prevalencia, naquela época, o padrão ouro, ou seja, as principais moedas eram definidas por um lastro obrigatório em ouro. Este padrão possibilitava a confiança generalizada na estabilidade

das taxas de câmbio, o que, entre outros fatores, incentivou as importações e exportações mundiais.

A liquidez internacional, no entanto, era extremamente sensível às disparidades existentes entre as taxas de juros dos principais países. Os Bancos Centrais, para manter fixas as taxas de câmbio, controlavam as reservas em ouro, através de suas taxas de redesconto. Elevações ou quedas nas taxas de redesconto alteravam o nível da taxa de juros no mesmo sentido. No caso de drenagem de ouro de um país, o Banco Central procurava corrigir esse desequilíbrio através do aumento na taxa de redesconto; a consequente elevação da taxa de juros atraía fundos para aplicações e permitia, assim, a retenção e recomposição das reservas. Por outro lado, taxas de juros mais altas implicavam decréscimo na demanda por crédito, redução dos investimentos e do emprego, o que gerava queda de preços internos. Este processo ocasionava movimentos equilibrantes no Balanço Comercial do país.

Londres era, então, a principal praça financeira e a libra esterlina a moeda-chave do Sistema Financeiro Internacional. Uma hipótese que pode explicar a manutenção do padrão ouro apoiado na libra é a de que grande parte do Império Britânico era coberto por filiais dos bancos ingleses, que retinham seus saldos positivos em Londres. Além disso, até 1914, pelo menos, imperava a confiança na estabilidade da libra e movimentos especulativos contra essa moeda foram desprezíveis⁽¹⁾.

¹ Esta hipótese foi levantada no trabalho.

FORD, A.G. El padrón oro: 1880-1914, Inglaterra y Argentina. Buenos Aires, Editorial del Instituto, 1966.

Prevaleceu, portanto, até 1914, o sistema de convertibilidade das principais moedas em ouro e o ajuste dos Balanços de Pagamentos se dava em função do movimento internacional de capitais, sendo as principais praças financeiras, a lêm de Londres, Paris, Berlim, Amsterdam, Viena e Bruxelas. Funcionava nesse período um eficaz sistema de crédito internacional de curto e longo prazos.

Com o início da Primeira Guerra Mundial, as reservas em ouro dos Bancos Centrais passaram a ser usadas exclusivamente para pagamentos internacionais e as moedas escriturais foram declaradas inconvertíveis. O comércio internacional, no período da guerra, foi restrito por medidas nacionais de controle das importações.

A Primeira Guerra Mundial transformou a estrutura do comércio internacional, consagrando aos Estados Unidos a posição de importante credor em relação aos países da Europa Ocidental.

Em 1922, na Conferência de Genebra, o padrão ouro foi reestabelecido, porém em situação extremamente diferente da existente até 1914. A Inglaterra, que havia exercido o papel de reguladora do Sistema Monetário Internacional até o início da Primeira Guerra, dada sua posição hegemônica, após o término do Conflito Mundial não tinha mais condições de controlar e manter o padrão ouro como havia feito até 1914.

Os países mais afetados pelo Conflito Mundial adotaram medidas para proteger suas economias. Os Bancos Centrais passaram a emitir moeda sem correspondente lastro em ouro, para cobrir déficits do Estado. Além disso, uma intensa competição no comércio mundial, estabelecida através de preços, exigia a frequente desvalorização monetária. A Alemanha, por exemplo, derrotada em 1919 e devendo pagar elevadas somas por reparações de guerra, elaborou vários planos para saldar os compromissos. Em 1928, os empréstimos americanos ao governo alemão foram interrompidos e os empréstimos de curto prazo tornaram-se insuficientes para efetuar o pagamento das reparações. O forte processo de desvalorização do marco alemão possibilitou a geração de superávits comerciais em 1930-31, através da drástica redução nas importações, o que acabou provocando transferência de renda real.

O câmbio oscilante das principais moedas européias e a instabilidade monetária decorrente provocaram um forte e especulativo fluxo de capitais europeus de curto prazo para os Estados Unidos.

O mercado de capitais americano concentrou esses movimentos intensamente especulativos. Empresas fictícias foram criadas, companhias de seguro e investimento multiplicaram-se, sendo que o valor nominal de seus ativos passou de US\$ 100 milhões em 1924 para US\$ 1,8 bilhões em 1929⁽¹⁾. O papel

1 *Sobre a especulação financeira no final da década de 20, ver:*
AGLIETTA, M. Regulation et crises du capitalism. Paris, Calmann Levy, 1976.

de importante centro financeiro mundial, assumido por Nova Iorque após 1914, decorreu da supremacia da economia americana. Além disso, a organização do Federal Reserve System e alterações na estrutura financeira interna, aliadas às facilidades do mercado de capitais americano, contribuíram, ainda mais, para aumentar o fluxo de capitais europeus para os Estados Unidos.

Com o "crash" da bolsa de Nova Iorque em 1929, o Sistema Financeiro Internacional baseado no padrão ouro tornou-se muito instável. No início da década de 30, as principais moedas deixaram de ser convertíveis em ouro e as restrições ao comércio internacional aumentaram, refletindo o completo colapso do mercado financeiro internacional. (A inconvertibilidade da libra em ouro foi declarada em 1931).

Durante a década de 30 e o período da Segunda Guerra, foram criadas zonas monetárias, deixando de existir um sistema financeiro internacional integrado como o que prevalecera até 1931.

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, o Sistema Financeiro internacional foi restaurado. Nas discussões para o reestabelecimento de uma nova ordem financeira internacional, em Bretton Woods, estavam presentes preocupações referentes à manutenção do emprego e da renda domésticos e a conciliação de Balanços de Pagamentos equilibrados. Nas negociações, prevaleceu a posição americana, ou seja, a do principal cre-

dor das economias capitalistas⁽¹⁾.

A criação do Fundo Monetário Internacional-FMI, Instituição de grande relevância no novo arranjo internacional acordado em Bretton Woods — visava evitar, por um lado, a inflexibilidade do padrão ouro existente até o início da década de 30 e, por outro, a instabilidade decorrente da desvalorização competitiva das moedas no período posterior. Esta instituição deveria também cumprir o papel da Câmara Compensatória dos Desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos dos países membros.

Foram também estabelecidas normas para o comércio internacional através do Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio-GATT. Desta forma, ao FMI cabia cuidar dos pagamentos das transações internacionais, enquanto ao GATT cabia estabelecer regras para o comércio de bens e serviços em nível internacional, objetivando a liberalização das relações comerciais e a "correção" dos possíveis desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos dos países membros. No início das operações, em 1947, 44 países compunham o FMI⁽²⁾.

1 *Sobre as discussões desenvolvidas em Bretton Woods, ver:*
BLOCK, F.L. The origins of international economic disorder: a study of United States international monetary policy from World War II to the present. California, University of California press, 1977. p.33-69.

2 *Para maiores detalhes sobre a organização do FMI, ver*
WELLS, S. International Economics. New York, Atherton press inc., 1969.

Além dessas Instituições, foram criados também o Banco Mundial e os Bancos Regionais de Desenvolvimento. A esses bancos cabia canalizar empréstimos de longo prazo para as nações membros viabilizarem seu desenvolvimento.

O FMI contribuiu decisivamente para o fortalecimento do mercado financeiro internacional, ao garantir a estabilidade monetária, ou melhor, ao solidificar a hegemonia do dólar. Com o padrão dólar-ouro foi possível constituir a base sobre a qual foi erigido o Sistema Financeiro Internacional no pós-guerra. Na década de 30, a crise do padrão ouro e a intensa instabilidade monetária haviam solapado o mercado financeiro, sendo uma das necessidades do pós-guerra reconstruir esse mercado.

Para o funcionamento dessa nova ordem financeira internacional, que, além de prover a liquidez necessária para a consecução das políticas de desenvolvimento das nações membros, deveria proceder à compensação das contas internacionais e estabelecer um padrão de reserva de valor, o FMI fixou as seguintes regras de conduta:

- a) Os países membros deveriam estabelecer a relação entre suas moedas e o dólar. Para a moeda americana foi arbitrada uma relação com o ouro (paridade de uma onça para US\$ 35). As paridades das várias moedas com o dólar poderiam oscilar em 1%, para as transações à vista. Nos casos de outras transações, a margem poderia exceder a 1%, desde que o FMI aceitasse.
- b) Para manutenção da estabilidade cambial, os países mem-

bros comprometeram-se a manter os arranjos cambiais com os demais países e evitar alterações competitivas de câmbio. Havia, portanto, o compromisso de não utilizar a variação cambial como instrumento de estímulo às exportações.

A manutenção das paridades, das várias moedas com o dólar, fixadas pelo FMI, fazia com que os países membros utilizassem o dinheiro americano como moeda de intervenção, comprando ou vendendo dólares para que a paridade se sustentasse.

O ouro constituía ativo de reserva oficial e era também utilizado para as compensações de Balanços de Pagamentos. Assim, as moedas dos países membros se expressavam em dólar ou em ouro, pois o dólar mantinha uma paridade fixa com o ouro. Em suma, o valor das várias moedas nacionais traduzia-se no valor do ouro americano.

Nesse sistema, o país que detivesse reservas em dólares teria seu valor garantido na contrapartida em ouro, o que assegurava, pelo menos, num primeiro momento, a estabilidade monetária. Os limites dessa nova reestruturação monetária e financeira far-se-iam presentes já no final da década de 50.

O problema da liquidez internacional, importante no período de pós-guerra, para a reativação do comércio mundial e reconstrução dos países europeus, foi em parte resolvido

através do Plano Marshall. No período de 1948-50 os Estados Unidos canalizaram cerca de US\$ 20 bilhões para os países da Europa Ocidental.

O Plano Marshall previa auxílio às nações europeias, desde que houvesse, por parte desses países, o compromisso de estabelecer formas de cooperação mútua. Em 1948, dezesseis países europeus assinaram convênio para a criação da Organização para Cooperação Econômica Européia-OEEC⁽¹⁾.

O esforço de integração econômica, efetuado pelos países da Europa Ocidental, teve desdobramentos importantes no desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional e na geração de liquidez para as transações comuns.

A intensificação do comércio entre os países da Europa Ocidental foi facilitada, já no início da década de 50, com o estabelecimento da União Européia de Pagamentos-EPU. Através desse acordo formulou-se um mecanismo para a compensação dos pagamentos de importações e exportações dos países membros.

Em 1958, com o objetivo de eliminar controles, bilateralismos e discriminação entre os países associados, foi

¹ Os países que inicialmente participaram da OEEC foram: Áustria, Bélgica, Luxemburgo, Dinamarca, França, Grécia, Itália, Islândia, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Turquia, Inglaterra e Alemanha, além dos Estados Unidos e Canadá.

Sobre a integração dos países europeus, ver: MAGNIFICO, G. European monetary unification. London, John Wiley & Son, 1973.

firmado o Acordo Monetário Europeu-EMA, tendo sido reestabelecida a convertibilidade das moedas europeias. O EMA foi um passo importante no sentido da liberalização dos movimentos de capitais. Os países que faziam parte do EPU e do EMA eram os mesmos que pertenciam à OEEC, a qual, em 1961, passou a chamar-se Organização para a Cooperação e Desenvolvimento da Europa-OECD, com a participação dos Estados Unidos, Canadá e em 1964, do Japão.

A rápida recuperação da economia europeia, na década de 50, e o estabelecimento, através do Tratado de Roma (1957), da Comunidade Económica Europeia-EEC influíram decisivamente no perfil do Sistema Financeiro Internacional⁽¹⁾.

Os objetivos da EEC eram:

- a) criar um mercado comum entre os países membros, com a redução gradual das barreiras que impedissem o livre movimento de bens e serviços;
- b) estabelecer planos para o crescimento harmónico e coordenado dos países associados.

O processo de integração económica e monetária da Europa Ocidental, possibilitou aos países europeus uma posição mais independente em face dos Estados Unidos⁽²⁾.

1 Da Comunidade Económica Europeia-EEC fazem parte inicialmente os seguintes países: Alemanha, Bélgica, França, Itália, Holanda e Luxemburgo.

2 Sobre o conceito de integração monetária, ver: CORDEN, M. Monetary integration. Essays in International Finance, Princeton, New Jersey, n. 93, 1972.

A recuperação do Japão, embora tenha seguido trajetória diferente da dos países europeus, também se processou de maneira surpreendente (1). Como se sabe, o Japão, logo após o final da Segunda Guerra, esteve sob domínio militar americano, como país derrotado. A princípio a política dos Estados Unidos foi a de impedir a recuperação econômica japonesa. Para tanto, foram consideradas "ilegais" as formas de associação do capital japonês anteriormente existentes. No entanto, com o fortalecimento da República Popular da China, o intuito de manter a economia japonesa desorganizada, foi suplantado pelos interesses estratégicos dos Estados Unidos no extremo oriente.

Depois do Tratado de São Francisco, em 1952, que pôs fim à intervenção militar americana no Japão, o governo japonês procurou estimular a reorganização do capital nacional e novas formas de associação apareceram. O governo japonês adotou uma política diferente da europeia no que tange à entrada de investimento direto do exterior. Desta forma, a penetração do capital produtivo americano no Japão não foi tão intensa.

A partir do início dos anos 60, o cenário internacional foi-se alterando. Com a recuperação das economias europeia e japonesa, a hegemonia americana e consequente posição absoluta do dólar começaram a ser ameaçadas.

1 *Sobre o ressurgimento japonês após a Segunda Guerra Mundial, ver:*

COUTINHO, L.G. The internationalization of oligopoly capital. Tese de doutorado apresentada na Universidade de Cornell, 1975. (mimeo).

2.2. Ruptura do Sistema de Bretton Woods

O Sistema Financeiro Internacional do pós-guerra as-
sentava-se no padrão dólar-ouro e supunha a supremacia polí-
tica e econômica dos Estados Unidos no Bloco Capitalista, su-
~~premacia esta que~~, a essa época, tinha começado sofrer um
~~processo de lenta erosão~~. No começo dos anos 50, o Balanço
~~de Pagamentos Americano~~ passou a apresentar déficits constan-
~~tes e a posição francamente credora dos Estados Unidos so-~~
~~freu reversão~~⁽¹⁾. Esses déficits encontram sua explicação nu-
ma série de gastos estruturais. A Guerra da Coréia, por exem-
plo, e a necessidade de manter tropas em diversas partes do
mundo, obrigavam os Estados Unidos a incorrer em pesados gas-
tos militares⁽²⁾. Por outro lado, a intensificação dos inves-
timentos diretos das empresas americanas no exterior, a par-
tir da década de 50, era feita através de saídas crescentes
de capitais de longo prazo⁽³⁾.

As empresas americanas investiram diretamente em mer-
cados onde detinham posições favoráveis no comércio inter-

1 Ver Tabela 1 do Anexo Estatístico.

2 A. Maddison sustenta a hipótese de que o crescimento mais
acelerado do PNB dos países europeus, frente aos Estados
Unidos, na década de 50, deve-se ao fato dos Estados Uni-
dos arcarem com gastos militares muito mais elevados do
que os outros países. Ver:

MADDISON, A. The economic growth in the west. New York,
Twentyth Century Fund, 1964 apud SOLOMON, R. O siste-
ma monetário internacional 1945-1976. Rio de Janeiro,
Zahar, 1979. p.35.

3 ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT.
International investment and multinational enter prises:
recent international direct investment trends. Paris,
1981.

nacional do imediato pós-guerra. Mediante a criação de filiais nos países importadores, essas empresas visavam não só reter mercados, mas também ampliar seus horizontes de investimento. Assim, a partir da década de 50, os investimentos diretos americanos apresentaram um crescente desenvolvimento.

Entre 1950 e 1979, a taxa média de crescimento anual situou-se em torno de 10,1% ao ano⁽¹⁾. O volume de investimentos americanos fora dos Estados Unidos, que em 1950, alcançara a cifra de US\$ 11,8 bilhões, em 1979 tinha alcançado US\$ 192,6 bilhões⁽²⁾.

Durante a década de 60, o ritmo de crescimento dos investimentos diretos americanos acelerou-se, tendo-se dirigido principalmente para os países europeus. Com a criação do Mercado Comum Europeu-EEC, as empresas americanas adotaram como estratégia para a consolidação de suas posições comerciais a implantação de subsidiárias. A eliminação de tarifas entre países membros do EEC e a decorrente ampliação de mercados tornaram essa área ainda mais interessante para os investimentos diretos americanos.

1 Dados de investimento direto obtidos no trabalho de:
WICHARD, O.G. Trends in the US direct investment position
abroad 1950-76- Survey of Current Business, New York,
feb. 1981.

2- Ver Tabela 2 do Anexo Estatístico.

Na década de 70, os investimentos americanos fora dos Estados Unidos concentravam-se nos países desenvolvidos, sobretudo nos europeus (1). Esses investimentos, até meados da década de 60, foram financiados por recursos provenientes das matrizes e, após essa época, através de reinvestimento dos lucros e empréstimos. A forma de financiamento desses investimentos bem como das outras economias industrializadas concorreram para que as empresas internacionalizadas constituíssem os clientes preferenciais dos bancos que atuavam no mercado de crédito internacional privado.

A saída de capitais dos Estados Unidos para financiamento dos investimentos diretos pressionou o Balanço de Pagamentos Americano de tal forma, que em 1968, tornou-se necessário adotar medidas de política econômica para conter o fluxo de dólares para o exterior. Ainda que houvesse o repatriamento de divisas provenientes de lucros, dividendos, royalties e outros, estas seriam insuficientes para fazer frente às saídas de capital. Além do mais, não havia interesse por parte das empresas no retorno dessas divisas, uma vez que os mecanismos de controle do déficit do Balanço de Pagamentos, estabelecidos na década de 60, tornaram pouco atraente o mercado financeiro americano.

Aliado às despesas governamentais e aos investimentos diretos, um novo fator passou a contribuir para o aumento dos déficits do Balanço de Pagamentos na década de 60: o

1 Ver Tabela 2 do Anexo Estatístico.

enfraquecimento da posição dos Estados Unidos no comércio internacional. Durante a década de 50, o saldo da Balança Comercial era favorável aos Estados Unidos, dada sua supremacia industrial em face das outras nações. No entanto, já nos anos 60, sua posição comercial começara a desgastar-se e no início da década de 70 os déficits tornaram-se evidentes.

Tabela 1 - BALANÇA COMERCIAL AMERICANA
1950-80

US\$ milhões

A N O	EXPOR- TAÇÕES	IMPOR- TAÇÕES	SALDO COMERCIAL
1950	10 282	9 631	651
1951	15 041	11 922	3 119
1952	15 206	11 707	3 499
1953	15 782	11 846	3 936
1954	15 114	11 140	3 974
1955	15 558	12 489	3 069
1956	19 102	13 987	5 124
1957	20 873	14 620	6 253
1958	17 920	14 616	3 304
1959	17 643	17 006	637
1960	20 601	16 381	4 220
1961	21 037	15 952	5 085
1962	21 714	17 802	3 912
1963	23 387	18 640	4 747
1964	26 650	20 334	6 316
1965	27 530	23 233	4 297
1966	30 434	27 791	2 643
1967	31 640	28 819	2 821
1968	34 667	35 438	- 771
1969	38 032	38 498	- 466
1970	43 241	42 695	546
1971	44 156	48 755	-4 599
1972	49 783	59 328	-9 545
1973	71 404	74 280	-2 876
1974	98 552	110 875	-12 323
1975	108 112	105 880	2 232
1976	115 413	132 498	-17 085
1977	121 232	160 411	-39 179
1978	143 766	186 045	-42 279
1979	182 025	222 228	-40 203
1980	220 786	256 984	-36 198

FONTE: INTERNATIONAL MONETARY FUND. International Financial Statistics. Supplement on Trade Statistics - Supplement Series - nº 4 - WASHINGTON, 1982, pp.130-131 e 118-119.

Contribuíram para o enfraquecimento comercial dos Estados Unidos a perda de competitividade da indústria manufatureira americana frente a seus concorrentes europeus e japoneses. Nos anos 50 e 60, as autoridades governamentais americanas mantiveram uma política de relativa abertura comercial e de sobrevalorização do dólar, o que propiciou a penetração do mercado americano por produtos estrangeiros.

Entre 1962 e 1972, os países industrializados mantiveram altas taxas anuais de expansão de suas economias, conjugadas com uma inflação relativamente baixa. O deflator implícito do PIB destes países foi de 4,1% ao ano e o PIB real de 4,6% ao ano. Cabe destacar, porém, que havia grande disparidade em termos do crescimento de cada um dos países industrializados, como mostra a Tabela 2.

Tabela 2.- CRESCIMENTO DO PIB REAL DAS ECONOMIAS AVANÇADAS
1951-80

(Em percentagem)

PAÍSES	MÉDIA ANUAL		
	1951-61	1962-72	1973-80
Alemanha	7,3	4,5	2,6
Canadá	4,0	5,5	3,3
Estados Unidos	2,6	4,0	2,1
França	4,7	6,0	2,8
Inglaterra	3,7	2,4	1,6
Itália	6,0	4,6	2,8
Japão	8,8	10,3	3,2
Países Industrializados (1)	-	4,6	2,8

FONTE: OECD NATIONAL ACCOUNTS. vol.1, 1951-80, 1982.

(1) Países da OECD.

O rápido crescimento do Japão contrastava com a estagnação da economia inglesa, ao mesmo tempo em que os países da Europa Continental e do Canadá, apresentavam taxas mais altas do que as do Estados Unidos.

Os sistemas industriais europeus e japoneses obtiveram não só escalas de produção e níveis de concentração comparáveis aos oligopólios americanos, mas também passaram a competir com eles. As empresas americanas lideraram o processo de internacionalização do pós-guerra, porém a rearticulação dos capitais europeus e japoneses permitiu a reação oligopolista destas empresas nos respectivos mercados domésticos e a posterior disputa pelo mercado mundial via exportação de manufaturas e investimentos diretos no exterior.

A reorganização e o crescimento de outras nações industrializadas e a concorrência no mercado mundial podem ser apontadas como causas para a perda de posição dos Estados Unidos no comércio internacional.

Dentro desse contexto, o controle do Balanço de Pagamentos Americano era bastante complexo. A redução dos gastos militares no exterior não poderia ser feita sem o comprometimento do papel político dos Estados Unidos, de sustentáculo do sistema capitalista no pós-guerra. A emergência do Bloco Socialista, após a Segunda Guerra Mundial, e o clima de guerra fria vivido nos anos 50 e 60 forçavam o Governo Americano a manter e a ampliar seus gastos militares no exterior. Além disso, na década de 60, com a Guerra do Vietnã,

as despesas militares dos Estados Unidos no exterior foram ampliadas.

Controles do fluxo de capitais para investimento no exterior foram estabelecidos, mas esses não se mostraram suficientes para equilibrar o Balanço de Pagamentos Americano.

Os Estados Unidos financiaram seus constantes déficits no Balanço de Pagamentos através da emissão de dólares, lançando mão do privilégio que possuíam, de serem detentores da moeda internacional.

Os países europeus e o Japão, superavitários em relação aos Estados Unidos, observavam o crescimento de suas reservas em dólares com crescente desconfiança. Com o EMA, que restabeleceu a convertibilidade das moedas dos países pertencentes à OEEC, em 1958, a reação contra os Estados Unidos pôde tornar-se mais explícita.

Robert Triffin, em 1960, ao analisar a crise do padrão dólar-ouro, considerava que sua vulnerabilidade era maior do que em 1931, dadas as dimensões dos saldos em dólares acumulados no exterior⁽¹⁾.

Os Bancos Centrais dos países de moedas fortes em relação ao dólar foram obrigados a comprar dólares a fim de minimizar as crescentes valorizações de suas moedas. Além dis-

1 TRIFFIN, R. Gold and the dollar crisis: the future of convertibility. Yale, Yale University, 1960.

so, mantiveram taxas de juros elevadas, com o intuito de controlar a liquidez em suas economias. Movimentos de capitais decorrentes do diferencial de taxas de juros elevadas na Europa, em face dos Estados Unidos, foram intensos durante a década de 60.

Apesar de virtualmente abalado desde o fim dos anos 50, o padrão monetário internacional imposto em Bretton Woods (dólar-ouro) vigorou durante toda a década de 60. A existência do Mercado Financeiro Internacional paralelo permitiu a manutenção do padrão dólar-ouro, pois os Bancos Centrais encontraram uma forma de manter o valor de suas reservas em dólares.

Entre 1967 e 1969 os delegados do FMI pertencentes ao Grupo dos Dez discutiram formas de reestruturar o Sistema Monetário Internacional⁽¹⁾. Dessas discussões surgiu o Direito Especial de Saque-DES, recurso de reserva internacional a ser utilizado pelos países membros do FMI.

No entanto, a criação do DES foi insuficiente para manter o sistema de taxas fixas acordado em Bretton Woods. A estratégia passiva de controle do Balanço de Pagamentos, adotada pelo governo Nixon (1969-70), significava que os Estados Unidos não imporiam restrições mais severas para diminuir

1 O Grupo dos Dez é composto pelos Estados Unidos, Inglaterra, Suécia, Holanda, Japão, Itália, Alemanha, França, Canadá e Bélgica.

seus déficits. Aos países superavitários em relação aos Estados Unidos, caberia alterar as taxas de juros ou de câmbio, com o objetivo de controlar os fluxos de dólares indesejáveis.

A política de "negligência benigna", instaurada por Nixon, fez com que vultosas massas de dólares inundassem os mercados europeus, provocando intensa instabilidade monetária. As moedas consideradas fortes — marco alemão, yen, franco suíço, etc. — passaram a ser muito procuradas pelos especuladores internacionais. Assim, o aumento na emissão dessas moedas era inevitável, tendo sido gerado um processo inflacionário que atingiu esses países em 1970-71.

Em agosto de 1971, o presidente Nixon declarou o fim da convertibilidade do dólar em ouro. Entre agosto e dezembro desse ano, desenvolveu-se um intenso período de negociações entre o Governo Americano e o dos países europeus e japoneses. Na Conferência Internacional de Washington, em dezembro de 1971, foi firmado o Acordo Smithsonian, entre os países do Grupo dos Dez. Através desse acordo, além do término da convertibilidade do dólar em ouro, estipulou-se um realinhamento das taxas de câmbio entre as principais moedas. Os países superavitários, como a Alemanha e o Japão, foram pressionados pelo Governo Americano a valorizarem suas moedas para contrabalançar as contas externas. O dólar sofreu desvalorização em torno de 10,0% em relação às moedas dos países do Grupo do Dez. No entanto, esse acordo não permitiu a estabilização das taxas de câmbio e, já no início de 1973, verificou-se uma nova onda de especulação contra o dólar mar

cando definitivamente o fim do sistema de taxas de câmbio fixas.

2.3 O Processo de Internacionalização Bancária do Pós-Guerra

Após a Segunda Guerra, notadamente na década de 60, a internacionalização bancária constituiu não só mais um catalizador do processo de acumulação, que se dava em escala mundial, mas também pode ser vista como uma nova fase do rápido crescimento e articulação da economia internacional.

Esse processo, liderado pelo grande capital bancário privado americano, contribuiu para a reconstrução do Mercado Financeiro Internacional, abalado pelas duas grandes guerras e pela grave recessão dos anos 30, tendo recuperado o circuito do capital financeiro em nível internacional ⁽¹⁾.

Nos capítulos seguintes iremos analisar o aparecimento e a evolução desse mercado financeiro internacional: o Euromercado. Por ora, vamos nos ater aos agentes que articulam e viabilizam a internacionalização financeira privada.

1 Entende-se por capital financeiro a associação entre capital produtivo e capital bancário. A forma assumida por essa associação nos desenvolvimentos concretos dos capitalismo nacionais varia, mas o que é importante ressaltar é o caráter predominantemente financeiro do capitalismo monopolista. Assim, são os grandes bancos que possibilitam a expansão do crédito, colocando as ações das empresas no mercado de capitais ou concedendo empréstimos em dinheiro. Sobre este ponto recomenda-se a leitura de: BELLUZZO, L.G.M. & TAVARES, M.C. O capital financeiro e empresa multinacional. Campinas, UNICAMP, s.d. (mimeo)

Existem razões particulares para a internacionalização não só dos bancos americanos, mas também dos ingleses, alemães, japoneses e outros. Muitas vezes, problemas advindos de regulamentos restritivos nos mercados financeiros domésticos ou mesmo o lento crescimento destes propiciaram a expansão bancária para mercados externos. No caso, por exemplo, dos bancos europeus e japoneses a forte concorrência dos bancos americanos em seus mercados internos estimulou o processo de abertura de filiais no exterior.

O primeiro movimento de expansão bancária está relacionado com a consolidação do Império Britânico no século XIX. O estabelecimento de filiais de bancos ingleses no exterior estava ligado ao desenvolvimento do comércio entre a Inglaterra e suas colônias, bem como com o resto do mundo.

As filiais dos bancos ingleses não estavam restritas geograficamente ao domínio colonial britânico; foram instaladas também em países onde o fluxo de transações comerciais exigisse uma estrutura financeira eficiente. Essas filiais não se limitavam a conceder crédito para o comércio, mas financiaram também a expansão ferroviária em muitos dos países em que se localizaram. No caso do Brasil, por exemplo, deram suporte financeiro a toda a atividade cafeeira, desde a produção até a comercialização.

Os bancos franceses e alemães também estenderam suas filiais para o exterior no século XIX, seguindo os passos dos ingleses na disputa pelo espaço colonial. Os bancos alemães,

dada sua estreita relação com o capital industrial, tiveram papel preponderante no incremento do comércio de mercadorias alemãs no exterior.

A necessidade de se criar uma infra-estrutura financeira mais adequada para a agilização do comércio entre metrópole e colônia, em particular, e do comércio internacional, em geral, impulsionou esse primeiro movimento de expansão bancária.

Os Estados Unidos só começaram a estabelecer filiais de seus bancos no exterior após a Primeira Guerra Mundial. Até 1913, os bancos americanos encontravam-se impedidos de abrir agências no exterior, por regulamentação interna. Em 1913, através do Federal Reserve Act Section 25 (a), foi autorizado a esses bancos estabelecerem ramificações no exterior, mediante determinadas condições (1). A legislação relativa às operações bancárias no exterior foi completada em 1919, com o Edge Act.

Em 1913, bancos americanos possuíam seis filiais no exterior, tendo esse número aumentado para cem, em 1920 (2). Após esse rápido crescimento, houve um longo período de estagnação até 1950. A Tabela 3 mostra o crescimento dos ban-

1 LEES, F.A. International banking and finance. London, MacMillan, 1974.

2 SYSOEV, I. Transnational banks: operations, strategies and their effects in developing countries. New York, United Nations, 1981. (Preliminary draft).

cos americanos no exterior após a Segunda Guerra Mundial e também que o expressivo movimento de expansão bancária americana ocorreu nas décadas de 60 e 70.

Tabela 3 - EXPANSÃO DOS BANCOS AMERICANOS NO PÓS-GUERRA
1950-72

A N O S	NÚMERO DE BANCOS COM AGÊNCIAS NO EXTERIOR	NÚMERO DE AGÊNCIAS NO EXTERIOR
1950	07	95
1952	07	104
1954	07	106
1956	07	115
1958	07	119
1960	08	124
1962	10	145
1964	11	180
1966	13	244
1968	26	373
1970	79	532
1972	107	627

FONTE: Boards of Governors of the Federal Reserve Systems
Retirado de Lees, F. INTERNATIONAL BANKING AND FINANCE. Londres, MacMillan, 1974.

A causa fundamental do movimento de internacionalização bancária, no período posterior à Segunda Guerra Mundial, foi a transnacionalização dos oligopólios industriais, mas podem ser apontadas outras razões propulsoras da expansão bancária americana. As dificuldades impostas por medidas econômicas que visavam controlar os déficits do Balanço de Pagamentos Americano impediam que o subsistema afiliado das empresas americanas tomasse crédito diretamente nos Estados Unidos. A existência de demanda por empréstimos desse subsistema afiliado teria contribuído decisivamente para a intensificação da internacionalização bancária. Outro fato a ser levado em consideração, ainda que conjuntural, foi a pequena liquidez financeira no mercado americano nos anos de 1965-70.

Através das filiais dos bancos no exterior, foi possível a ampliação do crédito para empresas industriais americanas. Além do mais, atuar no mercado de crédito internacional apresentava diversas desvantagens, entre as quais a inexistência de tabelamento de juros, a isenção de regulamentos restritivos e de impostos e taxas sobre juros.

A concorrência imposta pelos bancos americanos obrigou os países europeus a se instrumentarem para fazer frente à penetração, em seus mercados nacionais, do subsistema afiliado dos bancos americanos. Isto porque, foi principalmente para a Europa que as empresas americanas se dirigiram e posteriormente as afiliadas dos bancos norte-americanos.

Os bancos ingleses, franceses e alemães, que no século XIX, haviam iniciado o processo de expansão bancária para o exterior, reestruturaram suas redes de filiais, tendo em vista uma estratégia global de atuação. Por exemplo, na França, entre 1966 e 1967, houve uma reforma bancária que visava conferir maior flexibilidade aos bancos e assim possibilitar maior eficiência e condições de competitividade.

No caso do Japão, desde o início do século, já pode ser observada uma tendência para a centralização do capital bancário. O crescimento vigoroso das empresas industriais japonesas durante a Primeira Guerra determinou um processo de fusão entre os bancos comerciais e em 1920 a legislação bancária foi alterada com o objetivo de incentivar esse processo. Em 1927, a legislação bancária foi alterada novamente, tendo, inclusive, sido fixado um montante mínimo de capital para a permissão de funcionamento dos bancos. Assim, o final da década de 30, com a fusão de todos os bancos de menor porte, os grandes bancos consolidaram suas posições.

Além dos bancos comerciais, foram criados bancos especiais para acelerar o processo de acumulação. Entre os principais, pode-se citar o Banco Industrial Japonês que, além das operações de crédito, mantinha associação direta com o capital produtivo.

Durante o Segundo Conflito Mundial o esforço de guerra japonês foi sustentado por seu sistema financeiro, o qual, para se adequar a essa conjuntura sofreu reformula

ções, que implicaram nova onda de fusões bancárias⁽¹⁾.

Com a derrota japonesa, em 1945, uma das principais preocupações do governo de ocupação americana era destruir os *zaibatsu*, vistos como a base da máquina de guerra japonesa, e desfazer os esforços anteriores de concentração e centralização do capital japonês⁽²⁾. A lei anti-monopólio alterou a organização de toda a economia japonesa e, em particular, dos grandes bancos comerciais.

Em 1950, através de reforma bancária, os bancos especiais foram transformados em bancos comerciais e, desta forma, o Banco Industrial Japonês perdeu suas características inicial de fornecedor de crédito de longo prazo e acionista de empresas industriais.

O governo japonês, após o fim da intervenção militar americana, encontrou novas formas de estimular a associação entre os capitais bancário e industrial, e o Banco do Japão teve papel importante na reorganização da economia japonesa, principalmente entre 1955-64⁽³⁾.

1 BANK OF JAPAN ECONOMIC RESEARCH DEPARTMENT. *Money and banking in Japan*. London, MacMillan, 1973.

2 O *zaibatsu* constitui uma forma particular de holding com estrutura estelar, que estendia seu controle sobre praticamente todo o campo de produção, da circulação e das finanças. A empresa financeira coordenava os demais elementos do *zaibatsu*. Esta forma de organização foi criação do Período Meiji (1868-1912), mas atingiu sua plenitude a partir da crise de 1929.

3 Como a legislação proibia a existência de holdings, o velho estilo de centralização (*zaibatsu*) foi substituído por uma forma de associação permitia a interligação de várias empresas de maneira informal. Ver:

COUTINHO, L.G. *The internationalization of oligopoly capital*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de Cornell, 1973 (mimeo).

O processo de internacionalização da economia japonesa partiu da forte posição comercial obtida durante a década de 60. Os grandes bancos japoneses acompanhavam a trajetória das empresas industriais, que se expandiram para o exterior no final da década de 60.

Numa primeira fase, esses bancos deram apoio às suas "empresas-clientes" nas operações de comércio exterior, operando principalmente com crédito para transações comerciais. Com o crescimento dos investimentos diretos japoneses, esses bancos passaram a conceder empréstimos para o subsistema afiliado das empresas industriais situadas no exterior. Nessa segunda fase, foi necessário o estabelecimento de uma rede de filiais no exterior, para acompanhar o movimento dos investimentos diretos. Num terceiro momento, a rede de filiais no exterior estendeu seus serviços para clientes internacionais, competindo com os bancos americanos, ingleses, alemães, etc., que já atuavam no mercado mundial. A segunda e terceira etapas do processo de internacionalização dos bancos japoneses processou-se durante a década de 70. Em 1979, trinta e três bancos possuíam 123 agências no exterior, 150 escritórios de representação e o controle acionário (acima de 50% das ações) de bancos locais (1).

Recentemente, a partir do final da década de 70, os bancos dos países árabes também passaram a realizar operações em nível internacional.

1 Para maiores informações sobre o processo de internacionalização bancária japonesa, ver:
HAYDEN, E.W. Internationalizing Japan's financial system. Stanford, Stanford University, dec. 1980.

2.4. Caracterização dos Bancos Transnacionais

Os Bancos Transnacionais podem ser conceituados como os que possuem filiais ou maiores acionistas em cinco ou mais países e/ou territórios. A principal característica de um Banco Transnacional é sua capacidade de mobilizar recursos provenientes de vários países e traçar uma estratégia global de ação, acima dos interesses nacionais dos países onde atua⁽¹⁾. De acordo com essa definição, no ano de 1975, 84 bancos podiam ser considerados transnacionais. Esses bancos eram originários de 19 países, sendo que três deles — Estados Unidos, Inglaterra e Japão — respondiam por 50% do total dos Bancos Transnacionais (Tabela 4). Detinham, nesse mesmo ano, 3.095 agências estrangeiras, cuja distribuição geográfica pode ser visualizada na Tabela 5.

1 UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS. Transnational banks: operations, strategies and their effects in developing countries. New York, 1981.

Tabela 4 - TOTAL DE BANCOS TRANSNACIONAIS
1975/79

PAÍSES	NÚMERO	(%)
EUA	22	26,20
U.K.	10	11,90
Japão	10	11,90
SUBTOTAL	42	50,00
França	7	8,30
Canadá	5	6,00
Alemanha	5	6,00
Itália	4	4,70
Austrália e Nova Zelândia	4	4,70
Suíça	3	3,60
Bélgica	3	3,60
Holanda	3	3,60
Outros Países	8	9,50
<u>TOTAL</u>	<u>84</u>	<u>100,00</u>

FONTE: UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL
CORPORATIONS. Transnational Banks:
Operations, Strategies and Their
Effects in Developing Countries
New York, 1981 - P.127.

Tabela 5 - DISTRIBUIÇÃO REGIONAL DE ENTIDADES PERTENCENTES À REDE INTERNACIONAL DE BANCOS TRANSNACIONAIS AGRUPADOS SEGUNDO PAÍS DE ORIGEM 1975

DISTRIBUIÇÃO REGIONAL (1)	TODOS BTH's	ESTADOS UNIDOS	INGLA- TERRA	JAPÃO	FRANCA	CANADÁ	ALEMA- NHA	AUSTRA- LIA E NOVA ZELÂN- DIA	ITÁLIA	HOLANDA	SUIÇA	BÉLGICA	OUTROS (2)
NÚMERO DE BANCOS TRANSNACIONAIS	84	22	10	10	7	5	5	4 ⁽³⁾	4	3	3	3	5
PAÍSES DESENVOLVIDOS	1 840	525	247	167	130	105	114	175	100	74	52	45	125
GRUPO DOS 10 E SUIÇA ⁽⁴⁾	1 402	439	174	141	107	92	97	18	93	67	42	41	51
- Europa Continental ⁽⁵⁾	461	160	77	37	35	25	23	1	29	26	4	11	32
- Luxemburgo	124	16	9	11	12	4	28	-	18	5	4	11	6
- Suíça	108	29	20	6	11	-	7	-	8	10	2	5	10
- Inglaterra	267	90	16	34	19	25	16	9	15	10	9	5	13
- Canadá	73	30	10	7	3	-	4	-	1	4	5	-	9
- Estados Unidos	281	74	33	45	20	33	10	5	17	8	14	7	15
- Japão	88	40	9	1	6	5	9	3	5	4	4	2	-
OUTROS PAÍSES EUROPEUS DESENVOLVIDOS	61	23	14	3	5	6	3	-	3	4	1	-	1
AUSTRÁLIA DE NOVA ZELÂNDIA	328	60	36	22	13	8	9	157	5	2	6	3	7
ÁFRICA DO SUL	45	3	23	1	5	-	5	-	1	1	3	1	2
ECONOMIA DE PLANEJAMENTO CENTRALIZADO	21	7	1	-	8	-	3	-	1	-	-	-	-
EUROPA ORIENTAL	7	2	-	-	4	-	-	-	1	-	-	-	-
- UNIÃO SOVIÉTICA	14	5	1	-	4	-	3	-	1	-	-	-	-
PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS	2 080	768	348	180	177	141	109	49	85	66	45	14	124
ÁFRICA	215	35	65	4	53	-	16	-	26	5	-	4	7
- África Francesa ⁽⁶⁾	49	3	2	-	23	-	8	-	12	-	-	-	1
- África Inglesa ⁽⁷⁾	85	15	52	2	9	-	2	-	3	2	-	-	-
- Norte da África	49	15	-	-	12	-	5	-	8	3	-	1	5
ÁSIA	614	204	93	109	44	36	28	42	8	13	8	1	23
- Singapura	97	30	15	17	6	6	8	3	3	2	3	1	3
- Hong Kong	137	36	33	27	8	12	2	6	1	3	5	-	4
CARIBE	292	98	61	9	11	75	3	1	6	10	7	-	11
PAÍSES EUROPEUS EM DESENVOLVIMENTO	148	52	29	1	17	4	15	-	11	3	2	1	13
AMÉRICA LATINA	611	323	69	39	33	19	30	-	23	26	19	4	26
- Brasil	165	63	19	22	11	8	9	-	9	9	7	2	6
- México	53	19	4	2	9	4	3	-	4	-	3	2	3
ORIENTE MÉDIO	199	56	31	18	19	7	17	-	11	9	9	4	13
- Líbano	70	17	8	10	8	5	6	-	4	2	4	3	3
TOTAL DE ENTIDADES NO EXTERIOR	3 941	1 300	596	347	315	247	226	218	187	140	97	56	204
CENTROS FINANCEIROS ⁽⁸⁾	1 095	316	162	114	75	127	70	19	55	42	34	25	55

FONTE: UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS. Baseado no Banker Research Unit, Who Owns What in World Banking, 1975-1976. (London, The Banker Research Unit, 1976)

Retirado de: UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS. Transnational Banks: operations, strategies and their effects in developing countries "Nova York, 1981, p. 127.

(1) A maior parte das linhas não é acumulativa.

(2) Os outros países de origem são: Brasil, Grécia, Hong Kong, Iran, Israel, Luxemburgo, Espanha e Suécia.

(3) Inclui um residente da Inglaterra.

(4) Bélgica, Luxemburgo, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Inglaterra e EUA.

(5) Bélgica, França, Alemanha, Itália, Holanda e Suécia.

(6) Países africanos de língua francesa.

(7) Países africanos de língua inglesa.

(8) As entidades em centros financeiros não incluídas nos respectivos grupos de países.

Nos países desenvolvidos havia 1.840 agências — 46,69% do total — enquanto os restantes 52,78% estavam localizados nos países em desenvolvimento. Deve-se ressaltar que importantes centros financeiros estavam situados em países em desenvolvimento (1). Assim, as agências situadas na área do Caribe, Hong Kong, Singapura e Oriente Médio representavam 18% do total das entidades estrangeiras dos Bancos Transnacionais. Os centros financeiros considerados em sua totalidade abrigavam 1.095 agências (2).

Em 1975, Londres era o principal centro financeiro e todos os Bancos Transnacionais possuíam agências nessa praça. Até 1979, Londres liderava as operações financeiras internacionais, situação que vem-se alterando desde o início da década de 80.

1 Considera-se centros financeiros os mercados onde se localizam instituições financeiras de vários países e onde há fácil acesso aos clientes internacionais. Nestes centros financeiros as principais operações são "off-shore", isto é, as fontes e usos de recursos não são do país hospedeiro, ou seja, são operações que escapam às regulações internas do país hospedeiro.

2 São considerados centros financeiros: Londres, Luxemburgo, Suíça, Hong-Kong, Caribe, Singapura e Líbano. Note-se que não foram incluídos Nova Iorque e outros centros no Oriente Médio que emergiram no final dos anos 70.

Tabela 6 - ATIVOS DOS BANCOS TRANSNACIONAIS SEGUNDO PAÍSES DE ORIGEM(1)
1975-78

PAÍS DE ORIGEM	PARTICIPAÇÃO NOS ATIVOS TOTAIS (%)	
	1975	1978
<u>TOTAL DOS ATIVOS (US\$ BILHÕES)</u>	<u>1.552</u>	<u>2.663</u>
- Alemanha	7,5	9,4
- Austrália e Nova Zelândia	2,2	1,6
- Bélgica	2,0	2,4
- Canadá	6,1	5,2
- Estados Unidos	27,3	22,8
- França	8,7	10,1
- Holanda	2,3	3,0
- Itália	9,0	8,0
- Inglaterra	8,5	7,3
- Japão	17,7	20,7
- Suíça	3,3	4,0
- Outros	5,4	5,5

FONTE: The Top 300, The Banker, June 1979

Retirado de UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS - Transnational Banks: Operations, Strategies and their Effects in Developing Countries, Nova Iorque, 1981, P.27

(1) Baseado nos Bancos Transnacionais de 1975. Com a expansão dos anos seguintes um número mais de Bancos Alemães e Japoneses poderia ser qualificados como Bancos Transnacionais em 1978.

Os Bancos Transnacionais variavam sua atuação de acordo com as condições estabelecidas pelo país hospedeiro e com as estratégias específicas de cada banco. As mais comumente adotadas eram:

- a) filiais: parte integrante do banco;
- b) subsidiárias: empresas autônomas sob o controle acionário da matriz;
- c) afiliadas: empresas autônomas com participação minoritária do banco;
- c) escritórios de representação: pequenas agências com poderes limitados para conceder empréstimos ou receber depósitos.

A existência dessas várias formas de atuação contribuiu para contornar as restrições legais impostas pelos países hospedeiros, possibilitando, assim a montagem de uma rede de Bancos Transnacionais. Nos países em desenvolvimento, exceto nos que abrigam centros financeiros, as imposições legais costumavam ser mais rígidas do que as dos países centrais.

A estrutura do mercado bancário internacional, por sua vez, era extremamente oligopolista. Em 1975, por exemplo, poucos Bancos Transnacionais dominavam esse mercado, tanto no que se refere à extensão da rede de agências, como ao valor do ativos. (Tabela 7).

Tabela 7 - DISTRIBUIÇÃO DOS BANCOS TRANSNACIONAIS POR NÚMERO DE ENTIDADES DO EXTERIOR SEGUNDO O VALOR DO ATIVO
1975

TOTAL DOS ATIVOS (US\$ Bilhões)	NÚMERO DE BTN's	NÚMERO DE ENTIDADES NO EXTERIOR					
		10-29	30-59	60-89	90-119	120-149	150 ou mais
40 ou mais	5	-	1 ⁽¹⁾	1 ⁽¹⁾	-	-	3 ⁽²⁾
30 a 40	10	3	3	2	1	-	1
20 a 30	21	5	11	3	2	-	-
10 a 20	24	12	7	3	2	-	-
05 a 10	12	10	-	1 ⁽³⁾	-	1 ⁽⁴⁾	-
menos de 05	12	9	3	-	-	-	-
T O T A L	<u>84</u>	<u>39</u>	<u>25</u>	<u>10</u>	<u>5</u>	<u>1</u>	<u>4</u>

FONTE: UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS, Baseado em The Banker, jun. 1976; e The Banker Research Unit, Who Owns What in World Banking, 1975-1976, Financial Times Ltd., London, 1976; e Ibid., 1977-1978, Financial Times Ltd., London, 1977. Retirado de UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS, Transnational Banks: operations, strategies and their effects in developing countries, New York, 1981, p.40.

(1) Bancos Italianos.

(2) Bancos Americanos.

(3) First National Bank of Boston

(4) Banco Australiano cuja rede deve incluir entidades domésticas.

Dos 5 grandes Bancos Transnacionais que operavam no mercado internacional em 1975, três eram americanos. No decorrer da década de 70, a concorrência entre esses bancos tornou-se mais acirrada devido, principalmente, à crescente participação dos bancos japoneses e a novas formas de associação entre bancos, como, por exemplo, a formação de consórcios, utilizados para fazer frente à presença dos grandes bancos americanos, ou para ampliar a participação no mercado internacional.

Os Bancos Transnacionais, de maneira geral, costumam realizar operações de varejo (pequenos volumes transacionados) e de atacado (transações vultosas) no mercado financeiro. Os grandes bancos tendem a executar ambas as operações; já os menores se especializam em transações de atacado, concedendo, preferencialmente, grandes empréstimos para as empresas internacionais. Para operar no mercado varejista, o pré-requisito é o estabelecimento de ampla rede de agências localizadas nos principais centros financeiros. As operações de varejo implicam também custos operacionais mais altos, mas, em compensação, proporcionam margens de lucro maiores do que as do atacado.

Os Bancos Transnacionais de origem americana, inglesa e francesa eram agentes tradicionais em serviços de varejo. No final da década de 70, contudo, as condições de concorrência e a própria necessidade de buscar fontes alternativas de recursos, condicionaram o ingresso dos demais Bancos Transnacionais nesse segmento. A necessidade de ampliar fundos

decorreu da crescente demanda por crédito dos países em desenvolvimento e também da redução na capacidade de auto-financiamento das empresas transnacionais.

As operações no atacado (grandes empréstimos com pequenas margens de lucro e custos operacionais reduzidos), feitas por todos os Bancos Transnacionais, constituíam sua principal atividade dada a relação existente entre esses bancos e as Empresas Transnacionais. Os Bancos Transnacionais foram importantes fornecedores de crédito de médio e longo prazos para essas Empresas, durante a década de 70. A necessidade de financiamento externo das Empresas Transnacionais, durante essa década, foi oscilante, obedecendo ao próprio ciclo dos negócios. No período 1972-74, a demanda por crédito acelerou-se em função do rápido crescimento dos investimentos. Após 1973 o fluxo de caixa interno das Empresas Transnacionais manteve-se estagnado; a maior demanda de crédito visava compensar a queda na entrada de recursos internos. Os desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos dos países não produtores de petróleo e, principalmente, daqueles em desenvolvimento foram compensados por grandes empréstimos dos Bancos Transnacionais.

O mercado interbancário (empréstimos ou aplicações de curto prazo entre bancos) foi a principal fonte de recursos dos Bancos Transnacionais durante a década de 70, tendo representado o desenvolvimento de um novo mercado monetário, através do qual os Bancos Transnacionais puderam sustentar suas posições, independentemente das autoridades monetárias

nacionais. Os Bancos Transnacionais americanos e suíços, por exemplo, concentraram mais de 50% de suas atividades em operações interbancárias (1). As implicações das operações interbancárias sobre a estrutura financeira internacionalizada serão analisadas no próximo capítulo.

Outro serviço tradicionalmente prestado pelos Bancos Transnacionais é a concessão de crédito para operações comerciais internacionais. No caso japonês, por exemplo, a primeira etapa de internacionalização bancária foi realizada para acompanhar as exportações das empresas japonesas.

Os Bancos Transnacionais, como seria de se supor, atuam, ainda, no mercado cambial, uma vez que transacionam com diversas divisas. Além disso executam serviços não tradicionais, tais como seguros e operações de "leasing".

1 UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATION, op. cit., p. 12.

"Com efeito, um dia de manhã, estando a passear na chácara, pendurou-se-me uma idéia no trapézio que eu tinha no cérebro. Uma vez pendurada, entrou a bracejar, a pemejar, a fazer as mais arrojadas cabriolas de volatim, que é possível crer. Eu deixei-me a contemplá-la. Súbito, deu um grande salto, estendeu os braços e as pernas, até tomar a forma de um X : decifra-me ou devoro-te."

Memórias Póstumas de Brás Cubas

3 FORMAÇÃO E ESTRUTURA DO EUROMERCADO

A demarcação do objeto de estudo deste trabalho encontra-se neste capítulo onde se procurou estabelecer alguns parâmetros para a configuração do Euromercado.

A partir da definição consensual deste mercado, foi feito um levantamento das condições que possibilitaram sua existência, sem perder de vista o processo mais geral de internacionalização da economia.

Considerou-se necessário discorrer sobre a estrutura de funcionamento do Euromercado, apontando suas principais características operacionais, distribuição espacial, seus agentes econômicos, a formação de taxa de juros, critérios para avaliação de sua dimensão e mecanismos de seu crescimento.

Se quanto à definição do Euromercado não existe muitas controvérsias, o mesmo não se pode dizer em relação a outros aspectos, como por exemplo, suas origens, taxas de juros praticadas no mercado e mecanismos de crescimento.

A própria complexidade do objeto impõe várias dificuldades de análise, mas, de qualquer forma, pretendeu-se sistematizar ou pelo menos localizar a discussão existente na literatura pertinentes

3.1 Definição do Euromercado

Uma das características econômicas fundamentais do período de pós-guerra foi, como já se afirmou no primeiro capítulo, a internacionalização do capital. Do ponto de vista financeiro, o Euromercado pode ser apontado como parte importante do processo de internacionalização dos mercados monetários e de capitais.

A gestão de uma volumosa massa de dólares dos Estados Unidos, por exemplo, feita através de um sistema bancário transnacional, cujas limitações e regulamentações situavam-se acima das autoridades monetárias nacionais, constituía fato inteiramente novo no cenário financeiro internacional.

Segundo a definição de Geoffrey Bell, os mercados monetários e de capitais internacionais são mercados de empréstimos e de aplicações em dólares ou em outras moedas, fora de seus países de origem⁽¹⁾. O Euromercado pode ser definido como um mercado financeiro internacional, cujo prefixo euro advém do fato de ter-se iniciado e desenvolvido fundamentalmente na Europa. Posteriormente, suas operações estenderam-se para outras partes do mundo, tendo-se mantido, entretanto, a nomenclatura original. É um mercado financeiro internacional,

1. BELL, G. The euro-dollar market and the international financial system. 2. ed. London, Mac Millan, 1974. p.7.

pois comporta um mercado monetário e de capitais, com operações cujos prazos de maturidade oscilam de 1 dia a 15 anos ou mais e envolvem vários tipos de ativos financeiros.

As operações de curto prazo constituem o chamado mercado de euromoedas ou de eurodólares; as de médio prazo (1 a 5 anos), o mercado de eurocréditos e as de longo (5 a 15 anos), o mercado de eurobônus ou de euroobrigações. A maior parte das transações do Euromercado são feitas em dólares, embora outras moedas possam ser utilizadas (Tabela 8).

Tabela 8 - COMPOSIÇÃO DO PASSIVO E ATIVO DOS EUROBANCOS SEGUNDO
AS PRINCIPAIS MOEDAS
1964-1981

Em percentagem

ANO (1)	PASSIVO					ATIVO				
	Total (2)	Dólar	Marco	Francó-Suíço	Libra	Total	Dólar	Marco	Francó-Suíço	Libra
1964	100	78,97	-	-	-	100	74,81	-	-	-
1965	100	80,15	-	-	-	100	76,54	-	-	-
1966	100	80,53	5,29	6,65	3,87	100	80,71	7,13	4,67	4,02
1967	100	81,37	7,50	6,63	3,59	100	81,52	8,44	4,56	3,56
1968	100	80,14	8,98	6,83	2,38	100	81,34	10,48	4,87	1,63
1969	100	81,96	8,23	7,15	1,44	100	82,38	10,36	5,15	1,00
1970	100	78,72	10,84	7,67	1,26	100	77,15	12,92	6,49	0,78
1971	100	72,39	14,97	7,94	2,16	100	71,41	16,70	8,17	1,62
1972	100	73,32	14,81	6,68	1,68	100	74,33	15,47	5,90	1,65
1973	100	73,48	15,15	6,82	1,52	100	70,59	16,58	8,02	1,60
1974	100	70,59	15,39	8,15	1,81	100	72,56	16,28	6,51	1,00
1975	100	73,36	15,44	5,79	1,16	100	53,64	16,28	5,81	0,78
1976	100	73,96	15,11	5,15	1,29	100	73,44	16,07	5,90	0,66
1977	100	70,46	17,42	5,81	1,77	100	69,61	18,18	6,23	1,30
1978	100	68,30	18,20	5,48	1,96	100	67,73	19,32	5,58	1,39
1979	100	65,62	19,22	6,16	2,25	100	66,88	19,38	6,09	1,72
1980	100	68,42	15,61	6,49	3,00	100	69,11	16,38	6,66	1,73
1981	100	70,85	13,12	7,62	2,02	100	70,71	14,29	7,14	1,55

FONTE: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, ANNUAL REPORTS
Vários números.

NOTA: Posição externa dos bancos pertencentes à zona declarante do BIS.

(1) Final do Período.

(2) Inclui outras moedas.

Paul Einzig afirma que os depósitos em moedas estrangeiras, em países que não os de origem, já existiam desde "tempos imemoriais", mas que o Euromercado constituiu algo muito diferente (1). Mesmo que as operações efetuadas em libras e em dólares nos bancos de Berlim e de Viena, no final da Primeira Guerra Mundial, tenham afetado, por exemplo, as condições de crédito na Alemanha e na Áustria, esses efeitos tiveram caráter isolado e localizado. Não se pode compará-las com a dimensão e a natureza das transações efetuadas no que se convencionou chamar de Euromercado. Criou-se um verdadeiro Circuito Financeiro Internacional, com características próprias e grau de autonomia considerável em relação aos mercados financeiros nacionais.

3.2 Origens do Euromercado

Existe consenso entre os autores com relação ao período em que se iniciaram as atividades do Euromercado, ou seja, o final da década de 50 teria sido o momento em que se estruturou esse novo mercado (2).

A princípio predominavam as operações de curto prazo, tendo os mercados de médio e longo prazos se desenvolvido somente alguns anos depois.

1 EINZIG, P. The euro-dollar system. 5. ed. London, MacMillan, 1973.

2 EINZIG, P. op. cit.

BELL, G. op. cit.

MACKENZIE, G. The economics of the eurocurrency system. New York, MacMillan, 1976.

Com relação às causas geradoras dessa importante modificação no Sistema Financeiro Internacional, as opiniões divergem. Do nosso ponto de vista, episódios frequentemente citados como responsáveis pela criação do Euromercado devem ser considerados dentro da lógica geral do processo de acumulação capitalista do pós-guerra.

Se tomarmos como referência básica o movimento de internacionalização do capital e a hegemonia não apenas econômica e financeira, mas também política, que os Estados Unidos detinham, os fatos passam a ter significado próprio dentro do contexto mais geral. Não é possível, por exemplo, imaginar a criação desse mercado financeiro internacional sem a presença de agentes transnacionalizados e das próprias rivalidades oligopolistas.

Houve, evidentemente, uma série de eventos que, associados a um determinado momento histórico, possibilitaram o aparecimento e o desenvolvimento do Euromercado. As principais circunstâncias que contribuíram para a generalização e extensão desses mercados, em ordem cronológica, foram:

- a) depósitos em dólares dos países socialistas, fundamentalmente da Rússia e da China, em bancos situados na Europa, no período de Guerra Fria;
- b) restrições monetárias na Inglaterra, decorrentes da crise da libra em 1957;
- c) o Acordo Monetário Europeu-EMA, que restituiu a convertibilidade externa das principais moedas europeias em 1958;

- d) déficits acumulados no Balanço de Pagamentos Americano da década de 50 e no início dos anos 60;
- e) medidas restritivas sobre o Sistema Bancário Americano e controles sobre o fluxo de capitais das empresas americanas, para investimento direto no exterior, no decorrer da década de 60.

3.2.1 Guerra Fria

Uma das consequências do clima de Guerra Fria, vivido ao longo da década de 50, teria sido, na área financeira, a transferência de dólares dos países comunistas, depositados nos bancos americanos, para bancos situados na Europa. Os principais bancos receptores desses depósitos foram o "Moscow Narodny Bank" e o "Banque Commerciale pour L'Europe du Nord", sediados em Londres e em Paris, respectivamente, e controlados pelo Governo Soviético (1).

Mendelsohn chega a mencionar depósitos realizados no "Banque Commerciale pour L'Europe du Nord", pela República Popular da China, já em 1949, antes da Guerra da Coreia (2). O Governo Soviético temia que seus saldos em dólares, mantidos em bancos nos Estados Unidos, pudessem ser bloqueados pelas autoridades americanas. Ao transferir estes saldos para filiais de seus bancos na Europa, os russos buscaram aplica-

1 BELL, G. op.cit., p.8.

2 MENDELSON, J. Money on the move. New York, MacGraw Hill Book inc., 1980.

ções que os remunerassem, o que deu origem às operações financeiras mais tarde denominadas mercado de eurodólares. Segundo Milton Friedman, os depósitos mais significativos do início do Euromercado foram os provenientes da União Soviética (1). Não nos foi possível, entretanto, obter dados sobre o volume alcançado por esses depósitos de países comunistas, o que prejudicou a avaliação da relevância desse evento para a formação do Euromercado.

3.2.2 A Crise da Libra Esterlina de 1957

Os desequilíbrios no Balanço de Pagamentos da Inglaterra na década de 50 culminaram com a crise cambial de 1957. Para fazer frente a esta crise, as autoridades britânicas impuseram uma série de medidas monetárias restritivas, que dificultaram o financiamento do comércio internacional realizado em libras. Foi aumentada a taxa de redesconto para depósitos em libras e limitado o crédito concedido nesta moeda.

Os bancos localizados em Londres foram autorizados a atender o excesso da demanda por crédito para o comércio internacional, mediante a utilização de outras moedas, principalmente o dólar.

1 FRIEDMAN, M. The euro-dollar market: some first principles. In: PROCHNON, H.V., ed. The euro-dollar. Chicago, Rand McNally & Co., 1970. p. 276.

Paul Einzig, autor pioneiro no estudo do Euromercado, iniciou o prefácio da primeira edição de sua obra clássica sobre o assunto apontando para o importante papel que a crise da libra esterlina de 1957 teve na modificação do Sistema Monetário Internacional (1). Outros autores, tais como George Mckenzie, também marcaram a transformação desse sistema e a emergência do que viria a ser o Euromercado a partir dessa crise da libra (2). Segundo este autor os bancos europeus, até então, continuavam a operar da mesma forma estabelecida em 1939, isto é, aplicavam seus excessos de fundos no mercado financeiro americano.

Pode-se pensar que, a partir das restrições impostas pelas autoridades monetárias inglesas, os bancos situados em Londres constataram a possibilidade de realizar outras operações com seus depósitos em dólares, além das aplicações nos Estados Unidos.

3.2.3 O Acordo Monetário Europeu de 1958 - EMA

A condição prévia para que surja a internacionalização do movimento de capitais é o desenvolvimento da circulação financeira em nível internacional e a livre convertibilidade das moedas. Nesse sentido, o EMA pode ser visto como uma exigência do processo de internacionalização do capital, pois,

1 EINZIG, P., op.cit.

2 MCKENZIE, G., op.cit.

com a convertibilidade das moedas europeias mais importantes e com a eliminação dos controles de câmbio e do monopólio oficial de divisas, foi possível que se criassem condições institucionais mínimas para o desenvolvimento do Euromercado.

Desde o final da Segunda Guerra Mundial, quando foi estabelecida a nova Ordem Monetária Internacional, os Estados Unidos passaram a se defrontar com o problema de controlar a liquidez internacional. A princípio, a escassez de dólares do imediato pós-guerra foi suavizada, através das transferências de recursos realizadas pelo Governo Americano — significativas até 1952 — e, posteriormente, pelos déficits do Balanço de Pagamentos Americano. Estes déficits propiciaram, principalmente, uma distribuição da liquidez internacional, o que possibilitou aos países europeus reestabelecerem a convertibilidade de suas moedas. A Alemanha possuía posição clara a favor da convertibilidade, uma vez que se encontrava em situação bastante privilegiada, do ponto de vista econômico, frente aos seus parceiros europeus. Já a França e a Inglaterra, embora tenham participado do EMA, não tinham o mesmo interesse.

Desde o início da década de 50, os países da Europa Ocidental, estimulados pelo Governo Americano, buscaram a integração econômica visando a facilitar o trânsito de mercadorias e capitais. Em 1954, houve uma tentativa da Inglaterra em tornar sua moeda convertível, mas esta experiência fracassou. No final da década de 50, esses países encontravam-se

em posição mais favorável em relação aos Estados Unidos e a restauração da convertibilidade de suas moedas foi possível. Isto significou a liberalização dos movimentos de capitais entre os países da Europa e os Estados Unidos, o que, por sua vez, gerou condições para o reestabelecimento do fluxo de capitais de curto prazo. A convertibilidade das moedas européias possibilitou também maior aproximação entre os mercados monetários domésticos, desenvolvendo-se toda uma rede de comunicações e informações entre esses mercados e a introdução de práticas que objetivavam reduzir os custos das transferências dos capitais.

Segundo Fred L. Block, a convertibilidade das moedas dos principais países europeus foi o passo culminante do esforço americano para reestabelecer, na Europa Ocidental, o multilateralismo nas transações econômicas internacionais ⁽¹⁾.

3.2.4 Déficits do Balanço de Pagamentos Americano

É muito comum, na literatura pertinente a este assunto, encontrar autores que afirmam terem sido os constantes déficits no Balanço de Pagamentos Americano os principais propulsores do Euromercado. Alguns autores, no entanto, discordam a este respeito. Milton Friedman, por exemplo, endossa ponto de vista diferente, quando diz ser descabido supor que

1 BLOCK, F.L. The origins of international economic disorder: a study of United States international policy from II World War to the present. Berkeley, University of California press, 1977. p.134.

os US\$ 30 bilhões, depositados no Euromercado em 1968, foram provenientes dos déficits do Balanço de Pagamentos Americano, acumulados entre 1964-68 (1). Segundo este autor, estes depósitos alcançavam somente cerca de US\$ 9 bilhões. Aponta ainda que o fato dos Estados Unidos terem incorrido em déficits no seu Balanço de Pagamentos e isto ter resultado na existência de haveres em dólares em posse de estrangeiros, não significa, necessariamente, que esses haveres tenham sido transformados em eurodólares; poderiam, perfeitamente, ter sido aplicados de outra maneira.

Friedman compara os depósitos dos bancos americanos com os do Euromercado, isto é, afirma que o que explica a ação dos depósitos num sistema nacional explica também a expansão do Euromercado. Acrescenta, ainda: "... the correct answer for both euro-dollars and liabilities of US banks is that their major source is a bookkeeper's pen" (2). Refeita assim a tese de que seriam os déficits dos Pagamentos Americanos os principais responsáveis pela criação e desenvolvimento do Euromercado, afirmando, outrossim, que a diferença entre as regulamentações americanas e européias e o mecanismo de multiplicação de crédito constituem as causas fundamentais para o crescimento desse mercado.

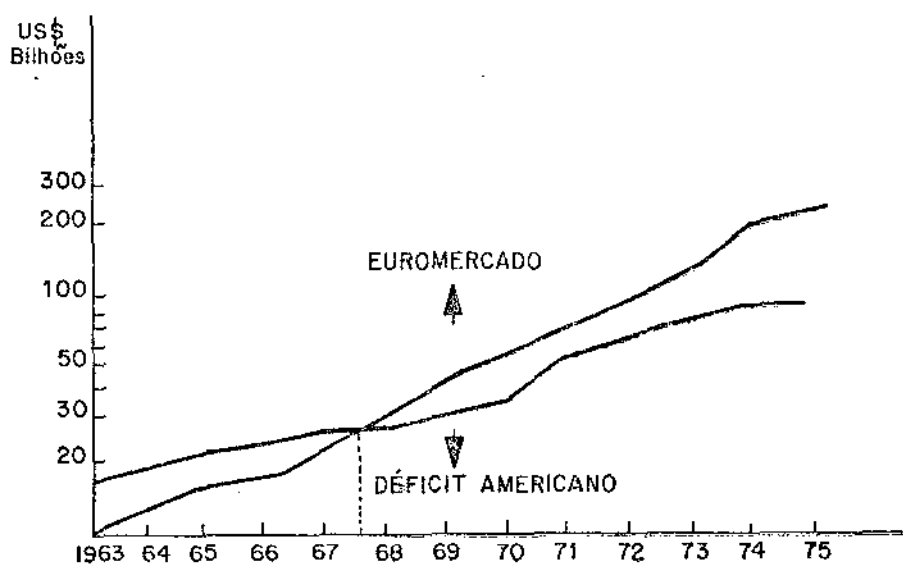
1 FRIEDMAN, M., op.cit.

2 FRIEDMAN, M., op.cit., p.271.

Na nossa opinião, quando se comparam os dados do desenvolvimento do Euromercado com os déficits do Balanço de Pagamentos Americano, chega-se às seguintes conclusões:

- a) o desenvolvimento do Euromercado coincide com os primeiros desequilíbrios das contas externas americanas;
- b) até 1967, o volume de recursos transacionados no Euromercado era inferior ao déficit externo dos Estados Unidos; a partir de 1968, quando os Estados Unidos inclusive a apresentavam superávit em seu Balanço de Pagamentos, o crescimento do Euromercado seguiu trajetória mais independente.

GRÁFICO 1 DIMENSÃO DO EUROMERCADO E O DÉFICIT DO BALANÇO DE PAGAMENTOS AMERICANO



Parece-nos, pois, razoável afirmar que os déficits do Balanço de Pagamentos Americano tiveram papel relevante na formação do Euromercado, ainda mais, somando-se o fato que os Bancos Centrais dos países superavitários em relação aos Estados Unidos utilizaram esse mercado como forma de preservar o valor de suas reservas em dólares (1). A nosso ver, os desequilíbrios externos americanos contribuíram decisivamente para o início das atividades do Euromercado, principalmente considerando-se também as políticas econômicas adotadas pelo Governo Americano nos anos 60, tendo em vista o controle da conta de capital.

3.2.5 Medidas Restritivas sobre o Sistema Financeiro Americano

A natureza dos desequilíbrios externos americanos foi tratada de maneira sintética no segundo capítulo, item 2.2. Cabe agora explicitar as medidas tomadas pelas autoridades americanas objetivando o controle da conta de capital do Balanço de Pagamentos e a relação com a formação do Euromercado.

Mais uma vez, parece ter sentido nossa advertência inicial de que os fatores comumente apontados como causa da

1 Os Bancos Centrais dos países superavitários em relação aos Estados Unidos, faziam seus depósitos no Euromercado através do Bank for International Settlements-BIS. Essas operações foram consideradas extremamente importantes para alguns autores. A respeito, ver:

KLOPSTOCK, F.H. Money creation in euro-dollar market: a note on Professor Friedman's view. Review of Federal Reserve Bank of New York, New York, Jan. 1970.

formação e crescimento do Euromercado não podem prescindir de referência mais geral. Senão, vejamos: afirmar que foram as diferenças entre os regulamentos dos sistemas bancários americano e europeu a causa fundamental para a formação do Euromercado não está incorreto, mas, do nosso ponto de vista, esta explicação é insuficiente para se entender todo o processo.

As restrições impostas ao Sistema Bancário Americano foram instituídas com o objetivo de controlar o Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos através do equilíbrio da conta de capitais. A excelente análise feita por Fred Block, a respeito dos desequilíbrios externos americanos, aponta para a origem desses desequilíbrios nos vários itens que compõem o Balanço de Pagamentos (1). Em relação à conta de capital, o fator preponderante, desencadeador do desequilíbrio, foi os fluxos financeiros das empresas americanas, destinados aos investimentos diretos no exterior. Assim sendo, a nosso ver, torna-se inadequado proceder à descrição de medidas conjunturais, sem ponderar sobre seus determinantes estruturais.

A disparidade entre as regulamentações dos sistemas bancários americano e europeu não se deu por mera casualidade. Há que se considerar o processo de expansão das empresas americanas para o exterior, principalmente para a Europa, o papel do dólar como moeda internacional e a própria reação antiamericana por parte dos países europeus.

1 BLOCK, F.L., op.cit., cap.6.

A política monetária restritiva, imposta pelo Governo Americano durante a década de 60, esteve centrada em três medidas:

a) Imposto de Equalização de Juros-IET ("Interest Equalization Tax-IET").

O Imposto de Equalização de Juros-IET foi proposto em julho de 1963, durante o Governo Kennedy. No entanto, somente entrou em vigor em setembro de 1964, já na administração Johnson, com efeito retroativo a 18 de julho de 1963⁽¹⁾. O objetivo deste imposto era reduzir a saída de capitais dos Estados Unidos. O mercado de empréstimos de Nova Iorque era utilizado, até então, principalmente por tomadores procedentes dos países europeus mais desenvolvidos. A través desse imposto buscava-se a equiparação dos custos de financiamento nos Estados Unidos com os custos de outras praças financeiras.

A princípio, o IET deveria vigorar até 1965, mas sua validade foi estendida até 30 de julho de 1974, sendo que em 1965 passou a ser aplicado para empréstimos bancários em geral e para outros créditos concedidos pelo prazo de um a três anos. Com essa medida, os Estados Unidos passaram de compradores líquidos de títulos estrangeiros, em 1962, a vendedores líquidos, em 1967. A praça de Nova Iorque, que até então era o principal centro abastecedor de recursos financeiros para o exterior, teve como consequência,

1 CAIRNCROSS, A.S. Control of long-term international capital movements. Washington, Brookings Institution, 1973. p. 31.

seu papel muito reduzido. Em contrapartida, a instituição desse tributo constituiu um vigoroso impulso para o mercado de eurobônus, pois os prestatários começaram a lançar na Europa obrigações em dólares..

Tabela 9 - EMISSÃO DE EURO BÔNUS SEGUNDO PRESTATÁRIOS

1963-74

(US\$ milhões)

PRESTATÁRIOS	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	TOTAL	
													1963	1974
EMISSÕES TOTAIS	164	719	1 041	1 142	2 002	3 573	3 156	2 966	3 642	6 335	4 169	2 008	30 917	
- Empresas Americanas	-	-	358	439	562	2 096	1 005	741	1 098	1 992	874	110	9 275	
- Outras Empresas	25	108	319	376	575	603	817	1 065	1 119	1 759	1 309	605	8 680	
- Empresas Estaduais	80	185	110	118	442	349	682	594	848	1 170	923	526	6 027	
- Governos	53	293	189	108	303	500	584	351	479	1 019	659	407	4 945	
- Organizações Internacionais	6	132	65	101	120	25	68	215	98	395	404	360	1 990	

FONTE: MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY, World Financial Markets, New York, vários números.

As empresas americanas tornaram-se importantes emissoras de títulos de longo prazo a partir de 1968, quando foram anunciadas pelo Governo Americano medidas de controle de crédito extremamente restritivas para essas empresas que atuavam no exterior. O papel secundário dos organismos internacionais e dos governos, na emissão de bônus no Euromercado, pode, em parte, ser explicado pela isenção do IET, que estes possuíam.

Cairncross afirma que o IET ficou um autêntico "disparador" das operações de médio e longo prazo do Euromercado⁽¹⁾.

b) Regulamentação da taxa de juros ("Regulation Q")

Após o caos financeiro decorrente do "crash" de 1929, o Federal Reserve System-FED proibiu o pagamento de juros pelo Sistema Bancário Americano, a depósitos com prazos inferiores a 30 dias, e estabeleceu um teto máximo de taxa de juros para os depósitos por mais de 30 dias.

Esta regulamentação foi denominada "Regulation Q". A princípio o teto máximo da taxa de juros foi fixado em 3% ao ano; em 1935, este limite foi alterado para 2,5% ao ano, voltando a taxa inicial a partir de 1957. Em 1962, os depósitos por mais de 30 dias, cujos titulares fossem governos estrangeiros ou autoridades monetárias desses governos, ou então determinadas instituições, de caráter internacional, foram isentos dessa regulamentação pelo prazo de três anos. A partir de 1968, esses depósitos ficaram permanentemente excluídos dos termos da "Regulation Q".

1 CAIRNCROSS, A.S., op.cit., p.34.

Essa regulamentação restringia-se aos bancos que operavam nos Estados Unidos, estando isentas as filiais de bancos americanos situadas fora do território americano. Geoffrey Bell comenta que a "Regulation Q" deixava assim uma "porta aberta" para a remuneração de depósitos por menos de 30 dias e com taxas de juros sem limite superior, para bancos que operavam no Euromercado⁽¹⁾.

No período 1966-69, as restrições impostas por essa regulamentação foram especialmente importantes, pois a política monetária contracionista do Governo Americano determinou a elevação da taxa de juros para empréstimos, tornando-se muito difícil para os bancos remunerar competitivamente os depósitos. Isto acarretou um fluxo de saída de recursos para o Euromercado. Os bancos americanos que operavam nesse mercado estimularam seus clientes a fazerem seus depósitos nas filiais européias. O endividamento desses bancos no Euromercado, por sua vez, condicionou a elevação da taxa de juros nesse mercado, o que estimulou o redépósito de dólares no mercado de euromoedas.

A "Regulation Q" teria tido, para o mercado de eurodólares, efeito semelhante ao do IET, para o mercado de eurobônus.

Alguns autores consideram que, caso não existisse a "Regulation Q" ou mesmo se o teto máximo da taxa de juros fosse mais elevado, o mercado de eurodólares não teria exis-

1 BELL, G., op.cit., p.9-10.

tido ou pelo menos, teria sido muito menor. Geoffrey Bell considerava, no entanto, que a "Regulation Q" foi importante para promover o crescimento do mercado"... no entanto essa não foi a razão fundamental de seu desenvolvimento, mas sim a isenção de controles existentes nesse mercado"(1). A relação entre a política monetária norte-americana e a existência e dimensão do Euromercado será discutida ao final deste trabalho.

c) Restrição de crédito aos não-residentes nos Estados Unidos ("Voluntary Foreign Credit Restraint Program").

A situação do Balanço de Pagamentos sofreu grave deterioração com a participação crescente dos Estados Unidos na Guerra do Vietnã. Em 1965, foi proposto um programa para controle das saídas de capital americano com destino a investimentos no exterior. O programa, denominado "Voluntary Foreign Credit Restraint Program", recomendava que os bancos e entidades americanas não-bancárias restringissem a transferência de fundos para o exterior.

No início de 1968, esse programa deixou de ser voluntário, pois os desequilíbrios das contas externas, derivados dos gastos militares no Vietnã, ao contrário do que se acreditava inicialmente, não foram transitórios. A esperada vitória rápida sobre o inimigo não se concretizou, tornando-se assim, impositiva a necessidade de maior controle sobre a conta capital(2).

1 BELL, G., op.cit., p.10.

2 Os mecanismos adotados pelo governo norte-americano para gerir os déficits no BP são analisados por F. Block. Ver: BLOCK, F., op. cit., cap. 7.

Em relação ao Euromercado, a restrição de crédito para os não-residentes no Estados Unidos funcionou como importante elemento acelerador pelo lado da demanda, sendo as empresas americanas as principais clientes desse mercado em sua fase inicial (anos 60). Não se deve esquecer que, durante a década de 60, essas empresas realizaram grandes investimentos fora dos Estados Unidos (Tabela 10).

Tabela 10 - FONTES DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO DIRETO AMERICANO NO EXTERIOR
1965-71

TIPO DE FONTE	Em percentagem						
	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100
Transferência de Capital	72,61	66,03	68,91	41,01	45,33	47,51	54,44
Reinvestimento	24,98	21,62	19,16	19,95	20,24	22,71	16,97
Empréstimos Estrangeiros	2,31	12,35	11,93	39,04	34,43	29,78	28,59

FONTE: US DEPARTMENT OF COMMERCE, The Multinational Corporation, 1972 - p.55. Retirado de Caincross, Alec - Control of Long - Term International Capital Movement, Washington D.C. The Brookings Institution, 1973, p. 48.

3.3 Configuração do Euromercado

Analisadas as condições sobre as quais se constituiu o Euromercado, cabe agora comentar sua configuração, ou seja:

- a) características operacionais;
- b) distribuição espacial;
- c) agentes econômicos;
- d) formação das taxas de juros do mercado;
- e) dimensão do mercado;
- f) mecanismos de crescimento.

3.3.1 Características Operacionais

Um dos elementos definidores do Euromercado é que as operações são realizadas com moedas que não a do país onde o agente financeiro está localizado. Assim, esse mercado funciona com recursos financeiros denominados principalmente em dólares, tendo como intermediários os Bancos Comerciais ou outros agentes financeiros, localizados fora do território norte-americano e não sujeitos, portanto, às condições de operações do Mercado Monetário Americano.

No Euromercado, os eurobancos (bancos que atuam nesse mercado) desempenham importante papel de intermediários financeiros, uma vez que qualquer operação realizada em dólares, por exemplo, envolve um banco localizado nos Estados Unidos e outro(s) situado(s) fora do território americano o que impõe margens operacionais estreitas, compensadas pelo vo-

volume de recursos envolvidos em cada transação. É, portanto, um mercado onde prevalecem as operações no atacado (1).

A ausência de regulamentação é outra característica básica de atuação dos eurobancos. Estes estão sujeitos apenas aos regulamentos dos países hospedeiros para as operações de bancos ou em moedas estrangeiras. Mercados onde esses regulamentos são flexíveis tornam-se pontos preferidos para a localização dos eurobancos. A não-existência de tetos máximos para taxas de juros e de reservas mínimas sobre depósitos possibilita maior agilidade e lucratividade das operações no Euromercado (2).

A moeda dominante no Euromercado é o dólar americano, a "vehicle currency", segundo Swoboda (3). A participação largamente majoritária da moeda americana nesse mercado internacional permaneceu praticamente constante ao longo de todo o período analisado: 1957-82.

1 As operações realizadas no Euromercado não costumavam ser inferiores a US\$ 1 milhão e eram frequentes cifras entre US\$ 10 e 50 milhões. Encontravam-se, para as operações interbancárias, margens diferenciais em torno de 1/8 ao ano. Ver:

EINZIG, P., op.cit., p.24.

2 Depois da falência do Banco Herstatt (1974), os principais bancos comerciais fizeram um acordo através do Bank of International Settlement, responsabilizando-se pelas operações de suas filiais no exterior, ao mesmo tempo em que os Bancos Centrais de seus países de origem comprometeram-se a tomar providências formais para socorrer esses bancos comerciais nas dificuldades decorrentes das operações internacionais. No caso da Inglaterra, o Bank of England supervisiona os Eurobancos situados em Londres, desde 1970. Os bancos sob sua jurisdição devem manter um percentual de seus ativos sob a forma de Letras do Tesouro Inglês.

3 SWOBODA, A.N. The euro-dollar market: an economist point of view. In: PRODNOW, H.V., ed. The euro-dollar. Chicago, Rand McNally & Co., 1970.

As operações interbancárias podem ser apontadas como uma das bases do Euromercado, pois tiveram participação muito significativa desde a sua criação, sendo que a flexibilidade dos eurobancos decorre da possibilidade de poderem recorrer a essas operações. Deve-se ressaltar que nos momentos de crise do Euromercado as operações interbancárias ficaram restritas aos parceiros de primeira linha, o que ocasionou dificuldades para que os bancos marginais pudessem fechar suas posições de caixa (1).

Outra característica operacional do Euromercado é sua profunda ligação com o mercado de câmbio, com importantes repercussões em seu desenvolvimento.

Cabe ressaltar que as operações no Euromercado, dada a natureza dos papéis negociados (time deposits, CD, bank acceptances) estão garantidos pelo anonimato.

3.3.2. Distribuição Espacial

Ao se tratar da localização geográfica do Euromercado, toca-se na questão dos centros financeiros internacionais ou "Offshore Financial Centers", que abrigam esse mercado. A partir da década de 60, esses centros tiveram rápido crescimento, o qual se confunde com o próprio processo de internacionalização bancária e com o desenvolvimento do Euromercado.

1 STALLINGS, B. Euro-markets, Third World Countries and the international political economy. Wisconsin, University WISCONSIN, 1979. (mimeo)

Segundo Y.S. Park⁽¹⁾, os centros financeiros internacionais distinguem-se dos domésticos por três características básicas:

- a) as operações são realizadas em moedas que não a do país onde se localizam, não havendo, portanto, ligação direta com o sistema bancário nacional;
- b) geralmente, são isentos de taxas e controles de câmbio impostos ao sistema bancário doméstico; esta diferença entre as regulamentações para as operações domésticas e internacionais constituiu elemento decisivo para o crescimento dos "Offshore Centers" e do Euromercado, nas décadas de 60 e 70;
- c) atendem preferencialmente os clientes não-residentes no país onde estão localizados.

Os agentes financeiros que operam nestes centros precisam contar com onerosa infra-estrutura de serviços de telecomunicações e de serviços aéreos, além de um corpo técnico constantemente atualizado e informações a respeito de outras praças financeiras. A atuação em várias praças e com clientes de vários países permite ratear os custos fixos decorrentes da montagem dessa estrutura funcional.

A localização geográfica é de importância estratégica para os agentes financeiros que operam internacionalmente, pois é fundamental estar próximo dos investidores e tomadores. O país hospedeiro, além de propiciar condições legais favoráveis para o estabelecimento de bancos estrangeiros, deve possuir um sistema de telecomunicações adequado e ser ou estar próximo dos centros economicamente importantes.

¹ PARK, Y.S. The economics of offshore financial centers. The Columbia Journal of World Business, 17(4):31-35, Winter 1982.

Esses centros financeiros internacionais, com bancos transnacionalizados, constituem a base operativa do Euromercado. Associa-se à idéia desse mercado, um circuito financeiro internacional integrado através de meios de comunicações. Assim, pode-se falar de centros financeiros na Europa, na Ásia, na América Latina ou no Oriente Médio. Como já foi dito, o prefixo "euro" perdeu seu significado inicial passando a denominar esse sistema financeiro internacionalizado.

Ao longo das décadas de 60 e 70, Londres constituiu a mais importante praça dentre os diversos centros financeiros internacionais, seguida por outras praças na Europa Ocidental, nos Estados Unidos e no Canadá. O Japão, bem como outros países asiáticos, tiveram papel secundário até meados da década de 70.

O fato de Londres ter-se tornado a "capital" do Euromercado desde o final dos anos 50 deveu-se à sua tradição como centro financeiro internacional, que dispunha de infraestrutura adequada para o funcionamento do mercado. Mesmo não sendo a libra a moeda internacional e apesar de já ter sofrido várias crises, a atitude favorável das autoridades monetárias britânicas, a presença de vários bancos estrangeiros já estabelecidos em Londres, a tradição do mercado de câmbio e a existência de um sistema de comunicações eficiente garantiram o domínio de Londres em relação aos outros centros financeiros, pelo menos até o final da década de 70 (Tabela 11).

Tabela 11 - PRINCIPAIS CENTROS FINANCEIROS
1978

(US\$ bilhões)		
(1) CENTROS FINANCEIROS	ATIVOS DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA(2)	NÚMERO DE BANCOS ESTRANGEIROS(3)
Londres	173	308
Nova Iorque	78	274
Bahamas	83	285
Frankfurte	61	172
Luxemburgo	53	67
Zurique	73	111
Paris	58	194
Amsterdã	35	73
Bruxelas	31	68
Toronto	20	90
Milão	18	40
Tôquio	17	173
Panamã	10	111

FONTE: IMF-INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS, Mar, 1979 e The Banker, Londres, Abr., 1979. Retirado de Mendelsohn, M.S. - Money on the Move. The Modern International Capital Market - Mc. Graw-Hill, Nova Iorque, 1980.

- (1) Os centros listados tem ativos denominados em moeda estrangeira igual ou menor do que US\$ 10 bilhões.
- (2) Valores estimados na metade do ano de 1978.
- (3) Número de bancos estrangeiros inclui afiliadas, outros escritórios, subsidiárias e participações em consórcio e bancos domésticos.

Não deixa de parecer paradoxal o fato de Nova Iorque não ter-se tornado o principal centro financeiro internacional, apesar dos Estados Unidos serem o principal país do Bloco Capitalista. Em 1981, quando o Governo Americano instituiu o International Banking Facilities-IBFs, reacendeu-se o debate sobre a primazia de Londres ou de Nova Iorque como "Offshore Center". De fato, nos primeiros anos da década de 80, ocorreram mudanças importantes no cenário das finanças internacionais. Mas, até essa época, o fato de ser Londres e não Nova Iorque o centro mais importante das finanças internacionais deu margem a várias explicações.

Mendelsohn tentou justificar o fato com base em características peculiares dos Estados Unidos. Por se tratar de país com dimensões continentais, suas principais praças financeiras - Nova Iorque, Chicago e São Francisco - já operavam com volumes suficientemente elevados. Além disso, o Sistema Bancário Americano é muito mais descentralizado do que o europeu ⁽¹⁾. Estas explicações, no nosso entender, são pouco convincentes, quando se considera que a presença dos bancos americanos no Euromercado foi dominante durante as décadas de 60 e 70.

Outros autores inclusive Mendelsohn explicam o fato através da série de controles do fluxo de capitais para o exterior, impostos pelo Governo Americano desde o início da dé

1 MENDELSONN, J., op.cit., cap.30.

cada de 60. Esses controles teriam impedido Nova Iorque de desempenhar um papel que "naturalmente" lhe cabia: ser o principal centro financeiro internacional.

Muitos autores afirmam que a localização do principal centro financeiro internacional era irrelevante. Os Estados Unidos deteriam o controle sobre o Euromercado, mesmo que as transações se realizassem fora do país, pois a maior parte dessas operações eram realizadas na moeda americana ou ainda por bancos americanos transnacionalizados.

De qualquer forma, não deixa de ser interessante notar que a retirada dos controles sobre fluxos de capitais para o exterior no início dos anos 70, não afetou as atividades dos "offshore centers" estabelecidos ao longo da década de 60. Apenas parte pouco significativa dos negócios retornou a Nova Iorque.

O influxo crescente de capitais para os Estados Unidos, nos anos 80, parece, do nosso ponto de vista, estar ligado a outros fatores, além da retirada de controles sobre fluxos de capitais por parte das autoridades monetárias americanas.

3.3.3 Agentes Econômicos

Os agentes que participam do Euromercado são semelhantes aos que constituem os demais mercados financeiros,

isto é, bancos comerciais, agentes financeiros não-bancários, Bancos Centrais, empresas e indivíduos. Clendenning aponta como diferença fundamental o fato de que as operações são realizadas com fundos internacionais e não se restringem à moeda nacional do país onde o agente financeiro esteja estabelecido⁽¹⁾.

3.3.3.1. Instituições Oficiais

As instituições oficiais que participam do Euromercado são os Bancos Centrais, as Organizações Monetárias Internacionais, os governos e outras entidades de caráter oficial.

Do ponto de vista da oferta, as instituições oficiais, entre estas sobretudo os Bancos Centrais, tiveram papel decisivo como supridoras de fundos do Euromercado. Melhor dizendo, foram os Bancos Centrais europeus, através de suas aplicações, fundamentalmente em dólares, que abasteceram esse mercado durante um longo período. Durante a década de 60, até meados da década de 70, esses bancos aplicaram suas reservas excedentes para obter algum rendimento ou para evitar a perda de valor. As aplicações no Euromercado eram feitas diretamente ou através do Bank of International Settlements-BIS. Este congregava vários Bancos Centrais de países desenvolvidos e atuava como repassador de fundos desses bancos para o Euromercado. O estímulo para realizar essas aplicações foi dado pelo diferencial da taxa de juros entre o

1 CLENDENNING, W.E. The euro-dollar market. Oxford, Oxford Clarendon press, 1970. p.15.

mercado de Nova Iorque e o Euromercado. A liquidez, a confiabilidade e a impossibilidade dos Estados Unidos intervirem diretamente nesse mercado são fatores igualmente importantes. A partir de 1961, o Governo Norte-americano passou a incentivar os Bancos Centrais estrangeiros, que tinham excedentes de reservas em dólares, a executar a chamada operação de "swap". Essa operação consiste numa compra (venda) de divisas acoplada a uma venda (compra), isto é, são operações "casadas" de compra e venda em condições diferentes de taxa de câmbio. Como resultado desta operação, um Banco Central concederia um crédito a outro banco. Durante os anos 60, esse expediente foi utilizado para evitar a conversão dos dólares excedentes das reservas dos Bancos Centrais europeus, principalmente alemão e suíço, em ouro. Nesse caso, o Banco Central europeu recebia o diferencial de taxa de câmbio, isto é, vendia os dólares ao FED e tinha a garantia de receber sua moeda acrescida por um diferencial. Posteriormente, os Bancos Centrais estenderam os acordos de "swap" para os Bancos Comerciais de seus respectivos países. Desta maneira, o Banco Central de um determinado país vendia (comprava) dólares ou outra moeda dos bancos comerciais localizados no próprio país, comprando (vendendo) simultaneamente a prazo, para os mesmos bancos, com uma taxa superior (inferior) à vigente no mercado futuro. Era a diferença entre o preço do mercado a termo e o preço de desconto que determinava quantos dólares à vista o Banco Comercial desejava comprar (vender)⁽¹⁾.

1 *Sobre as operações de "swap", ver:*
L'HUILLER, F. Le système monétaire internationale. Paris, Armand Colin, 1971. p. 215-221.

O objetivo das autoridades monetárias que realizaram essas operações era procurar separar o mercado monetário interno das contas externas, reduzindo (ampliando) a liquidez em moeda nacional, através da venda (compra) de moeda estrangeira, para compensar os influxos (refluxos) de reservas internacionais⁽¹⁾.

O BIS também constituiu importante fonte de fundos para o Euromercado, sendo que a maior parte de seus recursos eram provenientes de Bancos Centrais, mas em situações específicas entrou diretamente no mercado para estabilizá-lo, recorrendo às operações de "swap" com o FED⁽²⁾.

No início, os principais supridores de fundos desse mercado foram as instituições oficiais. Estas perderam sua primazia em meados dos anos 60, quando empresas passaram a ocupar maior espaço na concessão de recursos para esse mercado. No período 1970-72, com a crise do padrão dólar-ouro, as instituições oficiais voltaram a ter papel preponderante na formação dos recursos do Euromercado. Depois do primeiro choque do petróleo, os Bancos Centrais e demais instituições oficiais dos países produtores dessa matéria prima, passaram a ter papel relevante como supridores de recursos, participação esta que se reduziu após 1981.

1 BELL, G. op.cit., p.26.

2 KLOPSTOCK, F.H. The euro-dollar market: some unresolved issues. Essays in International Finance, Princeton, Princeton University, 65: 1-28, 1968.

Ainda é preciso ressaltar que, no início da década de 70, países da América Latina, ao depositarem suas reservas também contribuíram com recursos para o Euromercado.⁽¹⁾

No que diz respeito à demanda de fundos por parte das instituições oficiais, cabe estabelecer distinção entre os Bancos Centrais, de um lado, e as empresas estatais e o Governo, de outro. Além disso, é conveniente tratar separadamente países desenvolvidos e países em desenvolvimento.

Os Bancos Centrais tiveram forte presença no Euromercado, como ofertantes, mas não como demandantes de fundos.

Quando o mercado se abriu para os países do chamado "Terceiro Mundo"⁽²⁾, os Governos desses países e as respectivas empresas públicas tornaram-se importantes tomadores de recursos do Euromercado. Acredita-se que as razões do endividamento desses países possam ter sido:

- a) obter financiamento para déficits no Balanço de Pagamentos;
- b) consolidar a dívida externa a curto prazo, com financiamento de longo prazo;
- c) constituir reservas.

Não faz parte deste trabalho analisar as causas do endividamento no Euromercado, dos países em desenvolvimento.

1 BELL, G., op.cit. p.27.

2 Estamos utilizando a denominação, "Terceiro Mundo" entre aspas, por considerá-la muito imprecisa e não levar em consideração diferenças importantes entre os países assim classificados.

De qualquer forma, sabe-se que a condição de grande liquidez que vigorou nesse mercado no início dos anos 70 foi fator preponderante para que os eurobancos emprestassem para clientes considerados de segunda classe.⁽¹⁾

É interessante lembrar as operações indiretas dos Governos para a tomada de fundos no Euromercado, através de estímulos concedidos a seus bancos comerciais.

Após a crise dos países endividados, em 1982, o Euromercado praticamente fechou-se para seus tomadores privados tendo os empréstimos para a rolagem da dívida passado a ser negociados diretamente com os Governos desses países.

3.3.3.2 Organizações Financeiras Privadas

Os Bancos Comerciais, principais agentes financeiros privados, operam como intermediários financeiros no Euromercado, o que afeta não só a oferta, mas também a demanda desse mercado.

O Euromercado oferece possibilidades interessantes para os Bancos Comerciais aplicarem seus excessos de caixa. Operações de compra de moeda no mercado de câmbio e posterior aplicação no Euromercado também costumam ser atrativas. Os

¹ Para o caso do Brasil, ver:

PEREIRA, J.C. Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966/73. Brasília, IPEA, 1974. (Relatório de pesquisa, 27).

CRUZ, P.D. Dívida Externa e Política Econômica. A experiência Brasileira nos anos 70. Brasiliense, São Paulo, 1984.

Para o caso do México, ver:

QUIJANO, J.M. El Sistema Financiero Mexicano, México, 1980. (mimeo).

Bancos Suíços, por exemplo, recebedores de importante fluxo de recursos provenientes de várias partes do mundo, recorreram diversas vezes ao Euromercado em busca de ativos com suficiente liquidez e rentabilidade para as aplicações de seus depósitos.

Os Bancos Comerciais americanos tiveram importante papel na oferta de recursos para o Euromercado, a partir das restrições impostas pela política monetária dos Estados Unidos. Mesmo após a retirada dessas medidas, continuaram a desempenhar esse papel, ainda que em conjunto com os bancos japoneses.

Paul Einzig e B.S. Quinn⁽¹⁾ sintetizaram a forma de participação dos Bancos Comerciais como ofertantes e demandantes de recursos no Euromercado, da seguinte maneira:

- a) transações interbancárias de curto prazo que permitissem rápido retorno, dependendo para tanto das taxas de juros cobradas e pagas;
- b) concessão de empréstimos de médio prazo, desde que a operação permitisse rentabilidade e/ou ocupação de mercado;
- c) operações de arbitragem, tanto fornecendo fundos como captando-os;
- d) financiamento de operações de comércio exterior;
- e) realização de operações de "swap", com moeda local, as quais poderiam afetar tanto a oferta como a demanda de recursos no mercado de euromoedas.

1 EINZIG, P. & QUINN, B.S. The euro-dollar system. 6. ed. London, MacMillan, 1977. p.38.

É importante ainda ressaltar que parte significativa das captações realizadas por esses bancos transformavam-se rapidamente em operações ativas, o que possibilitava manter uma estrutura assimétrica de ativo e passivo. A transformação de depósitos de curto prazo em aplicações de médio prazo com taxas flutuantes aumentou sensivelmente durante os anos 70. Essas operações foram denominadas créditos "roll-over". A pós o início da década de 70, como já se analisou, vários bancos se consorciaram visando não só enfrentar a grande concorrência existente no Euromercado em relação aos recursos e aos clientes, mas também dividir riscos das operações.

A medida que o mercado foi crescendo, passou a comportar agentes financeiros não-bancários, principalmente, as Corretoras -- Broking Institutions -- , que realizavam boa parte das operações interbancárias, isto é, procuravam bancos com posições credoras e devedoras e "casavam" a operação entre ambos. Após a crise dos países devedores, em 1982, a participação desses agentes parece ter sofrido redução significativa.

3.3.3.3 Entidades não-financeiras

Como supridoras de recursos para o Euromercado, as entidades não-financeiras, fundamentalmente as empresas, ganharam importância a partir de meados da década de 60. O Euromercado foi bastante usado como alternativa para a valorização do capital dessas empresas, desde que o retorno sobre os investimentos produtivos fosse menor do que as taxas de juros obtidas no mercado financeiro, seja o internacional,

seja o doméstico. Por outro lado, os saldos de caixa eram constantemente aplicados no mercado financeiro, preferencialmente no Euromercado, que oferecia melhores condições de liquidez e rentabilidade.

As empresas privadas não-financeiras também foram importantes tomadoras de recursos no Euromercado, para financiamento de seus investimentos, principalmente durante os anos 60 e início da década de 70. Neste caso, as empresas americanas tiveram influência relevante na formação da demanda do Euromercado, preponderantemente a partir de 1965, quando passaram a vigorar medidas restritivas para obtenção de crédito, para financiamento dos investimentos diretos, no mercado americano.

3.3.3.4. Observações Gerais

O Euromercado pode ser entendido como uma "criação" dos Bancos Comerciais, pois estes influíram decisivamente na organização desse circuito, aproveitando as políticas monetárias liberais dos países onde esse mercado se localizou. O processo, sem precedentes, de internacionalização da atividade econômica, após a Segunda Guerra Mundial, foi acompanhado pela transnacionalização bancária, dando condições para que se formasse o Euromercado. No segundo capítulo deste trabalho, no item 2.3, foi discutida a internacionalização bancária, tendo-se salientado que não se deveu exclusivamente ao Euromercado o estabelecimento de uma rede bancária internacional. O processo de internacionalização do capital

produtivo aparece como o determinante mais importante para a fixação de agências no exterior, ou seja, era necessário acompanhar os clientes que haviam passado a atuar nos mercados externos. Inclusive no período 1965-73, quando foram impostas restrições no mercado americano para captação de recursos a serem investidos no exterior, houve grande competitividade entre bancos, na disputa por recursos e clientes. É claro que não se pode esquecer de que, uma vez constituído o Euromercado, as possibilidades de retorno oferecidas por este circuito incentivaram, por si sós, a participação e crescimento do mercado.

Os Bancos Centrais dos países europeus foram importantes incentivadores do Euromercado, ao não estipularem reservas compulsórias para os bancos que operavam com moedas estrangeiras e para os fornecedores de recursos, durante a década de 60 e início dos anos 70.

3.3.4. Formação da Taxa de Juros

As operações no Euromercado são realizadas em moeda estrangeira, isto é, não na moeda nacional do prestador e/ou do tomador. Para cada transação nesse mercado, portanto, está implícita uma relação entre divisas, ressalvando-se as operações realizadas em dólar no segmento americano.

Se um prestador decide conceder um crédito em moeda que não a de seu país, por exemplo, deverá comprar esta moeda no mercado de câmbio. O mesmo ocorrerá, no caso de um to-

mador receber um empréstimo em moeda diferente da do local onde pretende usar o financiamento. Dessa maneira, os contratos no Euromercado envolvem operações casadas de moeda e câmbio, e para se estudar a formação das taxas de juros nesse mercado é preciso, no nosso entender, analisar a relação entre o mercado de câmbio e o monetário.

Partindo-se da definição de mercado de câmbio "spot" e "forward", de Keynes⁽¹⁾, pode-se dizer que:

- a) mercado de câmbio "spot": compra/venda de moeda à vista ou "cash";
- b) mercado de câmbio "forward": (ou a termo) compra/venda de moeda com data marcada no futuro, tendo como base a taxa de câmbio "spot" que prevalece no momento de se fechar o contrato. Esta transação não exige o desembolso imediato e garante a taxa de câmbio durante o período do contrato, e eventualmente, pode-se vender/comprar posições em moeda no mercado a termo, com ágio ou deságio, isto é, recebendo um prêmio, caso a expectativa seja de maior valorização até o vencimento do contrato, ou um desconto, quando houver expectativa inversa.

A relação entre as moeda, ou seja, a fixação das taxas de câmbio deveria estar baseada nas transações de comércio internacional, isto é, na paridade do poder de compra entre moedas. No entanto, as transações comerciais, apenas, não explicariam o diferencial existente entre as taxas de câmbio do mercado "spot" e "forward".

1 KEYNES, J.M. A tract on monetary reform. London, MacMillan, 1971. p. 95.

Para Keynes, a diferença entre as taxas de câmbio "spot" e "forward" de uma moeda revelaria a preferência em se manter uma determinada moeda num centro financeiro em detrimento de outro.⁽¹⁾

A razão fundamental dessa escolha residiria no diferencial da taxa de juros para depósitos de curto prazo ("short-money"). E conclui que: "... as cotações futuras para a aquisição de uma moeda valorizada no mercado monetário tendem a ser mais baixas do que as cotações "spot", numa porcentagem mensal igual ao diferencial de juros que pode ser auferido num mês, no mercado valorizado, sobre o que pode ser ganho no menos valorizado".⁽²⁾

Exemplificado, ter-se-ia:

seja

i_A e i_B : taxas de juros de um mês nos países A e B, respectivamente.

C_s : taxa de câmbio no mercado "spot" do país A para cada compra da moeda de B.

C_f : taxa de câmbio no mercado "forward" no país A, para contratos de um mês entre as moedas A e B.

1 KEYNES, J.M. op. cit., p. 103.

2 KEYNES, J.M. op. cit., p. 103.

$(1 + i_A)$: valor final ao se aplicar uma unidade monetária do país A, por um mês, no mercado desse país.

$(1 + i_B)$: definição análoga para uma unidade monetária do país B.

Se $i_A > i_B$, os aplicadores do país B converteriam uma unidade da moeda de seu país em moeda A, no mercado "spot", para aplicar no mercado monetário de A, por um mês, mas, simultaneamente, venderiam a quantidade de moeda A que esperariam obter em um mês a C_f . No final desse período, a unidade monetária de B deveria ter-se convertido em $\frac{C_s}{C_f} (1 + i_A)$ expressa na moeda B. Essa aplicação teria sido realizada se de fato $\frac{C_s}{C_f} (1 + i_A) > (1 + i_B)$.

O movimento de divisas em direção ao país A implicaria uma demanda de moeda desse país no mercado "spot" e uma oferta dessa moeda no mercado "forward" (1 mês). Esse movimento -- integrante em sua totalidade de operações de arbitragem -- se estenderia até que $\frac{C_s}{C_f} (1 + i_A) = (1 + i_B)$, ou seja, se anulasse a vantagem relativa de se aplicar no mercado A.

Além das taxas de juros, Keynes indica fatores coadjuvantes que contribuiriam para a fixação das taxas de câmbio "spot" e "forward":

- a) possibilidade de existirem problemas financeiros e/ou distúrbios políticos;
- b) possibilidade de um(s) país(es) declarar(em) moratória: referia-se às dificuldades impostas aos países derro-

tados na Primeira Guerra Mundial para pagar as reparações de guerra;

c) possibilidade de introdução de mecanismos de controle cambial.

Esses fatores contribuiriam para a formação das expectativas futuras de valorização ou desvalorização de uma moeda. Keynes, lembra ainda que as praças de Nova Iorque e de Londres, por serem as mais desenvolvidas, podiam oferecer melhores opções para aplicações de curto prazo, e que, portanto, atraíam maiores massas monetárias.

É importante notar que quando Keynes formulou sua teoria da paridade de juros, o mercado financeiro internacional se restringia a poucos centros financeiros e não havia possibilidade de existência de uma estrutura de taxas de juros internacional.⁽¹⁾ Cabe agora discutir, se com a formação do Eumercado passou a existir uma estrutura de taxas de juros internacional.

Se partirmos do suposto de que a formação da taxa de juros depende da oferta e da demanda por liquidez, devemos então verificar se é possível determinar a oferta e a demanda por liquidez no mercado internacional.

Do lado da oferta, não existe uma moeda internacional emitida e controlada por autoridade monetária supranacional.

1 O ensaio A TRACT ON MONETARY REFORM, de Keynes, foi escrito em 1923.

A moeda que desempenha as funções de unidade de conta e de reserva de valor internacional -- não exclusivamente, mas preponderantemente -- é o dólar americano. Deve-se ressaltar que com a ruptura do padrão monetário internacional (dólar-ouro), a posição dólar como moeda internacional passou a ser questionada, isto sem mencionar a capacidade real que o Governo Americano tem de controlar a oferta agregado de dólares.

Se, por outro lado, é a demanda por dinheiro para fins especulativos -- dinheiro funcionando como reserva de valor -- que determinaria a taxa de juros, como pensar essa demanda em moeda internacional? Questionando-se o dólar como reserva de valor internacional, a formação da taxa de juros internacional fica indeterminada tanto do ponto de vista da oferta como da demanda por liquidez.

Poder-se-ia argumentar que se a oferta e a demanda monetária internacional estão em grande parte denominadas em dólar, então não seria possível determinar uma estrutura de taxas de juros completamente autônoma da americana.

Esta posição, contudo, precisa ser reativizada, pois imputar às condições de crédito americanas toda a responsabilidade pela determinação das taxas de juros internacionais, no nosso entender, é um raciocínio que não contempla a complexidade da questão.

Não se pode desconsiderar a existência de bancos transnacionalizados que promovem a ligação entre diversos centros financeiros nacionais. A criação e o desenvolvimento do Euromercado restabeleceu e intensificou os movimentos de capitais a nível internacional. Ademais, a característica operacional do Euromercado, de efetuar transações com moedas estrangeiras, implica a "colagem" do mercado de moeda com o de câmbio.

Dentro de um sistema de taxas de câmbio flutuantes, sem um padrão monetário internacional estável, as relações entre câmbio e juros frente ao Euromercado atingem o clímax.

Para Paul Einzig, a partir do desenvolvimento do Euro mercado, algo inteiramente novo surgiu: "... a emergência de uma estrutura de taxas de juros internacional, distinta, e às vezes independente, das taxas de juros nacionais".⁽¹⁾

De fato, existe uma estrutura de juros internacional própria, que apesar de seguir trajetória semelhante à dos Estados Unidos, apresentou, em momentos específicos, um diferencial considerável em relação às taxas de juros americanas.

No Euromercado, a taxa de juros que determinaria o patamar das demais seria a Libor — London Interbank Offered Rate — para depósitos de curto prazo, isto é, três, seis, nove meses e um ano, sendo que as taxas de três e seis meses

1 EINZIG, P., op. cit., p. 4.

são as mais comumente usadas como base para depósitos de médio prazo.⁽¹⁾

A taxa de juros para depósitos de eurodólares por 3 meses manteve-se ligeiramente acima da taxa que remunera os certificados de depósitos americanos, por mesmo período, resultado favorável da vantagem dos eurobancos sobre os bancos americanos, que podem oferecer taxas melhores, dada a insenção de regulamentos existentes no Euromercado.

A relação entre o Euromercado e os mercados financeiros nacionais, fundamentalmente o americano, seria, do nosso ponto de vista, de interdependência, pois, se o segmento internacional opera com moedas nacionais, se existe fluidez entre os diversos mercados financeiros e uma acirrada concorrência interbancária, pode-se supor que as taxas de juros se formam simultaneamente nos vários mercados. Melhor dizendo, a ligação entre esses mercados, proporcionada pelo Euromercado, e a utilização de moedas nacionais, associada à inexistência de um padrão monetário internacional estável, explicam essa interdependência.

A interdependência das taxas de juros nacionais e internacionais, por sua vez, aumentou muito a probabilidade de haver importantes e permanentes desvios das taxas de câmbio "forward", em relação a algumas de suas paridades de juros. Como observa Paul Einzig⁽²⁾, uma taxa de câmbio "forward"

1 MENDELSON, J.S., *op.cit.*, p. 274.

2 EINZIG, Paul. *op.cit.*, p.45.

não pode ser igual a mais de uma paridade de juros, simultaneamente. Uma vez que existem várias paridades de juros para cada prazo, a taxa de câmbio "forward" estará sobrevalorizada em relação a algumas delas e subvalorizada em relação a outras.

Além disso, se quando Keynes escreveu seu trabalho ⁽¹⁾, as paridades estavam baseadas nas taxas de juros nacionais, a partir da existência do Euromercado e de uma estrutura de juros internacional distinta das nacionais, as paridades entre as diferentes euromoedas, e entre elas e as taxas de juros nacionais estão baseadas, ao menos parcialmente, nas taxas de juros internacionais. Exatamente por essa razão é que a existência de diferenciais entre as taxas de câmbio "forward" e algumas de suas paridades de juros proporciona oportunidades para efetuar operações de arbitragem. A explicação, então, para o diferencial entre as taxas de juros para as diversas euromoedas residiria na expectativa de alteração das taxas de câmbio dessas moedas.

Com o Euromercado, as diferenças entre as taxas de juros e as de câmbio "forward" seriam determinadas pela expectativa nas taxas de juros.

O processo de estabelecimento das taxas de juros nacionais e internacionais, portanto, não é apenas de interdependência, mas, necessariamente, simultâneo e a fixação das

1 KEYNES, J.M., op. cit.

taxas de câmbio ("spot"/"forward") passa a se subordinar quase que exclusivamente às taxas de juros e às expectativas em relação a valorização ou desvalorização de cada moeda. Isto é, a paridade entre as moedas não se forma a partir das relações de troca, mas em relação às taxas de juros (nacionais e internacionais) e às expectativas futuras sobre o valor das moedas.

3.3.4.1. Comissões Adicionadas às Taxas de Juros para Empréstimos no Euromercado

As taxas de juros para empréstimos, concedidos através dos eurobancos geralmente comportam um adicional, acrescido como precaução contra os riscos envolvidos na concessão dos créditos. A comissão, ou o adicional, mais importante denomina-se "spread".

Os riscos a serem cobertos pelos "spreads" seriam das seguintes ordens:

- a) risco geral: gerado pelas condições dos negócios, independente do prestatário, isto é, quando os negócios encontram-se em depressão, a perspectiva de insolvência se generaliza;
- b) risco cambial: gerado pelas possíveis medidas tomadas por autoridades monetárias nacionais, na adoção de controles cambiais; além dos controles, a perspectiva de desvalorização da(s) moeda(s) em que é concedido o crédito, também significaria um risco para o banco;

c) risco decorrente da política de estabilização adotada pelos países devedores: gerado pela política de estabilização desses países e sua eficácia no sentido de manter a solvência dos devedores; neste caso, inclui-se ainda a possibilidade do país devedor renegar sua dívida externa.

O "spread" é uma taxa que dependeria da qualidade do tomador e, portanto, num mesmo momento, poderiam existir "spreads" bem diferentes para os créditos concedidos por um mesmo banco. Além disso, esta taxa, costuma ser fixa durante o prazo do empréstimo, a não ser em casos em que se estipulem alterações após determinado prazo.

A expectativa em relação às taxas de juros futuras constitui fator determinante na formação dos "spreads". Quando, por exemplo, elevações nas taxas de juros são esperadas, há grande resistência por parte dos tomadores em aceitar "spreads" maiores.

Considerando-se que grande parte dos empréstimos no Euromercado, a partir da década de setenta, foram feitos com base em um sistema de taxas de juros flexíveis ("roll-over credits"), é evidente que o nível de taxas esperadas constitui elemento fundamental na determinação dos "spreads".

Outro ponto importante para a fixação dos "spreads", além das características do tomador e da expectativa em relação às taxas de juros futuras, é a situação de liquidez do mercado. Numa conjuntura em que o mercado seja francamente

emprestador, a avaliação dos débitos já contratados por um cliente torna-se menos relevante, influenciando muito pouco na formação de "spreads" para empréstimos novos.

3.3.5. Critérios para Avaliação da Dimensão do Euromercado

Para analisar a possibilidade de criação de crédito internacional, é necessário estabelecer critérios para a avaliação da dimensão do Euromercado. Serão usados os critérios adotados pelo BIS, que centraliza informações sobre operações em eurodivisas, dos dez países mais significativos do Euromercado.⁽¹⁾ O BIS define a dimensão líquida do mercado de eurodivisas como sendo igual ao volume de crédito em moeda estrangeira existente nos países que lhe fornecem informações, os quais estão situados nos países pertencentes à área declarante. Estão aí incluídos fundos obtidos pelos euro**ban**cos e emprestados a entidades não-bancárias e fundos **adicio**nais obtidos por esses bancos.

A diferença entre a dimensão bruta e a líquida é feita a partir de dois critérios básicos:

- a) agente pertence ou não ao setor bancário;
- b) agente incluído ou não na área declarante.

¹ A exposição dos critérios adotados pelo BIS para efeito de avaliação do tamanho do Euromercado foi feita por H. Mayer. A área declarante compreende os seguintes países: Bélgica, França, Alemanha, Itália, Holanda, Suécia, Suíça, Inglaterra, Canadá e Japão. Ver.

MAYER, H. The BIS concept of the eurocurrency market. Euromoney, p. 60-66, may-1976.

O volume líquido do euromercado refere-se aos fluxos de recursos canalizados através da intermediação dos bancos declarantes, desde a fonte inicial até a utilização final. Os agentes econômicos portadores ou destinatários das fontes e usos seriam:

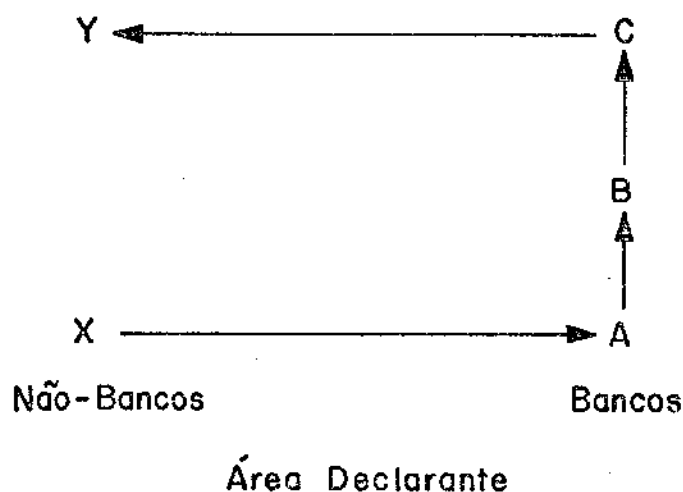
- a) Bancos declarantes, que dirigiriam os recursos dos mercados nacionais para o Euromercado (obtenção de fundos) e aplicariam esses recursos nos mercados nacionais (aplicação de fundos). Para tanto, faria(s) conversão(ões) de moeda(s) nacional(is) ou vice-versa.
- b) Instituições Monetárias Oficiais pertencentes à área declarante.
- c) Agentes não-bancários pertencentes ou não a área declarante.
- d) Agentes externos à área declarante.

As operações computadas na dimensão líquida seriam todas as procedentes de ou com destino a agentes não-bancários, ou instituições monetárias oficiais ou, ainda, agentes externos à área declarante. Para efeito do cálculo da dimensão líquida ficariam excluídas as transações interbancárias dos bancos que prestam informações para o BIS.

A exclusão das operações interbancárias, para efeito do cálculo da dimensão líquida, baseia-se no argumento que se segue. Se, por exemplo, um agente não-bancário X fizesse um depósito no Banco A e este transferisse esses fundos, sob a forma de empréstimo, para o Banco B, que por sua vez, repassaria o empréstimo para o Banco C, que finalmente trans-

formaria esses fundos em empréstimos para Y, entidade não-bancária, seriam acusadas, nas estatísticas sobre a dimensão do Euromercado, seis relações de crédito.⁽¹⁾ Para o BIS, esse seria o dado não ajustado ou, então, a dimensão bruta, a qual incluiria relações interbancárias dos agentes pertencentes à área declarante. Neste caso, considera-se pelo lado das fontes, três exigências: de A com X, de B com A e de C com B. Do mesmo modo, para C, o empréstimo concedido a Y seria considerado como um ativo, assim como os bancos B e A manteriam em seus balanços as operações de empréstimo para C e B, respectivamente como ativos.

GRÁFICO 2 AVALIAÇÃO DA DIMENSÃO DO EUROMERCADO PRIMEIRO CASO



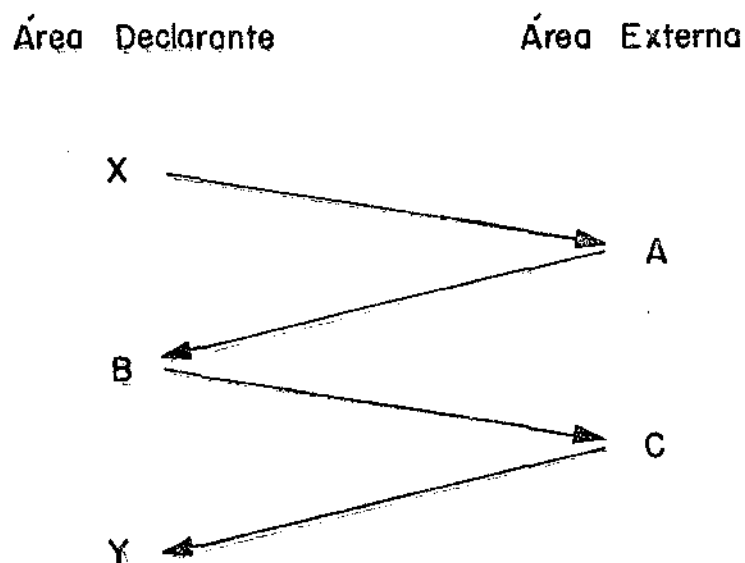
A dimensão bruta, depois de ajustada, isto é, descontadas as quatro operações interbancárias, resulta no dado líquido, onde são consideradas as operações com o empresário inicial (X-A) e o tomador final (C-Y) (Gráfico 2).

¹ MAYER, H., op. cit., p. 62.

No caso de se tratar de um depósito inicial feito por X, no Banco A, em moeda nacional, e convertido por A em moeda estrangeira, para posterior repasse desse fundo para o Banco B, e deste para C, que novamente converteria em moeda nacional, antes de conceder o empréstimo para Y, o raciocínio seria similar ao do exemplo anterior, isto é, seriam desconsideradas as operações interbancárias.

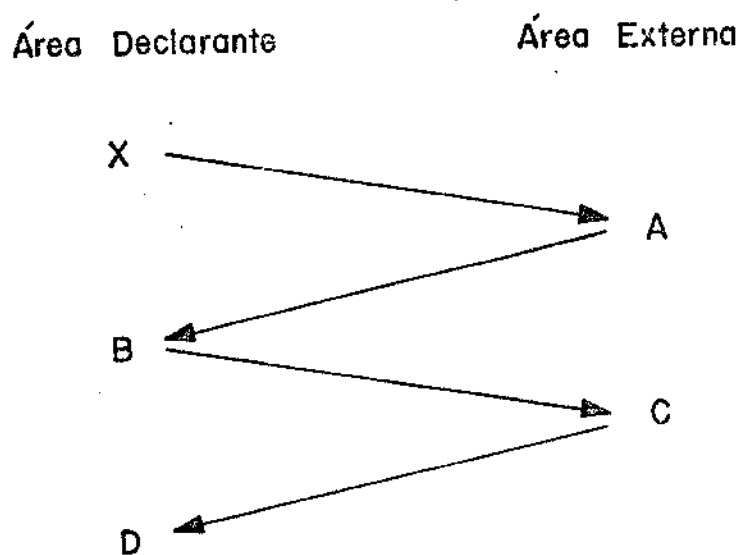
Supondo, por outro lado, que o Banco A e C não fizessem parte da área declarante, o tratamento para as transações interbancárias seria diferente. Neste caso, o Banco B informaria ao BIS a sua exigência em relação a A, assim como seu ativo em relação a C. Estariam excluídas as operações entre X-A e entre C-Y (Gráfico 3).

GRÁFICO 3 AVALIAÇÃO DA DIMENSÃO DO EUROMERCADO SEGUNDO CASO



No exemplo anterior, se por acaso C emprestasse os fundos recebidos para um outro banco (D), pertencente à área declarante, não seria possível, dentro do critério adotado pelo BIS, evitar a dupla contagem (Gráfico 4).

GRÁFICO 4 AVALIAÇÃO DA DIMENSÃO DO EUROMERCADO TERCEIRO CASO



Segundo Helmut Mayer, como consequência, a dimensão líquida do Euromercado ficaria sobreavaliada; estes reddepósitos, porém, não seriam significativos.

A regra estabelecida pelo BIS, para avaliação dimensão líquida do Euromercado (exclusão das relações interbancárias), comporta três exceções, a saber:

- a) as relações entre bancos declarantes e instituições, não-informantes, tais como Bancos Centrais, o próprio BIS, e algumas instituições que operam com financiamento de longo prazo;
- b) as operações dos bancos declarantes, realizadas com as moedas dos países de origem desses bancos; um exemplo seria uma dívida de um banco estabelecido em Roma com um banco estabelecido em Londres: se a posição ativa do banco londrino sobre o italiano fosse denominada em libras esterlinas, não seria computada como eurodivisa, da mesma forma que seu passivo não seria contado nessa moeda;
- c) os depósitos em bancos suíços, colocados no Euromercado, por conta e risco do cliente, esses fundos não constariam dos balanços dos bancos suíços, mas sendo aplicados no euromercado fariam parte do passivo de outros eurobancos.

Além do BIS, o "Morgan Guaranty Trust Company of New York", publica periodicamente dados sobre o Euromercado, incluindo a dimensão bruta e líquida. A diferença básica entre as duas fontes é a amplitude da zona exterior. Os dados do Morgan incluem as praças de Bahamas, Dahrain, Ilhas Cayman, Panamá, Japão, Hong Kong e Singapura. Através das Tabelas

12 e 13, pode-se notar que não existe divergência entre as informações de ambas as fontes, o que as torna confiáveis.

As variações no volume líquido do mercado indicam uma estimativa do crédito internacional, enquanto as variações da dimensão bruta indicam uma redistribuição dos recursos financeiros interbancários.

Tabela. 12 - DIMENSÃO BRUTA E LÍQUIDA DO EUROMERCADO SEGUNDO O BIS
1958/79

(US\$ bilhões)

ANO	DIMENSÃO BRUTA	INCREMENTO (%)	DIMENSÃO LÍQUIDA	INCREMENTO (%)
1958	-	-	1,5	-
1959	-	-	7,5	66,67
1960	-	-	3,5	40,00
1961	-	-	4,0	14,29
1962	-	-	5,3	32,50
1963	-	-	7,0	32,08
1964	12,0	-	9,0	28,57
1965	14,0	16,67	12,5	38,89
1966	18,0	28,86	14,5	16,00
1967	23,0	27,78	18,0	24,14
1968	34,0	47,83	25,0	38,89
1969	57,0	67,76	44,0	76,00
1970	75,0	31,58	57,0	29,55
1971	98,0	30,67	71,0	24,56
1972	132,0	34,69	105,0	47,89
1973	191,0	44,70	132,0	25,71
1974	221,0	15,70	177,0	34,09
1975	259,0	17,19	205,0	15,82
1976	305,0	17,76	247,0	20,49
1977	385,0	26,23	300,0	21,46
1978	502,0	30,39	375,0	25,00
1979	640,0	27,49	474,0	26,40

FONTE: BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Annual Report,
vários números.

Tabela 13 - DIMENSÃO BRUTA E LÍQUIDA DO EUROMERCADO SEGUNDO O MORGAN
1964/79

(US\$ bilhões)

ANO	DIMENSÃO BRUTA	INCREMENTO (%)	DIMENSÃO LÍQUIDA	INCREMENTO (%)
1964	-	-	14,0	-
1965	-	-	17,0	21,43
1966	-	-	21,0	23,53
1967	-	-	25,0	19,05
1968	-	-	34,0	36,00
1969	-	-	50,0	47,06
1970	110,0	-	65,0	30,00
1971	145,0	31,82	85,0	30,77
1972	200,0	37,93	110,0	29,41
1973	305,0	52,50	160,0	45,46
1974	375,0	22,95	215,0	34,38
1975	460,0	22,67	250,0	16,28
1976	565,0	22,83	310,0	24,00
1977	695,0	23,01	380,0	22,58
1978	895,0	28,78	485,0	27,63
1979	1.155,0	29,05	600,0	23,71

FORNTE: MORGAN GUARANTY TRUST OF NEW YORK, World Financial
Markets, vários números.

3.3.6. Expansão de Crédito no Euromercado

Existem várias explicações, todas divergentes, sobre a natureza do processo de expansão do Euromercado. Uma parte considerável de autores analisa o processo de crescimento do Euromercado utilizando o conceito de multiplicador de crédito, à semelhança do que se faz para um sistema bancário nacional. Outros dispensam este conceito e apresentam outras análises.

3.3.6.1. Uma Interpretação Monetarista: Milton Friedman

Em seu artigo, *The Euro-dollar Market: some first principles*, de 1969, Friedman discute o processo de crescimento do Euromercado.⁽¹⁾ Para este autor, a explicação para a expansão do Euromercado seria a mesma dada para a ampliação de crédito do sistema bancário nacional, ou seja, através do mecanismo de multiplicação de crédito. Friedman considera que os eurobancos, assim como os bancos domésticos, fazem parte de um sistema bancário de reservas fracionadas.⁽²⁾ No caso dos eurobancos, as reservas são mantidas em um Banco Comercial do país de origem da moeda negociada; já no sistema bancário nacional, as reservas são depositadas no Banco Central do próprio país. Por outro lado, no Euromercado não há regulamentação sobre reservas mínimas. Assim sendo, os bancos que operam nesse mercado estipulam o nível de reser-

1 FRIEDMAN, M., op. cit.

2 FRIEDMAN, M., op. cit., p. 279.

vas a serem mantidas, o que permite que o multiplicador bancário desse mercado seja potencialmente maior do que em sistemas nacionais.

Friedman refuta a explicação de crescimento do Euromercado através de déficits do Balanço de Pagamentos Americano e conclui que o mercado por possuir a possibilidade de criar crédito, estaria gerando tensões inflacionárias mundiais.

Klopstock⁽¹⁾, ao comentar a posição de Friedman, reconhece a possibilidade de criação de crédito no Euromercado, mas argumenta que Friedman coloca essa criação em termos potenciais, não investigando as possibilidades reais. Para Klopstock, seria necessário analisar os processos de "vazamentos" do Euromercado, pois, aí residiria a diferença fundamental entre o Sistema Financeiro Nacional e o Internacional. Considera que uma pequena parte dos recursos derivados de créditos em euromoedas é redepositada no Euromercado. Ao analisar a carteira de ativos dos eurobancos, destaca as várias aplicações em bancos que operam na Ásia e na América Latina, os quais destinariam os empréstimos obtidos para saldar compromissos comerciais com os Estados Unidos ou com outros países; a conversão de saldos de euromoedas em moeda local, dada a íntima ligação com o mercado de divisas; ou o retorno dos recursos para o mercado de origem da euromoeda. Assim, apesar de haver possibilidade de o Euromercado ampliar po

1 KLOPSTOCK, F.H., op. cit., p. 122.

tencialmente o crédito, via multiplicador, isto realmente não se daria em virtude dos inúmeros vazamentos existentes.

O crescimento do Euromercado, para Klopstock, teria sua explicação no papel dos Bancos Centrais, que por razões de política monetária nacional ou internacional, estariam a limentando esse mercado através do depósito de suas reservas nos eurobancos.

3.3.6.2. Processo Piramidal de Depósitos Interbancários

O processo piramidal de depósitos interbancários (intermediação financeira) seria o responsável pela criação de crédito e pela conseqüente ampliação do Euromercado.⁽¹⁾ Partindo do depósito inicial, seria estabelecida uma cadeia entre bancos, onde cada banco participante, a título de precaução, manteria uma parte do depósito como reserva, emprestando o restante para outro banco, e assim sucessivamente até atingir o tomador final. O número de operações deste tipo teria seu limite no diferencial entre a taxa de juros paga no depósito inicial e a taxa cobrada do prestatário final.

A cada elo acrescido à cadeia interbancária, associase um risco específico, e à medida que esta corrente é ampliada, a qualidade e o tamanho dos bancos vão-se reduzindo, sendo que os últimos a entrar no processo seriam os que somente poderiam obter recursos pagando elevado custo. Concluindo, o risco torna-se crescente na proporção em que a cadeia interbancária se amplia.

1 MCKENZIE, G., op.cit., p.78-80.

Este processo possui, portanto, uma instabilidade intrínseca decorrente, por um lado, da tendência à redução da reserva de precaução à medida que a corrente se amplia, uma vez que os agentes bancários procurariam compensar a elevação do custo do empréstimo através do aumento do volume a ser repassado. Por outro lado, a corrente interbancária, ao se estender, implicaria prazos mais dilatados de vencimento dos depósitos e/ou riscos crescentes associados a cada depósito sucessivo, o que resultaria em um passivo de alta liquidez para um ativo progressivamente menos líquido.

Assim, quanto mais ampla for a corrente, menor será o empréstimo concedido a entidade não-bancária e portanto menor interferência na atividade real da economia. Em outras palavras, o Euromercado teria um segmento muito significativo de operações interbancárias, que acabariam por "inchar" a dimensão do mercado, sem interferir diretamente no setor real da economia. Estas operações, no entanto, são extremamente desestabilizadoras e mantêm o sistema equilibrado sobre o fio de uma navalha.

3.3.6.3. Alexander K. Swoboda: uma proposta de multiplicador de crédito para o Euromercado

Este autor, no artigo, *The Euro-dollar Market: an interpretation*⁽¹⁾ procurou construir um multiplicador de crédito mais geral, considerando o caráter específico do processo interbancário no Euromercado.

1 SWOBODA, A.K. *The euro-dollar market: an interpretation. Essays in International Finance*, Princeton, Princeton University, nº 64, feb. 1968.

Seja M o depósito inicial, e supondo que os euroban-
cos emprestam uma determinada porcentagem dos depósitos obti-
dos. O processo piramidal interbancário iniciado por M , até
alcançar um empréstimo para entidade não-bancária, pode ser
expresso;

$$M (1+b+b^2+\dots+b^m), \text{ onde}$$

M =depósito inicial

b =coeficiente marginal de depósito

m =número de instituições financeiras

A entidade não-bancária do fim do primeiro ciclo des-
se processo, teria recebido como empréstimo: Mb^m . Supondo-se
que parte desse empréstimo voltasse para os eurobancos, ou
seja:

$$Mdb^m \quad \text{onde}$$

d =coeficiente de redepósito

Tendo sido depositado Mdb^m , um segundo processo pira-
midal teria início:

$$Mdb^m (1+b + b^2 + \dots + b^m)$$

Essa corrente estaria novamente quebrada quando a
emésima instituição financeira emprestasse para um agente
não-bancário. O total desse empréstimo seria $Md(b^m)^2$.

Se parte deste empréstimo retornasse para os eurobancos, um terceiro processo piramidal se iniciaria, agora tendo $M(db^m)^2$ como depósito inicial.

O enésimo processo piramidal, gerado pelos redepósitos das entidades não-bancárias seria expresso:

$$M [1+b^m d+(b^m \cdot d)^2 + \dots + (b^m \cdot d)^n]$$

Quando n tender para infinito teria-se

$$\lim_{n \rightarrow \infty} M [1+b^m d+(b^m \cdot d)^2 + \dots + (b^m \cdot d)^n] =$$

$$= \frac{1}{1-b^m d}$$

O multiplicador de crédito do Euromercado, para Swoboda, seria:

$$K = \frac{1}{1-b^m d}$$

Nesta construção, o autor considerou constantes: o número de instituições financeiras(m) que participam de cada processo piramidal; o coeficiente de retenção, a título de reserva de precaução (1-b) de cada instituição financeira; o coeficiente de redepósito(d) de cada entidade não-bancária.

Em relação a este modelo, podem-se tecer comentários técnicos a respeito da oportunidade de se considerar constantes, por exemplo, o número de instituições financeiras que

participam do processo piramidal ou o coeficiente de redepósito e de retenção para reservas de precaução. Dadas as características do Euromercado, este modelo não estaria sendo muito fiel ao que ocorre na realidade.

Na mesma linha de discussão adotada por Friedman, Klosspotch, e Swoboda, há também a interpretação de Clendenning⁽¹⁾, para quem os redepósitos dos bancos centrais são fundamentais no processo de geração de crédito no Euromercado. Clendenning constrói um multiplicador de crédito levando em consideração o depósito inicial (M) em euromoedas; o coeficiente de transformação de um depósito em euromoedas em moeda local (g); e o coeficiente de depósito de reservas do Banco Central de um país, no Euromercado (h).

$$\text{Total de depósitos} = M (1 + hg + hg^2 + \dots + hg^n)$$

ou

$$K = \frac{1}{1 - hg} \quad \text{Quando } n \rightarrow \infty$$

Também nesse caso, os coeficientes h e g são supostamente fixos, mas pode-se pensar que uma elevação na taxa de juros do Euromercado faria com que os Bancos Centrais aumentassem a porcentagem de suas reservas depositadas nesse mercado.

1 CLENDENNING, E.W. Euro-dollars and credit creation. International Currency Review, local, n.3, mar.abr. 1971.

3.3.6.4 O Conceito de Multiplicador Bancário de um Sistema Nacional e sua Aplicação no Euromercado

Há autores, como Andrew Crockett⁽¹⁾, que apesar de considerarem a utilização do conceito de multiplicador pertinente para sistemas econômicos nacionais, questionam sua oportunidade no caso do Euromercado.

Crockett considera que a aplicação do conceito de multiplicador para um sistema bancário exige duas características institucionais:

- a) a relação entre reservas e depósitos bancários deve tender a se manter fixa;
- b) o volume de recursos disponíveis como reserva, deve estar sob controle de alguma autoridade monetária.

Essas são as características típicas de uma economia nacional, possibilitando um comportamento estável do coeficiente de reservas e a conseqüente utilização do conceito de multiplicador de crédito.

No caso do Euromercado, essas condições não estariam presentes, o que tornaria incompatível a utilização do conceito de multiplicador de crédito. No entanto, o autor acredita que os eurobancos possam criar crédito, mas não concordam em analisar esse processo mediante o conceito de multiplicador usado para sistemas bancários nacionais.

1 CROCKETT, A.D. The eurocurrency market: an attempt to clarify some basic issues. FMI Staff papers, 23(2): 375-386, jul. 1976. INTERNATIONAL money: issues and analysis. New York, Academic press, 1977. cap. 10.

Helmut Mayer⁽¹⁾, também concorda com a utilização do multiplicador de crédito para sistemas nacionais, mas não vê sentido em aplicá-la no caso do Euromercado. A razão alegada é a estreita ligação entre o mercado financeiro internacional e os domésticos. Dada essa ligação, os eurobancos estariam muito sujeitos às oscilações dos mercados domésticos sendo, portanto, difícil estabelecer coeficientes de reddepósitos constantes, o que resultaria na existência de um multiplicador muito instável e com pouco poder analítico.

Ainda na linha de Crockett e Mayer, J. Hewson e A. Sakakibara⁽²⁾, partindo da constatação de que não seria conveniente trabalhar com coeficientes fixos para um multiplicador de crédito no Euromercado, elaboraram um modelo que considerava as especificidades do Euromercado. Um traço característico desse mercado, para os autores citados, seria a grande competitividade, o que condicionaria a atuação dos tomadores e emprestadores mediante uma carteira de títulos.

A base teórica do modelo de Hewson e Sakakibara é a argumentação desenvolvida por James Tobin⁽³⁾. Esse afirma que em sistema livre de regulamentações e competitivo não se encontram as condições necessárias para aplicação do meca

1 MAYER, H. Credit and liquidity creation in the international banking sector. BIS economic papers, Brasília, n. 1, nov. 1979.

2 HEWSON, J. & SAKAKIBARA, E. The euro-dollar deposit multiplier: a portfolio approach. FMI Staff papers, n.22, mar.1975.

3 TOBIN, J. Commercial banks as creators of money: In: CARSON, D., ed. Banking and monetary studies. s.n.t.

nismo multiplicador de crédito. Segundo Tobin, a principal condição para que se verifique o processo de multiplicação de crédito é a presença de regulamentações para o sistema bancário. As regulamentações devem fixar limites para taxas de juros sobre depósitos e requisitos sobre as reservas. O Euromercado se enquadraria nessa situação onde os eurobancos seriam apenas intermediários financeiros, não se justificando, assim a utilização do conceito de multiplicador.

O modelo alternativo parte do pressuposto de que deve haver um equilíbrio geral entre duas regiões: Estados Unidos e "Europa", esta compreende todos os demais países que atuam no Euromercado. Supondo ainda que os eurobancos atuassem somente como intermediários financeiros e dado o grau de competitividade do mercado, esses bancos obteriam, como rendimento, uma margem constante sobre depósitos e empréstimos em eurodivisas; os Bancos Centrais europeus manteriam um coeficiente fixo (c) de suas reservas (R) como depósitos no Euromercado.

Assim,

$$c.R + \sum_{i=1}^n D_i = \sum_{i=1}^n L_i \quad (1)$$

Onde

D_i = demanda por depósitos em eurodólares pelo país i

L_i = demanda por empréstimos em eurodólares pelo país i

Dado que:

$R = c.R + \text{déficit acumulado Balanço de Pagamentos Americano-B.P. EUA.}$

$$R = \frac{1}{1 - c} \times \text{B.P. EUA} \quad (2)$$

Substituindo a equação (3) em R na eq. (2):

$$\frac{c}{1-c} \text{B.P. EUA} + \sum_{i=1}^n D_i = L_i \sum_{i=1}^n \quad (3)$$

Se houver uma variação exógena (h) no tamanho do mercado, gerada, por exemplo, por depósito de Banco Comercial americano no Euromercado, haveria mudança da curva da demanda para a direita, o que equivaleria a uma elevação no volume de recursos a serem emprestados no Euromercado. Haveria assim a necessidade de diminuir a taxa de juros para que o sistema voltasse ao equilíbrio.

Definindo-se o tamanho do Euromercado (S) como o volume total de depósitos, o multiplicador (K) poderia ser expresso:

$$K = \frac{dS}{dh}$$

$$\frac{dS}{dh} = \frac{1}{1-c} + \left(\frac{d D_i}{d r_{ed}} + \frac{c}{1-c} \cdot \frac{d \text{B.P. EUA}}{d r_{ed}} \right) \frac{d r_{ed}}{dh}$$

onde:

r_{ed} = Taxa de juros sobre depósitos em eurodólares.

Como conclusão, os autores indicaram que o multiplicador construído para o Euromercado estaria situado próximo da unidade, isto é, o crescimento dos depósitos acompanharia a magnitude dos influxos primários, no caso do exemplo anterior, um depósito de um Banco Comercial americano. Assim sendo, pode-se inferir que esse mercado estaria funcionando como distribuidor da expansão monetária de um ou mais países, o que ressalta o caráter interdependente dos mercados.

3.3.6.5. Uma Interpretação Keynesiana: Bernard Schmitt

Bernard Schmitt apresenta uma interpretação Keynesiana sobre o processo de crescimento do Euromercado.⁽¹⁾

O autor inicia a discussão sobre o aparecimento e posterior crescimento dos eurodólares afirmando que "como todo multiplicador em ciência (econômica), o multiplicador do eurodólares é logicamente igual à unidade"⁽²⁾. A criação de dólares ou de qualquer outra moeda só pode ser feita pelo sistema bancário nacional.

Schmitt revê a teoria do multiplicador de Keynes e conclui que este coeficiente (K) é exato, conhecido e inva-

1 SCHMITT, B. Teoria unitária da moeda. São Paulo, Melhoramentos/Ed. da USP, 1978.

Switzerland, Ed. Castella, 1972.

2 SCHMITT, B. Teoria unitária da moeda. São Paulo, Melhoramentos/Ed. da USP, 1978, p.143.

riável, isto é, $K=1$.⁽¹⁾ A principal premissa para chegar a esta afirmação, é a definição de demanda efetiva. Há que se fazer uma distinção entre a demanda virtual e a real. A primeira é composta pela expectativa dos gastos em consumo e investimento, independentemente da oferta, compondo o trecho imaginário da curva da demanda agregada. A demanda só se torna real no ponto onde a expectativa dos gastos de consumo e de investimento coincide com a oferta agregada.

A cada período, os bancos concederiam um determinado montante de crédito fixo para as firmas. Durante o tempo lógico do circuito não haveria ampliação da quantidade de moeda e, portanto, o multiplicador de crédito seria igual a um.

Ao desenvolver sua teoria monetária da produção, Schmitt elabora o conceito de circuito monetário. O circuito é a definição da economia monetária, pois a moeda, sendo um ativo/passivo, só pode ser usada circularmente. Toda transação monetária constitui a metade de uma transação real, seja uma compra ou uma venda, e deve ser completada pela transação inversa.

O princípio da demanda efetiva implica que todo produto deva reaver a moeda injetada no processo de produção, sendo esta a passagem da moeda nominal para a moeda real. Em outras palavras, os bancos criam a moeda nominal, mas a moeda real é criada pelas firmas, através do processo de produ-

1 SCHMITT, B. Macroeconomic theory: a fundamental revision. Switzerland, Ed. Castella, 1972

ção. Mais precisamente, a transformação da moeda nominal em real é feita através do pagamento da massa salarial, ou seja, a moeda converte-se em poder de compra através da produção real.

Schmitt estipula uma hierarquia para a moeda nominal:

- a) Moeda de primeiro grau: criada pelo Banco Central, representa o momento da passagem do nada ao zero; o banco cria um crédito sobre si mesmo e o empresta, estabelecendo-se aí uma relação de débito/crédito, positivo/negativo ou de ativo/passivo. O poder de compra da moeda de primeiro grau é nulo.
- b) Moeda de segundo grau: prerrogativa dos bancos secundários, a moeda de Banco Central ou de grau superior possibilita os pagamentos dos saldos interbancários. Possibilita também a produção, pois são esses bancos secundários que provêm de crédito às firmas.
- c) Moeda de terceiro grau: enquanto as moedas de primeiro e segundo graus aparecem na economia nacional, as de terceiro grau são própria da economia internacional. Os pagamentos internacionais só poderiam ser financiados através de moeda internacional, emitida por um banco supranacional.

O autor estabelece a equivalência entre os produtos e a moeda nacional através do circuito monetário.⁽¹⁾ Para fixar a equivalência entre a moeda nacional e a moeda interna-

1 SCHMITT, B. Teoria unitária da moeda. São Paulo, Melhoramentos/Ed. da USP, 1978, p. 47-77.

cional, seria necessário a existência de um circuito monetário internacional. Esse circuito deve estar apoiado nos circuitos nacionais, pois o circuito monetário supõe a produção.

Teoricamente, haveria necessidade de existir um Banco Central Supranacional (Novo Fundo Monetário Internacional), que emitisse uma moeda internacional (\$i-dólar internacional), a qual representasse, para as moedas nacionais, o que estas constituem para os produtos: a moeda internacional seria o padrão das moedas nacionais, este entendido como medida numérica e não como dimensão do valor.

Na realidade, não existe até o momento esta moeda internacional, nem o banco supranacional. A utilização do dólar como moeda nacional e internacional seria a causa dos desequilíbrios monetários mundiais.

Quando uma moeda de primeiro grau é também de terceiro grau, são geradas pressões inflacionárias. A moeda de primeiro grau é um falso pagamento, pois é uma dívida que ainda não corresponde a um produto.

A massa de dólares, por exemplo, existente no Euromercado, "só pode ser atribuída ao déficit acumulado do Balanço de Pagamentos americano"⁽¹⁾. Neste sentido, o Euromercado é considerado uma grave anomalia: uma parte das compras americanas não é paga, isto é, os Estados Unidos, utilizando o privilégio de ser o detentor da "moeda-chave" não paga a totalidade de suas compras.

1 SCHMITT, B. Teoria unitária da moeda São Paulo, Melhoramentos/Ed. da USP, 1978, p. 143.

"E la nave va ..."

Federico Fellini

4. O DESENVOLVIMENTO DO EUROMERCADO

Pretendeu-se neste capítulo traçar as linhas gerais da evolução do Euromercado: de sua origem, no final dos anos 60, até a crise dos países devedores, em 1982.

A periodização por décadas foi feita com o objetivo de simplificar a exposição. Entretanto, nos anos 70 e no início da década de 80, é possível marcar momentos bem distintos no desenvolvimento do Euromercado.

A entrada, por exemplo, de tomadores considerados de segunda classe, nos primeiros anos da década de 70, alterou substancialmente o perfil do mercado, isto porque estes buscavam recursos para investimentos de maturação mais demorada. O mercado, que na década de 60 apresentava uma estrutura equilibrada de ativo e passivo, passou a apresentar diferenças significativas de "timing" entre os depósitos e as aplicações. Com a alteração dos preços relativos de importantes "commodities" no mercado internacional, em 1973, o Euromercado passou a desempenhar o papel de compensador dos desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos, tendo havido, então, nova e fundamental alteração nesse mercado.

É interessante ressaltar a rapidez e flexibilidade com que esse mercado reagiu às várias transformações da Economia Internacional, ocorridas ao longo do período analisado.

Finalmente, procurou-se analisar a crise dos países devedores ou os chamados tomadores de segunda classe e sua repercussão sobre o Euromercado.

4.1. Os Anos Iniciais do Mercado: A Década de 60

O período inicial de desenvolvimento do Euromercado (década de 60), foi marcado por rápido e surpreendente crescimento. O trabalho pioneiro de Paul Einsig⁽¹⁾, de 1964, procurava explicar a natureza e o desenvolvimento desse sistema. O Boletim Trimestral do Banco da Inglaterra, de julho de 1964, dedicou pela primeira vez um artigo sobre esse mercado, centrando a análise na estrutura de ativo/passivo em moeda estrangeira dos bancos localizados em Londres.

Para os anos do final da década de 50 e início dos anos 60, os dados estatísticos são escassos. Mesmo assim, através da Tabela 14, pode-se notar o crescimento vertiginoso desse mercado.

A partir de 1963, o BIS passou a coletar informa es e a public -las periodicamente em seu boletim anual. O Boletim Trimestral do Banco da Inglaterra, a partir de 1964, também passou a veicular informa es sobre as opera es em moeda estrangeira realizadas pelos bancos situados em Londres. Tendo sido Londres o principal centro das finanças internacionais, nas décadas de 60 e 70, as informa es do Banco da Inglaterra são extremamente relevantes para a análise do mercado como um todo.

1. EINZIG, P. The euro-dollar system: practice and theory of international interest rate. 5 ed. London, Macmillan, 1973

As principais causas para o impressionante crescimento do mercado durante a década de 60 foram:

a) o mercado foi capaz de operar com margem reduzida, entre os recursos captados e os empréstimos concedidos, margem esta muito inferior às obtidas pelos sistemas bancários nacionais. As razões para tanto residem na ausência de regulamentações para as operações nesse mercado, na possibilidade de se trabalhar com depósitos a prazos reduzidos (time-deposits), e no volume elevado das operações realizadas;

b) o mercado não sofreu restrições cambiais, pois desde a fixação da convertibilidade das moedas européias (EMA-1958) a liberdade cambial favoreceu sua expansão.

Como reflexo das condições favoráveis de atuação nesse mercado, o número de instituições que transacionavam com moedas estrangeiras em Londres passou de 132, em 1963, para 293, em 1969⁽¹⁾. A taxa de crescimento das operações flutuou de ano para ano, mas manteve-se bastante acelerada ao longo do período. Os anos de maior crescimento coincidiram com as fases de restrição de crédito nos Estados Unidos. (Tabela 14)

1. *BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN*, v.10, n.1, mar. 1970.

Tabela 14 - TAXA DE CRESCIMENTO NOMINAL E REAL DO EUROMERCADO
1959/70

(Em percentagem)

ANO	TAXA DE CRESCIMENTO NOMINAL		TAXA DE CRESCIMENTO REAL	
	Valor Bruto	Volume Líquido	Valor Bruto	Volume Líquido
1959	-	66,67	-	66,54
1960	-	40,00	-	39,39
1961	-	14,29	-	14,15
1962	-	32,50	-	30,77
1963	-	32,08	-	31,74
1964	-	28,57	-	27,22
1965	16,67	38,89	15,36	37,55
1966	28,86	16,00	26,74	15,54
1967	27,78	24,14	24,15	20,72
1968	47,83	38,89	43,77	35,08
1969	67,76	76,00	60,22	68,32
1970	31,58	29,55	24,83	22,98

FONTE: BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Annual Report,
vários números.

4.1.1 Fontes de Fundos

Na sua primeira fase de expansão (1958-69), os principais depositantes no Euromercado foram os Bancos Centrais europeus e japoneses, os bancos comerciais e outros agentes financeiros, as empresas internacionais e, eventualmente, investidores privados.

As estatísticas disponíveis para análise dos investidores iniciais do Euromercado são limitadas, mas, em 1969, por exemplo, de acordo com informações publicadas pelo BIS⁽¹⁾, aproximadamente 70% do total dos depósitos do Euromercado procediam do setor bancário. Na realidade, esta informação é insuficiente para se detectar, com precisão, a origem desses depósitos. A Tabela 15 possibilita analisar os depósitos feitos nesse circuito de crédito internacional na praça de Londres.

A análise da distribuição geográfica dos depósitos em moedas estrangeiras nos bancos localizados na Inglaterra permite que se situe o país de onde os fundos provêm, mas não o país detentor do recurso, pois poderia tratar-se de um redépósito. Os países da Europa Ocidental respondiam por mais de

1. BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Annual report*. S.L., 1968-1969. p. 149.

50% dos depósitos nos eurobancos situados em Londres, no período 1963-69. Dentre esses países, a Suíça se destacava como maior depositante, provavelmente pelo fato de estarem incluídos os depósitos do BIS. O grande crescimento dos depósitos dos países europeus no Euromercado deveu-se em grande parte ao diferencial nas taxas de juros dos mercados domésticos em relação a esse mercado. Os depósitos provenientes dos Estados Unidos e do Canadá mantiveram-se estabilizados em torno de 12% e 10%, respectivamente do total dos depósitos.

4.1.2. Uso de Fundos

Os bancos comerciais americanos lideraram o processo de concessão de créditos no Euromercado. As restrições creditícias americanas, aliadas às necessidades de financiamento aos investimentos estrangeiros das grandes empresas dos Estados Unidos, explicam a participação majoritária das filiais dos bancos americanos na concessão desses empréstimos nessa década.

Os empréstimos destinados ao Japão tiveram crescimento acelerado até 1968, mantendo-se praticamente no mesmo nível em 1969. (Tabela 15).

A América Latina, principalmente o México, também ampliou bastante sua participação na tomada de empréstimos no Euromercado, sobretudo após 1967, tendo passado de depositante líquida a tomadora líquida.

Tabela 15 - DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DOS ATIVOS E PASSIVOS DOS EUROBANCOS NA INGLATERRA⁽¹⁾
1963-69

Em percentagem

DISCRIMINAÇÃO	P A S S I V O S							A T I V O S						
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
EUROPA OCIDENTAL	50,44	47,59	54,90	56,36	55,07	54,93	56,36	54,57	51,66	46,26	38,35	33,20	30,40	29,71
- França	3,83	5,43	6,27	6,90	7,05	6,17	6,16	6,47	5,35	4,49	3,50	3,16	3,42	4,65
- Alemanha	2,81	2,35	3,25	2,73	6,05	4,71	3,69	9,15	11,19	9,85	8,07	4,94	5,64	5,38
- Itália	6,02	5,49	10,37	9,39	7,39	9,28	8,26	14,83	10,52	8,48	6,45	4,37	4,07	5,13
- Suíça (inclui BIS)	20,86	17,08	19,46	22,12	18,80	18,52	21,91	3,85	3,81	4,90	3,50	3,70	4,07	3,77
- Outros	17,42	17,24	15,55	15,22	15,78	16,25	16,34	20,27	20,79	18,54	16,83	17,03	13,20	10,78
ESTADOS UNIDOS	11,88	11,42	9,14	11,63	13,42	15,69	10,62	22,87	26,75	29,04	41,12	39,07	43,02	46,81
Canadá	10,39	15,29	8,01	6,66	7,39	7,08	9,07	2,92	1,60	2,78	3,24	3,32	2,84	2,23
Japão	0,31	0,39	0,47	0,37	0,37	0,36	1,06	10,02	11,13	10,56	8,23	10,31	9,78	5,63
América Latina	5,23	5,04	4,71	4,50	4,59	3,87	4,80	2,29	1,85	3,84	2,68	4,05	4,81	5,11
Oriente Médio	10,31	8,90	10,13	7,79	5,27	3,30	2,39	1,34	1,91	2,12	1,62	1,99	1,74	1,08
Outros (2)	10,94	11,37	12,64	12,69	13,89	14,77	15,70	5,99	5,10	5,40	4,76	8,06	7,41	9,43
<u>T O T A L</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN, V.10, nº 1, mar. 1970.

(1) Retornos mensais de Ativos e Passivos Externos apurados no final de cada ano.

(2) Inclui outras áreas, organizações não territoriais e não alocado.

No período em análise, os Estados Unidos foram tomadores líquidos, assim como o Japão, ainda que este operasse em escala mais reduzida. Os países do oeste europeu, ao contrário, foram depositantes líquidos ao longo do período, exceto em 1963. Da mesma forma, o Canadá também forneceu fundos líquidos para o Euromercado nesse período.

4.1.3. Maturação dos Fundos

O período dos depósitos e empréstimos no Euromercado varia de um dia até 5 anos ou mais. Ressalte-se que não estão aqui considerados os chamados eurobônus ou o segmento de longo prazo do mercado.

Os dados disponíveis possibilitam que seja analisada a relação ativo/passivo dos bancos ingleses, americanos e outros bancos estrangeiros sediados em Londres para os anos de 1968 e 1969. (Tabela 16)

Como se pode verificar, as operações de curtíssimo prazo (até 2 dias) apresentaram a maior desproporção entre ativo/passivo. Os dados para o ano de 1969 evidenciam que os bancos americanos foram os maiores responsáveis por esta diferença. A explicação provável é que esses bancos emprestaram a prazo mais curto para os mercados interbancários e outros e tomaram recursos a prazos mais dilatados.

Para o mercado em geral, tanto as operações de tomada

Tabela 16 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DO TOTAL DE BANCOS⁽¹⁾
1968-69

DISCRIMINAÇÃO	Em percentagem					
	MENOS DE 8 DIAS	8 DIAS- 3 MESES	3 MESES- 1 ANO	1 ANO- OU MAIS	TOTAL	
					1969	1968
PASSIVO						
- Bancos Ingleses	14,69	52,79	26,86	5,66	30,99	35,27
- Bancos Americanos	18,51	58,97	20,23	2,29	56,07	48,26
- Outros Bancos	8,29	61,24	25,55	4,92	12,94	16,47
TOTAL (1969)	16,01	57,34	22,97	3,68	100,00	100,00
TOTAL (1968)	13,90	56,39	25,12	4,59	100,00	100,00
ATIVO						
- Bancos Ingleses	11,87	51,68	24,32	12,13	31,24	35,49
- Bancos Americanos	38,92	37,94	17,26	5,88	55,83	48,26
- Outros Bancos	15,58	51,70	21,96	10,76	12,93	16,25
TOTAL (1969)	27,45	44,02	20,08	8,45	100,00	100,00
TOTAL (1968)	21,09	44,03	21,69	13,19	100,00	100,00

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN. vol.10, nº 1, mar.1970, p. 46-47.
(1) Bancos situados em Londres que operavam no Euromercado.

como as de concessão de crédito concentraram-se no curto prazo (até 3 meses). Assim, dos empréstimos concedidos, 73% tiveram prazo de até 3 meses, contra 71% de recursos captados neste mesmo prazo. Este fato não só indica a concentração das operações no curto prazo, mas também evidencia o equilíbrio entre as operações de ativo/passivo do Euromercado nesta fase inicial.

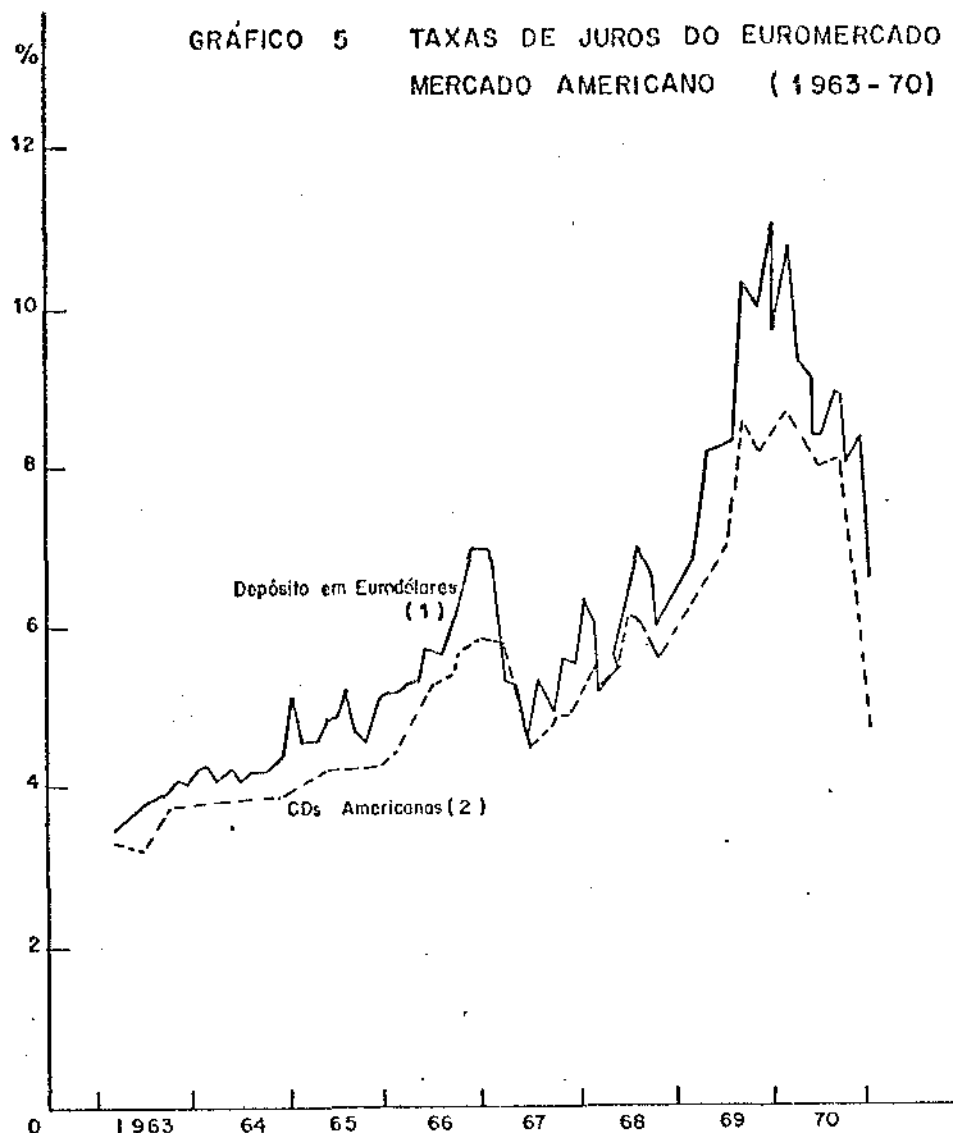
4.1.4. Taxas de Juros

A taxa de juros para depósitos de 3 meses no Euromercado, após ter permanecido estável até 1963, no nível de 4 1/2% ao ano, apresentou tendência à elevação nos anos seguintes da década de 60. Acredita-se que esta elevação deveu-se à política monetária restrita dos Estados Unidos, principalmente a partir de 1968. A taxa para 3 meses subiu de 6% ao ano em agosto de 1968, para 13% ao ano, em junho de 1969. No final desse mesmo ano, declinou para 10% ao ano. Estas oscilações podiam ser consideradas, até então, sem precedentes na história financeira moderna.

Foram escolhidos os certificados de depósitos a prazo, negociáveis no mercado americano, por serem considerados os papéis mais próximos aos eurodólares⁽¹⁾. A taxa de juros pa-

1. CLENDENNING, W. E. The euro-dollar market. Oxford, Clarendon press, 1970. p. 84-86.

GRÁFICO 5 TAXAS DE JUROS DO EUROMERCADO E DO MERCADO AMERICANO (1963-70)



(1) 3 meses

(2) 60/89 dias

Fonte: MENDELSON, M.S. - Money on the move, the modern international capital market, New York, McGraw-Hill, 1980, p. 30.

ra depósitos de eurodólares por 3 meses manteve-se ligeiramente acima da taxa que remunerava os certificados de depósitos americanos por mesmo período, o que mostra a vantagem, já assinalada, dos eurobancos, os quais podem oferecer taxas melhores, dada a isenção de regulamentos existentes no Euromercado.

A taxa de juros para 3 meses do Euromercado e a taxa para igual período no mercado americano tiveram trajetória semelhante nos anos em análise. (Gráfico 5)

4.1.5. Desenvolvimento do Mercado de Longo Prazo: Eurobônus

O segmento de curto prazo — euromoedas — foi pioneiro no desenvolvimento do Euromercado. No entanto, uma vez que, principalmente na Europa, se estabeleceu um mercado para transacionar papéis de curto prazo em moeda estrangeira, estava aberta a possibilidade de negociar títulos de maturação mais longa.

O que diferencia o mercado de eurobônus do tradicional mercado de bônus para estrangeiros é o fato de que, no primeiro caso, bônus são vendidos simultaneamente em vários centros financeiros, geralmente, através de um grupo internacional de bancos. Já, no segundo caso, bônus são vendidos para investidores estrangeiros em um determinado mercado de capitais doméstico, através de banco(s) exclusivamente nacional(is).

No início dos anos 60, a praça de Nova Iorque era o centro de emissão de bônus internacionais. As empresas privadas internacionalizadas, governos estrangeiros e instituições internacionais usavam o mercado americano para o lançamento de títulos, pois consideravam o melhor local para venda desses papéis.

As instituições financeiras européias, para fazer frente à concorrência do mercado de Nova Iorque, desenvolveram novas técnicas para lançamento e subscrição de bônus. A principal dessas técnicas foi a formação de sindicatos financeiros

Internacionais, que possuíam condições de atingir um número maior de investidores. A técnica de emissão de bônus internacional através de consórcio ou sindicato é a seguinte: o(s) banco(s) administrador(es) convida(m) vários outros bancos e instituições financeiras, para venderem parte dos títulos aos seus respectivos clientes a preço de emissão. Assim, um grupo de subscritores é formado e normalmente toma parte das operações de venda. Ainda assim, até 1963, o volume de títulos transacionados nas praças européias era muito inferior ao de Nova Iorque (1).

O impulso fundamental para o desenvolvimento do segmento de longo prazo do Euromercado foi o "fechamento" do mercado de Nova Iorque para tomadores de recursos de maior tempo de maturação, dos países desenvolvidos. O estabelecimento, em julho de 1963, da Interest Equalization Tax - IET, já analisado no capítulo 3 deste trabalho, fez com que o volume de ações transacionados em Nova Iorque caísse de U\$ 569 milhões, em 1963, para U\$ 26 milhões, em 1964. Londres voltou a ser o principal centro do mercado de capitais internacional. As medidas restritivas do Governo dos Estados Unidos, para financiamento dos investimentos diretos das empresas americanas, tomadas a partir de 1965, também tiveram um papel importante no período (Tabela 17).

As empresas americanas lideraram o segmento de longo prazo do Euromercado até 1968, quando o Governo da Alemanha Ocidental procurou atrair investidores internacionais para seu mer

1 No mercado de Nova Iorque eram transacionados 75% dos títulos internacionais de longo prazo. Ver:

BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN, 10 (3): 295, Sept. 1970.

Tabela 17 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE EUROBÔNUS

1963-69

(US\$ milhões)

EMISSÃO DE BÔNUS INTERNACIONAIS	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
SEGUNDO PRESTATÁRIO							
- Estados Unidos	9	-	341	629	598	2 232	1 255
- Inglaterra	16	15	48	52	74	149	284
- Japão	59	199	35	-	-	194	246
- Canadá	-	-	-	-	-	101	308
- Europa Ocidental	247	493	535	516	945	855	1 231
- Organismos Internacionais	73	224	198	284	234	445	291
- Resto do Mundo	160	105	141	144	437	417	308
T O T A L	564	1 036	1 298	1 639	2 288	4 398	3 923
SEGUNDO MOEDA DE EMISSÃO							
- Dólar	81	530	639	868	1 666	2 458	1 730
- Marco Alemão	40	269	325	326	193	1 319	1 681
- Franco Suíço	185	94	88	105	157	331	298
- Libra Esterlina	143	67	63	56	102	36	66
- Outras Moedas	115	76	183	284	170	254	148
T O T A L	564	1 036	1 298	1 639	2 288	4 398	3 923

FONTE: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - Annual Report - vários números.

cado de capitais. Assim, de um volume de US\$ 200 milhões de ações denominadas em marcos alemães, em 1967, passou-se para US\$ 1.320 milhões, em 1968, e praticamente se igualou ao volume de ações denominadas em dólares em 1969 (em torno de US\$ 1.700 milhões). A política alemã de incentivar a exportação de capital de longo prazo tinha surtido efeito.

Em relação às fontes e usos nesse segmento, devido à falta de informações disponíveis, há dificuldade de identificá-los. Provavelmente, uma parte considerável dos recursos levantados pelas empresas americanas nesse mercado foi utilizada para investimentos em vários pontos do mundo.

A formação de um mercado secundário para os eurobônus era tida como pré-requisito para seu crescimento. Neste sentido, em 1968 criou-se um sistema de compensação, denominado Euroclear, que deveria centralizar informações sobre as transações com os eurobônus.

Ainda no final dos anos 60, o mercado de médio prazo - eurocréditos - começou a ser ativado, através da emissão de notas promissórias (3 anos a 10 anos) pelos eurobancos. Havia necessidade de se desenvolver este segmento do mercado, o qual, a partir de então, passou a operar no curto prazo, através do mercado de euromoedas, no médio prazo, através do mercado de eurocréditos e no longo prazo ou no mercado de eurobônus.

4.2 O Euromercado na Década de Setenta: Crise e Cristalização do Sistema

Na década de 60, o Euromercado teve seu crescimento marcado pela política dos Bancos Centrais europeus e japoneses, de efetuar redepósitos de suas reservas em dólares através do BIS, e pela disputa das filiais dos Bancos americanos por fundos fora dos Estados Unidos. Nos anos 70, a crise no Sistema Monetário Internacional e a alteração brusca nos preços relativos de importantes "commodities", de modo especial o petróleo, propiciaram modificações fundamentais no Euromercado.

4.2.1 Crise no Sistema Monetário Internacional e o Euromercado

No início da década de 70, os Estados Unidos implementaram uma política monetária expansionista, com o objetivo de reverter o descenso da atividade econômica doméstica e reduzir o nível de desemprego. Do ponto de vista institucional, as autoridades monetárias americanas procuravam abrandar as restrições impostas ao mercado financeiro ao longo da década de 60.

Desta forma, os bancos americanos com filiais estrangeiras já não necessitavam tanto dos fundos captados no Euromercado, visto que possuíam condições mais competitivas para a captação de recursos no mercado interno.

Por outro lado, a política monetária dos principais países da Europa Ocidental pautava-se pela redução da oferta monetária

ria, procurando assim combater um processo inflacionário que se acelerara desde o final da década de 60. A Alemanha Ocidental, através do Bundesbank, implementava uma política monetária austera, tendo elevado, para seu sistema bancário, a taxa de redesconto.

A combinação de uma política monetária menos rígida nos Estados Unidos com a austeridade da política européia propiciou a canalização de fluxos de capital para a Europa (Alemanha). A ampliação dos diferenciais de taxa de juros existentes nos vários mercados domésticos possibilitou a transferência internacional de fluxos de capital. O Euromercado, com uma estrutura de taxas de juros mais favoráveis, foi o principal canalizador desses fundos. Através do estabelecimento de reservas sobre os passivos bancários em moeda estrangeira, os Bancos Centrais, principalmente o Bundesbank, procuravam controlar o movimento de capitais. Todavia, não foi possível impedir o crescimento do endividamento de empresas não-bancárias no Euromercado. As empresas alemãs, por exemplo, obtiveram US\$ 4 bilhões de financiamentos no Euromercado em 1970 (1).

A existência do Euromercado inviabilizou tanto a política monetária americana como a dos países europeus (principalmente da Alemanha Ocidental). Por um lado, a restrição de crédito imposta pela política do Bundesbank era contrarrestada pela facilidade de obtenção de recursos no mercado de eurodivisas. Por outro lado, o nível da taxa de juros no Euromercado, estan-

1 MCKENZIE, G. The economics of the eurocurrency system. London, The Anchor press, 1976. p. 106

do acima do existente nos Estados Unidos, incentivava as filiais estrangeiras dos bancos americanos a realizarem operações fora dos Estados Unidos, o que também interferia na eficácia da política monetária americana.

As políticas monetárias conflitantes e a existência de um canal para o fluxo livre de capitais agravaram a crise do Sistema Monetário Internacional, tornando difícil a manutenção do regime de taxas cambiais fixas acordado em Bretton Woods. Na medida em que não-residentes nos Estados Unidos convertiam os dólares obtidos no Euromercado em moedas "fortes" (marco alemão, franco suíço, yen, etc.), contribuïam para aumentar o déficit americano na conta de capital e tornava-se muito complicado a manutenção das paridades preestabelecidas das demais moedas em relação ao dólar.

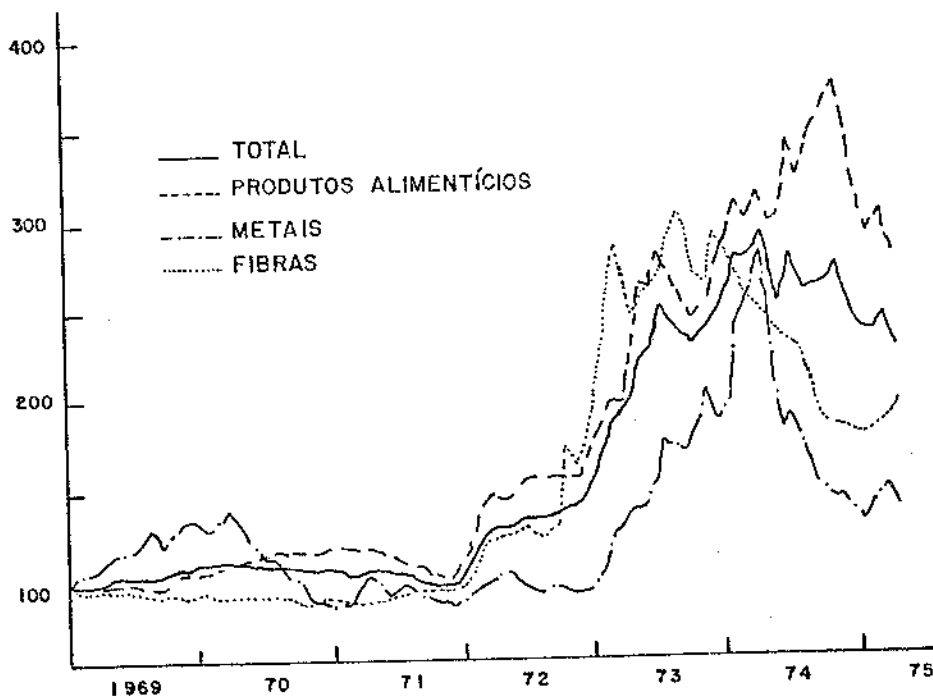
Como as expectativas convergiam para um novo realinhamento das taxas cambiais, a demanda por eurodólares aumentava e, conseqüentemente, ampliava-se a especulação com as moedas fortes.

O fim do Acordo de Bretton Woods e a emergência de um sistema de taxas de câmbio flutuantes acarretou implicações importantes para o Euromercado. A principal, parece ter sido o aparecimento de um risco maior, com perdas de capital a curto prazo, como consequência dos movimentos nas taxas de câmbio.

4.2.2 Alteração dos Preços Relativos das Principais "Commodities" e o Euromercado

Outro elemento essencial para se entender o comportamento do Euromercado nos anos 70 foi a subida dos preços dos produtos primários, particularmente o do petróleo, em 1973 (Gráfico 6). Como consequência os Balanços de Pagamentos dos países exportadores desses produtos acusaram sensível melhora, o que permitiu a um grupo de países em desenvolvimento uma elevação significativa de suas reservas internacionais.

GRÁFICO 6 PREÇOS DO MERCADO MUNDIAL DE MATÉRIAS PRIMAS (1968 = 100)



Fonte: BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS
Annual Report, 1974-75, p. 11

A quadruplicação dos preços do petróleo, em novembro de 1973, teve duas consequências importantes para as finanças internacionais (1). Por um lado, contribuiu para o rápido crescimento dos preços dos principais produtos, onerando sua importação. Os incrementos nas reservas mundiais, acumulados entre o final de 1970 e o início de 1973, denominados principalmente em dólares, foram rapidamente consumidos dada a alta no valor em dólar das importações mundiais. Segundo Paul Wolker, nos anos seguintes a 1972, a relação reservas/importações mundiais caiu substancialmente. Para um conjunto de 70 países, a proporção era de 24%, em 1974, sendo o mais baixo nível alcançado na série que começou em 1954, quando esta relação era de 70% (2). Por outro lado, as importações dos países membros da OPEP não cresceram no mesmo ritmo que as exportações, gerando excedentes vultosos, os quais, por sua vez, acarretaram um problema adicional, ou seja, a reciclagem desses fundos. Esses superávits acabaram sendo canalizados para os países desenvolvidos, diretamente ou através do Euromercado.

A reciclagem dos chamados petrodólares não se fez exclusivamente através do Euromercado, mas o montante destinado a esse mercado foi tão significativo a ponto de resultar em um conjunto de implicações relevantes, que não ocorreriam caso se tratasse de mera fonte adicional de fundos (Tabelas 18, 19 e 20).

1 Ver:

HEWSON, J. The oil crisis and World financial policies
Euromoney, p. 36-39, jan. 1975.

2 MONTHLY REVIEW. New York, Federal Reserve of New York, p. 5,
jan. 1975

A existência não só de uma ampla gama de instrumentos financeiros, com vencimentos diversos, mas também de um mercado secundário beneficiaram as inversões em massa no Euromercado. Além disso, a existência de um diferencial de taxas de juros a favor do Euromercado, especialmente sobre o mercado financeiro americano, foi mais um fator para a atração dos petrodólares. As aplicações geralmente eram feitas no curto prazo e envolviam um número reduzidos de bancos.

Logo após o aumento dos preços do petróleo, alguns autores questionavam a capacidade do Euromercado de assimilar e reciclar a massa de petrodólares. Acreditavam que esses fundos acabariam "vazando" para o mercado americano e acirrando a crise do Sistema Monetário Internacional (1). Outros supunham que os eurobancos acabariam recusando os depósitos de petrodólares, baseando-se tanto no caráter extremamente volátil destes fundos, como na própria estrutura financeira dos bancos ("Capital adequacy ratio"). Havia ainda aqueles que afirmavam que os administradores dos excedentes financeiros da OPEP iriam preferir aplicar esses recursos no mercado americano.

No entanto, o fato é que os países da OPEP, ao longo de 1974-75, mantiveram cerca de 40% dos excedentes totais aplicados no Euromercado (Tabelas 19 e 20), destinando cerca de 20% desses excedentes para o mercado americano. Deve-se dizer que a crise no Euromercado, em junho de 1974, contribuiu para que fossem ca

1 KLOPSTOCK, F. The euromarkets tighten their links with New York. Euromoney, p. 25-30, ago, 1975.

Tabela 18 - A DISTRIBUIÇÃO DAS RESERVAS MUNDIAIS POR GRUPOS DE PAÍSES
1951/80

ANO	TOTAL	PAÍSES INDUSTRIALIZADOS	PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO EXPORTADORES DE PETRÓLEO	PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO NÃO EXPORTADORES DE PETRÓLEO
1951	100	78	3	19
1952	100	78	4	18
1953	100	78	4	18
1954	100	78	4	18
1955	100	78	4	18
1956	100	78	5	17
1957	100	80	6	14
1958	100	81	5	14
1959	100	81	5	14
1960	100	83	4	13
1961	100	84	4	12
1962	100	84	3	13
1963	100	82	4	14
1964	100	83	4	13
1965	100	81	4	15
1966	100	80	4	16
1967	100	79	5	16
1968	100	77	5	18
1969	100	75	5	20
1970	100	76	6	18
1971	100	78	7	15
1972	100	75	7	18
1973	100	71	8	21
1974	100	60	21	19
1975	100	58	25	17
1976	100	55	25	20
1977	100	56	24	20
1978	100	62	16	22
1979	100	59	18	23
1980	100	60	20	20

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS - Supplement on International Reserves - Supplement series nº 6, Washington, 1983, pp.22 e 23.

Tabela 19 - VARIACÕES DAS RESERVAS INTERNACIONAIS SEGUNDO
PAÍSES
1970-75

PAÍSES	Em percentagem				
	1970	1972	1973	1974	1975
RESERVAS INTERNACIONAIS TOTAIS (US\$ MILHÕES)	93 631	159 428	184 104	220 948	227 737
- PAÍSES DESENVOLVIDOS	70,9	66,7	63,2	53,9	53,5
. Estados Unidos	15,6	8,3	7,9	7,3	7,0
. Japão	5,2	11,6	6,7	6,2	5,6
. França	5,3	6,3	4,7	4,0	5,5
. Alemanha Federal	14,7	15,0	18,1	14,8	13,6
. Inglaterra	3,0	3,6	3,5	3,2	2,4
- PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	19,5	19,8	32,4	35,3	38,6
Exportadores de Petróleo	5,6	7,1	8,1	21,8	25,5
. Arábia Saudita	0,7	1,6	2,1	6,5	10,4
. Argélia	0,4	0,3	0,6	0,8	0,6
. Equador	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
. Indonésia	0,2	0,4	0,4	0,7	0,3
. Ir	0,2	0,6	0,7	3,8	3,8
. Iraque	0,5	0,5	0,8	1,5	1,2
. Kuwait	0,2	0,2	0,3	0,6	0,7
. Lbia	1,7	1,8	1,2	1,7	1,0
. Nigéria	0,2	0,2	0,3	2,6	2,5
. Venezuela	1,1	1,1	1,3	3,0	3,9
. Outros	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0

FONTE: F.M.I INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS

(Dados Compilados pela Revista Euromoney, jul.
1976, p.75).

Tabela 20 - APLICAÇÃO DOS EXCEDENTES FINANCEIROS DOS PAÍSES DA OPEP, SEGUNDO O DESTINO. 1974-1975

(US\$ bilhões)

ÁREA E TIPO DE INVERSÃO	1974		TOTAL	1975		TOTAL
	1º Sem.	2º Sem.		1º Sem.	2º Sem.	
ESTADOS UNIDOS	3,4	7,6	11,0	2,1	4,0	8,1
- Aplicações no Mercado Bancário e Monetário (1)	3,3	6,7	10,0	1,0	2,6	3,6
- Outras Aplicações	0,1	0,9	1,0	1,1	1,4	2,5
INGLATERRA	3,0	4,2	7,2	0,7	(0,5)	0,2
- Aplicações no Mercado Bancário e Monetário	2,2	3,1	5,3	0,4	(0,7)	(0,3)
- Outras Aplicações (2)	0,8	1,1	1,9	0,3	0,2	0,5
EUROMERCADO	12,0	10,8	22,8	6,1	3,0	9,1
- Inglaterra	7,0	6,8	13,8	2,1	2,0	4,1
- Outros Países	5,0	4,0	9,0	4,0	1,0	5,0
ORGANISMOS INTERNACIONAIS	0,5	3,0	3,5	2,1	1,8	4,0
- Outros (3)	3,7	8,2	11,9	6,2	5,9	12,1
T O T A L	<u>22,6</u>	<u>33,8</u>	<u>56,4</u>	<u>17,2</u>	<u>14,3</u>	<u>31,5</u>

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, Mar. 1976.

Dados Copilados por S. Kahjima, Euromoney, jul. 1976, p. 74.

NOTA: Valores estimados.

(1) Valores mobiliários, investimentos diretos e empréstimo direto.

(2) Excluídos depósitos em euromoedas.

(3) Resíduo, inclusive empréstimo direto.

nalizados, temporariamente, fundos para os Estados Unidos. Ainda assim, inversões agregadas dos países da OPEP no Euromercado tiveram papel muito importante em seu crescimento, em 1974, com exceção dos meses imediatamente posteriores à crise bancária de junho.

A oferta de fundos no Euromercado ao longo de 1974 permitiu que esse mercado ocupasse posição decisiva na compensação dos déficits dos países importadores de petróleo. Por exemplo, a Inglaterra, a França e a Itália, no primeiro semestre de 1974, tomaram cerca de US\$ 8 bilhões no Euromercado, através de suas instituições governamentais ou de suas empresas públicas (1). Os países em desenvolvimento também recorreram ao Euromercado para compensar os déficits em seus Balanços de Pagamentos. Concluindo, em 1974 ficou clara uma importante função do Euromercado, qual seja, a de Câmara de Compensação dos desequilíbrios das contas internacionais.

4.2.3 A Primeira Crise do Euromercado: 1974

Dentro das alterações ocorridas na Economia Internacional, no início dos anos 70, já apontadas anteriormente, processou-se a primeira grande convulsão do Euromercado. Esta crise não teve sua causa imediata ligada à própria natureza do mercado, mas a fatores relacionados com as contradições inerentes ao Sistema Monetário Internacional, presentes desde meados dos anos sessenta.

1 Mckenzie, G., op. cit., p. 123

Por outro lado, o Euromercado contribuiu para que se tornasse cada vez mais impraticável o sistema de paridades fixas. No entanto, sua existência não deve ser considerada como a causa principal da crise monetária internacional do início da década de 70. O que parece razoável supor é que este mercado acentuou os fenômenos, mas não os produziu, devendo portanto ser considerado como um fator de agravamento da crise monetária, mas não como seu detonador.

Aliada à crise do Sistema Monetário Internacional, a alteração brusca dos preços relativos das principais "commodities", negociadas internacionalmente, forneceu a base para irrupção da primeira crise no Euromercado. Essa alteração de preços, principalmente a do petróleo, gerou uma situação de grave desequilíbrio das contas internacionais. O Euromercado, nesse processo, como já foi dito, fez as vezes de Câmara de Compensação dos desequilíbrios internacionais.

A política dos governos de países deficitários foi a de incentivar a tomada de recursos no Euromercado. Por exemplo, em janeiro de 1974, o governo alemão reduziu a reserva mínima contra passivos externos estrangeiros e o esquema vigente nesse país, de restrições sobre o endividamento no mercado por empresas não-bancárias, foi também cancelado.

Os Estados Unidos, em janeiro de 1974, eliminaram o Interest Equalization Tax - IET, que afetava as entidades financeiras americanas, e o Programa Voluntário de Restrições Creditícias, suspendendo assim os controles sobre as inversões do resi-

dentes americanos no exterior. Provavelmente, o Governo Americano, ao cancelar essas medidas, que haviam imprimido, nos anos 60, forte impulso ao Euromercado, considerasse o suficiente para que esse mercado se retraísse significativamente. A tentativa do Governo Americano de propiciar ao seu mercado financeiro a possibilidade de absorver uma parte considerável dos chamados petrodólares e do próprio Euromercado não se verificou. Assim, de acordo com o Relatório Anual do BIS, de 1975, os ativos denominados em dólares, dos bancos americanos com filiais no exterior, cresceram 21,13%, entre 1973 e 1974, do mesmo modo que os ativos de bancos estrangeiros praticamente dobraram neste mesmo período.

A forma como se processou a reciclagem dos petrodólares, no início de 1974, alterou substancialmente a estrutura de vencimentos no Euromercado. Assim, enquanto os países exportadores de petróleo-ofertantes de fundos-concentravam suas aplicações no curto prazo, os países importadores de petróleo - demandantes de fundos - recorriam a operações de médio e longo prazo.

A crescente entrada de fundos provenientes dos países exportadores de petróleo e a concorrência existente entre os euro-bancos, no momento de realizarem suas operações ativas, obrigaram esses bancos a generalizarem suas manobras de transformação de prazos, tornando de médio (longo) prazo recursos captados por curto prazo e assumindo assim um risco importante, que independia, inclusive, da qualidade do prestatário.

É evidente que a necessidade de repassar a pletora de fundos captados obrigou os eurobancos a efetuarem suas operações

ativas com clientes considerados de segunda classe, ao mesmo tempo que facilitou o acesso de novos bancos, de reduzidas dimensões, ao mercado. Estes bancos, dada sua participação marginal no mercado, sujeitavam-se a pagar taxas mais elevadas no mercado interbancário, provocando tensões na estrutura das taxas de juros.

Foi nestas circunstâncias que, em junho de 1974, o Banco alemão Herstatt teve sua falência decretada. A quebra do Herstatt provocou uma reação em cadeia e outros importantes bancos sofreram acentuadas perdas. A Tabela 21 indica o montante de perdas dos cinco bancos mais afetados.

Tabela 21 - PRINCIPAIS BANCOS AFETADOS POR PERDAS NO MERCADO DE CÂMBIO, NA CRISE DE 1974

(US\$ milhões)	
Banco	Perdas
Herstatt	152,65
União de Bancos Suíços	152,65
Westdeutsche Landesbank	105,68
Lloyds Bank	77,50
Franklin National	46,97

FONTE: THE ECONOMIST, 07/09/1974, p. 94.

A falência do Herstatt foi ocasionada pelos resultados adversos de operações especulativas no mercado de câmbio, sendo que a crise neste banco, além de impor pesadas perdas para outros bancos - o Franklin National, por exemplo, tornou-se insolvente em outubro de 1974 - abalou a confiança no sistema eurobancário. Ressalte-se que as perdas neste sistema se transmitem rapidamente, e, sendo boa parte das operações interbancárias, a ruptura de um dos elos da corrente financeira desestabiliza toda a cadeia.

Os empréstimos de consórcios bancários haviam crescido muito em 1973, sem correspondente ampliação de depósitos não-bancários ou de patrimônio mas, baseados no endividamento no mercado interbancário (1). Vários bancos consorciados não dispunham de um sistema de filiais próprio para a captação de depósitos e também não contavam com contatos comerciais suficientes para dispor de saldos circulantes, sendo, assim, obrigados a recorrer quase que exclusivamente ao mercado interbancário.

A crise de confiança de 1974 torna bem clara a contração do mercado interbancário internacional, o qual, em consequência, tende a dificultar o acesso e mesmo a excluir os parceiros marginais. Na crise de 1982, este movimento foi ainda mais violento. Esta crise evidenciou também, de maneira inequívoca, que, após o fracasso do Acordo Smithsoniano (flutuações limitadas em torno de taxas fixas de câmbio), as operações de câmbio tornaram-se essencialmente especulativas e a possibilidade de haver certa separação entre o Euromercado e o mercado de câmbio deixou de existir.

1 PARK, Y.S. A new philosophy for euromarket banks, Euromoney p. 9, jun, 1975

4.2.4 O Reestabelecimento da Confiança no Euromercado: 1975-79

Após a crise bancária de 1974, países como a Alemanha, Estados Unidos, Japão e Inglaterra, através de seus Bancos Centrais, passaram a tomar uma série de medidas cujo objetivo era reestabelecer a confiança no sistema bancário internacional. Dentre estas medidas cabe destacar a fixação de limites para operações cambiais e a expansão de facilidades creditícias.

Assim, foi significativa a reunião, em setembro de 1974, de dirigentes de Bancos Centrais do países integrantes do chamado Grupo dos Dez, promovida pelo BIS (1). Nesta reunião, tentou-se estabelecer uma supervisão bancária, em nível internacional, e avaliar os meios disponíveis para garantir a atuação desses Bancos Centrais como prestamistas em última instância, em caso de iliquidez no Euromercado. Ficou acordada a formação de um Comitê Permanente de Especialistas (Standing Committee of Experts), que deveria colaborar com esses Bancos Centrais, bem como assessorá-los. Não foi estabelecido, porém, um sistema de supervisão completo, em nível internacional, que cobrisse as atividades bancárias nos principais centros financeiros.

Aliada às iniciativas dos Bancos Centrais dos principais países que operavam no Euromercado, a atitude de maior cautela por parte dos eurobancos, no que diz respeito às operações cambiais, contribuíram para o reestabelecimento da confiança no mercado. Além disso, a existência de um amplo e poderoso mercado in

1 MCMAHON, C.W. The central bankers Gather. Euromoney, abr. 1975

terbancário internacional, respaldado pelos bancos comerciais de primeira linha (grandes bancos americanos, japoneses, alemães, etc.), também constituiu importante fator para a recuperação desse mercado. Numa conjuntura internacional onde a recessão mundial estreitava as oportunidades de investimento, parte dos superávits comerciais dos países da OPEP e dos lucros das empresas transnacionalizadas dirigiram-se alternativamente para o Euromercado.

Por outro lado, os bancos americanos, principais agentes do mercado durante a crise e nos primeiros meses de 1975, transferiram cerca de US\$ 5 bilhões para suas filiais no exterior, sendo que, deste total, US\$ 4 bilhões foram colocados em Nassau e Cayman, praças de simples intermediação com o resto dos países (1). Esta operação forneceu respaldo às carteiras de empréstimo de alguns de seus consórcios e/ou filiais.

Pode-se indagar por que essa massa monetária não foi aplicada no mercado norte-americano. Nos meados da década de 70, o Euromercado significava a possibilidade de especular contra um dólar debilitado. Após a recuperação do mercado, em 1975, seu desenvolvimento foi acelerado, em todos os anos restantes da década de setenta, até o final de 1979, tendo-se mantido as condições gerais de evolução do Euromercado.

4.2.5 Dimensão do Mercado na Década de Setenta

O ritmo acelerado de crescimento do Euromercado, alcan-

1 KLOPSTOCK, F., op. cit., p. 27.

çado no último ano da década de 60, só voltou a ser atingido nos anos de 1972-73. Os dados da Tabela 22 apontam para uma redução significativa das operações do Euromercado a partir de 1974.

A partir do terceiro e quarto trimestres de 1975, as taxas de crescimento do mercado começaram a subir e a se aproximar dos níveis existentes no período anterior à falência do Herstatt (1). A recuperação da confiança no mercado e a maior estabilidade do mercado de câmbio, aliadas à estagnação das economias avançadas, estimularam as operações no Euromercado.

Segundo o Relatório Anual do BIS (2), a recessão dos países industrializados reduziu suas necessidades financeiras ao mesmo tempo que tornou ociosos recursos disponíveis nos sistemas bancários nacionais, os quais foram canalizados para o Euromercado.

Outro ponto a ressaltar foi o reequilíbrio nos Balanços de Pagamentos dos principais países avançados. Como se sabe, este reequilíbrio teve como contrapartida o declínio dos superávits dos países da OPEP e o aumento dos déficits dos países em desenvolvimento, não-produtores de petróleo, e países do leste europeu.

A situação de liquidez dos bancos, associada ao declínio da atividade econômica dos países avançados e à melhora nos

1 ADEL, M. The features of the euromarkets in 1975 and 1976. Euromoney, p. 35, mar. 1976.

2 BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Annual report. S.L, 1975/76

Tabela 22 - TAXA DE CRESCIMENTO NOMINAL E REAL DO EUROMERCADO
1970-79

Anos	Taxa de Crescimento Nominal		Taxa de Crescimento Real	
	Volume Bruto	Volume Líquido	Volume Bruto	Volume Líquido
1970	...	30,00	...	23,41
1971	31,81	30,77	24,49	23,50
1972	37,93	29,41	33,41	25,17
1973	52,50	45,45	43,45	36,81
1974	22,95	34,37	10,85	21,15
1975	27,67	16,28	12,40	6,55
1976	22,83	24,00	16,19	17,29
1977	23,00	22,58	15,47	15,07
1978	28,78	27,63	19,61	18,54
1979	29,05	23,71	17,82	12,95

FONTE: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, vários números.

(1) Dados deflacionados a partir do índice de preços ao consumidor, nos EUA, tendo como ano base 1979.

... Dados não disponíveis.

Balanços de Pagamentos desses países, propiciaram o aumento de empréstimos para países deficitários.

De toda forma, a posição agressiva de diversas entidades bancárias, principalmente japonesas, nos anos de 1972-73, foi atenuada. Assim, os bancos procuraram formas de reduzir os riscos, os prazos de empréstimos de médio prazo foram encurtados e as operações de câmbio foram efetuadas com maior cautela.

O mercado interbancário, a exemplo do que ocorreu nos anos sessenta, continuou a desempenhar, na década de setenta, papel fundamental na expansão do Euromercado. A Tabela 23 evidencia essa evolução.

4.2.6 Fonte de Fundos

A grande alteração nas fontes de fundos do Euromercado, na década de 70, deveu-se à importante participação dos depósitos dos países exportadores de petróleo. Se até 1972, grande parte dos fundos provinha quase que exclusivamente dos países da Europa Ocidental e do Japão (superavitários em relação aos Estados Unidos), a partir do final de 1973, os chamados petrodólares "inundaram" o mercado. É bem verdade que o total de fundos disponíveis pelos países da OPEP teve seu ponto mais alto em 1974, declinando em 1975 e mantendo-se num mesmo patamar até 1979, quando os preços do petróleo sofreram outro reajuste significativo.

A Tabela 24 apresenta as estimativas do Bank of England

Tabela 23 - RELAÇÃO ENTRE O VOLUME LÍQUIDO E BRUTO DO EUROMERCADO EM TERMOS REAIS
1970-80

	US\$ Bilhões e %									
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Passivo do Interbancário(1)	88,70	111,11	174,75	166,26	108,18	177,21	307,23	380,90	582,30	555,00
Volume Bruto/Volume Líquido	59,10	58,62	55,00	52,46	57,33	54,35	54,87	54,68	54,19	51,95

FONTE: Morgan Guaranty Trust - International Financial Markets, vários números.

(1) Os dados foram deflacionados pela inflação mundial (preços ao consumidor) tendo como ano base 1979.

Tabela 24 - O BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES E EXCEDENTES DISPONÍVEIS DOS PAÍSES DA OPEP
1973-79

	(US\$ bilhões)						
TOTAL DOS PAÍSES OPEP	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
EXPORTAÇÕES	41	123	113	138	154	148	125
- Petróleo e Gás	37	116	107	130	144	138	213
IMPORTAÇÕES	22	39	59	74	89	104	105
BALANÇO COMERCIAL	19	84	54	64	65	44	120
SERVIÇOS E TRANSFERÊNCIAS PRIVADAS (líquido)	-12	-15	-22	-26	-36	-43	-43
- Transferências Oficiais	-1	-2	-3	-3	-2	-2	-3
BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES	6	67	29	35	27	-1	74
OUTROS AJUSTES	...	-12	7	4	11	20	5
TOTAL DISPONÍVEL PARA INVESTIMENTOS	...	55	36	39	38	19	79

FONTE: BANK OF ENGLAND - QUARTELY BULLETIN - vol. 20, nº 2, jun.1982. p. 154.

sobre os excedentes que estariam disponíveis para investimentos dos países da OPEP.

Os superávits dos países da OPEP, disponíveis para investimento, teriam tido como destino principal, segundo o Bank of England, o mercado financeiro, privilegiadamente os depósitos bancários no Euromercado (Tabela 25).

A partir de 1975, quando os países da Europa Ocidental (principalmente a Alemanha) e o Japão promoveram a reestruturação de seus Balanços de Pagamentos e absorveram o aumento dos preços do petróleo, reinstalou-se a situação existente até 1973: superávits em dólares. A persistência dos déficits norte-americanos colocou os bancos com grandes excedentes em dólares, principalmente os da Alemanha e do Japão, frente a um impasse. Por um lado, operar no mercado internacional francamente "tomador", num momento onde a demanda de crédito interno estava debilitada devido ao ritmo lento de inversões, constituía boa oportunidade. Por outro, era necessário ter cautela na eleição de instrumentos de aplicação, devendo-se considerar a rentabilidade e o risco envolvidos. Isto porque os grandes tomadores de recurso, nesse período, como se verá adiante, eram países deficitários.

4.2.7 Uso de Fundos

Se na década de 60, foram os países avançados, mais especificamente suas empresas internacionalizadas, os que mais recorreram ao Euromercado, na década de 70 esta primazia coube aos

Tabela 25 - APLICAÇÕES DOS EXCEDENTES DOS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO⁽¹⁾
1974-79

DESTINO DAS APLICAÇÕES	1974	1975	1976	1977	1978	1979
DEPÓSITOS BANCÁRIOS	28,9	9,9	12,0	13,0	3,9	37,3
- Mercados Nacionais	7,0	2,0	0,5	2,3	2,8	6,3
- Euromercado	21,6	7,9	11,5	10,7	1,1	31,0
TÍTULOS DE GOVERNO DE CURTO PRAZO (2)	8,0	-0,4	-2,2	-1,1	-0,8	3,3
TÍTULOS DE GOVERNO DE LONGO PRAZO (2)	1,1	2,4	4,4	4,5	-1,8	-0,7
OUTROS FLUXOS DE CAPITALS (3)	7,1	12,8	13,2	9,8	5,8	9,0
FMI E BIRD (4)	3,5	4,0	2,0	0,3	0,1	-2,0
FLUXO DE CAPITALS PARA PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	4,9	6,5	6,4	7,0	6,2	6,9
TOTAL APLICAÇÕES IDENTIFICADAS	53,2	35,2	35,8	33,5	13,4	53,8
RESÍDUO NÃO IDENTIFICADOS	1,9	1,1	2,8	4,1	5,4	25,2
TOTAL SUPERÁVITS (Tabela 24)	55,1	36,3	38,6	37,6	18,8	79,0

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN - Vol.20, nº 2, jun.1980, p.158.

(1) Valores estimados através das informações dos principais países receptores.

(2) Governos dos Estados Unidos e Inglaterra.

(3) Investimentos diretos, empréstimos e outros.

(4) Subscrição de ações do BIRD.

países em desenvolvimento não produtores de petróleo e aos países do leste europeu, com exceção do breve intervalo, após o choque do petróleo, em 1973, quando os países desenvolvidos, não-produtores de petróleo, recorreram ao mercado para financiar seus déficits no Balanço de Pagamentos.

A redução na demanda por empréstimos por parte dos países da Europa Ocidental e dos Estados Unidos foi compensada pela presença crescente dos países em desenvolvimento e dos países que compunham o COMECON. Vejamos mais de perto este problema.

Em 1970, o endividamento no Euromercado, dos países em desenvolvimento não-produtores de petróleo, totalizava US\$ 50 bilhões, tendo esta cifra, em 1977, alcançado a soma de US\$ 170 bilhões (1). Os eurobancos desempenharam papel fundamental na oferta de recursos para financiar os desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos destes países.

Esta mudança dos usos dos recursos do Euromercado significou também uma alteração no tipo de instituição demandante. Os países deficitários recorreram ao mercado, principalmente, através de suas instituições oficiais ou de suas empresas públicas.

O mercado, entretanto, não apresentou as mesmas facilidades de financiamento para a totalidade dos países em desenvolvimento. As somas mais importantes captadas no Euromercado, bem como a maior facilidade de acesso, concentraram-se em um número

1 GREAYER, A.B. Financing the less developed countries, Euromoney, p. 79, 1977.

reduzido de países com nível de renda relativamente elevado, tais como Argentina, Brasil, México e Venezuela (1). Os créditos concedidos para estes países pelos Bancos Comerciais cresceram a uma taxa média anual de 33%, desde o final de 1974 até fins de 1979 (2). Após o segundo choque do petróleo, no final de 1979, já era crescente a preocupação de várias autoridades financeiras internacionais, em relação à possibilidade do sistema bancário internacional privado continuar a reciclar os desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos desses países.

Os bancos americanos, a partir de 1976, reduziram a porcentagem de empréstimos para países em desenvolvimento não-produtores de petróleo, com exceção do Brasil (Tabela 26).

A posição de cautela dos bancos americanos em relação aos países deficitários não foi seguida pelos bancos europeus (alemães) e japoneses, fato que pode ser observado na Tabela 26. Entre 1976-77, a posição mais agressiva na concessão de empréstimos desse tipo coube aos bancos alemães, suíços e holandeses. No biênio 1978-79, os bancos japoneses passaram a ocupar a posição anteriormente detida por aqueles bancos europeus (3).

1 Segundo o relatório do Morgan Guaranty Trust, os empréstimos privados dirigiram-se preferencialmente para doze países em desenvolvimento não produtores de petróleo. Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Filipinas, Formosa, Índia, Coreia, Tailândia e Turquia. Ver:

WORLD FINANCIAL MARKETS. New York, Morgan Guaranty Trust Company of New York, set. 1980

2 WORLD FINANCIAL MARKETS. New York, Morgan Guaranty Trust Company of New York, set. 1980

3 idem, p. 8

Tabela 26 - ATIVOS INTERNACIONAIS DOS BANCOS COMERCIAIS⁽¹⁾
1976/79

(US\$ bilhões)

DESTINO DOS EMPRÉSTIMOS	1976 ⁽²⁾	1979 ⁽²⁾	TAXA MÉDIA DE CRESCIMENTO ANUAL
PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO IMPORTADORES DE PETRÓLEO ⁽³⁾			
- Bancos Americanos ⁽⁴⁾	24,4	39,3	17,2
- Outros Bancos	16,8	48,3	42,2
PAÍSES DESENVOLVIDOS IMPORTADORES DE PETRÓLEO ⁽⁵⁾			
- Bancos Americanos ⁽⁴⁾	10,8	15,6	13,0
- Outros Bancos	22,7	59,7	38,0
TODOS PAÍSES			
- Bancos Americanos ⁽⁴⁾	195,3	284,6	13,4
- Outros Bancos	318,7	744,4	32,7

FONTE: MORGAN GUARANTY TRUST - World Financial Markets - Set.1980,
P.9.

(1) Bancos situados dentro da área declarante do BIS

(2) Dados para o final do período.

(3) Doze maiores países em desenvolvimento importadores de petróleo.

(4) Bancos americanos e subsistema afiliado localizado no exterior

(5) Dez maiores países desenvolvidos importadores de petróleo.

Apesar de grande parte dos créditos concedidos aos países em desenvolvimento não-produtores de petróleo terem sido de médio prazo, uma parcela de empréstimo foi levantada no mercado de longo prazo. Assim, em relação aos países da América Latina, calcula-se que, em 1977, por exemplo, cerca de 7,5% de novas ações no mercado de capitais internacional eram latina-americanas (1).

Em relação aos países pertencentes ao COMECON, o déficit comercial com países do bloco ocidental passou de US\$ 4 bilhões, em 1973, para US\$ 12 bilhões, em 1975. A explicação para esta elevação dos déficits encontra-se na deterioração de suas exportações, paralelamente ao aumento das importações de bens de capital e de produtos alimentícios. Esses países recorreram aos mercados financeiros internacionais para cobrir as necessidades financeiras de seus Balanços de Pagamentos. Assim, de US\$ 700 milhões tomados de empréstimo em 1973, o endividamento destes países passou para US\$ 2,6 bilhões em 1975.

Ainda na década de setenta, alguns países produtores de petróleo, tais como a Argélia, o Irã e o Iraque, voltaram a ser demandantes de empréstimos.

4.2.8 Maturação dos Fundos

As taxas de juros internacionais, a partir de 1963 e principalmente no final da década de 60 e início dos anos 70,

1 BRENTANO, M. Latin America and the euromarkets. Euromoney, p. 69-72, mar. 1978.

passaram a apresentar flutuações frequentes e significativas. Ao mesmo tempo, as operações ativas dos eurobancos nos primeiros anos da década de setenta, tiveram seus prazos dilatados, o que representou um aumento considerável do risco bancário. Se considerarmos este problema juntamente com o processo inflacionário generalizado das economias ocidentais nos anos iniciais da década de setenta, ficará mais claro o mecanismo de crédito desenvolvido a partir da praça de Londres, denominado "roll-over credits" (1).

O mecanismo de transformação de depósitos de curto prazo em empréstimos de médio prazo, dentro de um contexto de incertezas crescentes, tornou-se viável a partir da introdução de um sistema flexível de taxas de juros. Assim, para um empréstimo de cinco anos, por exemplo, correriam juros reajustáveis, automaticamente, a cada seis meses. Os prazos destes créditos oscilaram ao longo da década de 70, de dois a doze anos, havendo tendência, a partir de 1974, para o encurtamento do prazo (2). Os intervalos de reajuste da taxa de juros foram, na maioria dos casos, de três ou seis meses.

Os "roll-over credits" constituem, portanto, créditos renováveis a intervalos regulares, durante um determinado período de tempo prefixado. Assim, a taxa de juros deste tipo de crédito é atualizada dentro de uma dada periodicidade, de acordo com a

1 EINZIG, P. Roll-over credits: the system of adaptable interest rates. London, MacMillan, 1973

2 QUINN, B.S. The new euromarkets. London, MacMillan press, 1975 p. 89-101.

taxa de juros (libor), oferecida no momento da revisão, para de pósitos na moeda em que está denominado o crédito, pelos bancos de primeira linha, localizados em Londres. Além da taxa de juros flexível, são adicionadas diversas comissões ("fees"), as quais são fixas para cada contrato de crédito, e uma porcentagem denominada taxa de risco ("spread").

Os eurocréditos com taxas flexíveis podem ser concedidos a um tomador por um único banco. No entanto, uma outra técnica desenvolvida pelo sistema bancário privado internacional, a qual foi de grande importância na concessão destes eurocréditos, foi a dos empréstimos sindicados. Esta, apesar de já ter si do usada em 1972-73, somente foi difundida a partir de 1976.

Nos casos de empréstimos vultosos e/ou de clientes con siderados de segunda linha, três procedimentos básicos foram ado tados para a redução de riscos, além do sistema de taxas de juros flexíveis mais "spread".

A primeira alternativa para obtenção de créditos "roll-over" nestas condições, consiste na emissão de títulos por parte do tomador, que são vendidos para o(s) banco(s) administra dor(es) - ou consórcio de bancos administradores - do empréstimo, o(s) qual(is) repassam os títulos para um sindicato de bancos ou para outras instituições financeiras. Estes, por possuírem uma pequena parcela dos títulos ofertados podem mantê-los em carteira ou colocá-los junto a seus próprios clientes.

Uma outra possibilidade é a elaboração de um acordo en

tre o tomador e o(s) banco(s) administrador(es) do empréstimo. As fotocópias de contrato ou o memorando de colocação, que contém os termos básicos do acordo, circulam entre os membros potenciais de um sindicato.

Um outro procedimento alternativo para obter créditos "roll-over" é através da emissão de notas promissórias. Estes papéis são comprados do tomador e colocados pelo(s) banco(s) administrador(es) junto a sindicatos emprestadores. As notas promissórias são usualmente papéis de curto prazo e descontadas a uma taxa fixa de juros para todo o período. Através do "roll-over" de notas promissórias, a operação passa a ser de médio prazo e a taxa de juros flutua semestralmente.

A forma de participação do sindicato também pode ser negociada. Neste caso, o(s) banco(s) administrador(es) emite(m) certificados de participação que podem ser subscritos, do mesmo modo que as euro obrigações, por um sindicato constituído por até dezenas de bancos, "dealers" ou investidores internacionais. A negociação entre o(s) banco(s) administrador(es) e o sindicato permite a inserção de termos que viabilizam a participação de um número maior de membros no sindicato.

De acordo com a negociação entre o(s) banco(s) administrador(es) e o sindicato, podem ser estabelecidas regras que permitam negociar a saída de um membro após determinado prazo, antes do final do empréstimo, e a entrada de um novo membro substituto, pelo tempo restante da operação. Isto possibilita a criação de um mercado secundário onde é negociada a venda de par

ticipação no empréstimo sindicato. Assim, através da negociação entre o(s) banco(s) administrador(es) e o sindicato, podem ser introduzidas cláusulas no contrato que facilitem a viabilização da operação de crédito.

Muitas transações de créditos "roll-over" têm a intermediação das instituições corretoras (Broker Institutions), principalmente quando diminui a liquidez no mercado internacional. Neste caso, cabe à corretora encontrar banco(s) administrador(es) que tenham interesse em efetuar a operação de crédito.

A ampliação da cadeia de participantes na operação de concessão de crédito implicou, para o tomador, maiores custos, uma vez que cada participante passou a cobrar uma comissão sobre o empréstimo concedido ("fees"). Esses empréstimos são concedidos à base de taxas de juros flexíveis, acrescidas de uma taxa de risco ("spread") e de várias comissões ("fees").

A introdução destas técnicas - sistema de taxas de juros flexíveis e empréstimos sindicatos - na década de setenta teve como objetivo reduzir a margem de risco para os credores, dentro de uma conjuntura de crescente incerteza. No entanto, tiveram repercussões negativas entre os clientes logo que passaram a ser aplicadas em grande escala (1).

Cabe analisar se, de fato, o estabelecimento dos "roll-over credits" contribuiu para a redução do risco. A princípio,

1 CRAWFORD, F.O. The toils and techniques of sharing the risk. Euromoney, p. 49-57, ago. 1978.

pode-se pensar que, com o sistema de taxas de juros flexíveis, eliminou-se o risco decorrente de variações na taxa de juros. Para os grandes bancos, é provável que isto de fato tenha ocorrido. Mas, no que se refere aos eurobancos de menor porte, por um lado houve relutância por parte dos clientes em aceitar o sistema e, por outro, as condições de refinanciamento das posições no mercado interbancário não se dava com as mesmas taxas de juros dos bancos de primeira linha, o que implicava redução da margem nas operações creditícias.

Se do ponto de vista das variações de taxas de juros, a técnica do crédito "roll-over" apresentava solução apenas para os grandes bancos, em relação às estruturas de ativo/passivo dos bancos, o sistema implicou desequilíbrio significativo. A partir de dados publicados pelo Bank of England (1), fica evidente a tendência para um grave descompasso das estruturas de ativo/passivo, dos eurobancos estabelecidos na Inglaterra. Apesar destes dados se restringirem a bancos situados na Inglaterra, se for considerada a importância da praça de Londres, podem ser tiradas conclusões relevantes e gerais para todo o mercado.

Em 1975, o Bank of England passou a publicar de forma regular a série "Maturity Analysis of liabilities and claims of U.K. banks and certain other institutions in foreign currencies". Dados publicados nesta série deram origem às tabelas apresentadas a seguir. Na década de sessenta e início dos anos setenta, a análise da maturação de ativos/passivos apareceu em artigos

1 BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN, vários números.

especiais da mesma publicação, sem que contudo fosse possível a apresentar neste trabalho a sêrie completa para os anos 70.

A situação de equilíbrio na estrutura de ativo/passivo dos eurobancos, existente na década de 60, começou a apresentar alteração a partir de 1971. No entanto, somente a partir de 1972 esta situação de desequilíbrio tornou-se, de fato, mais pronunciada.

O agravamento dos déficits do Balanço de Pagamentos Americano, a ruptura do Sistema de Bretton Woods e a recessão dos países avançados repercutiram fortemente na composição dos ativos/passivos dos eurobancos. Por um lado, pelo aumento dos depósitos em dólares dos países superavitários em relação aos Estados Unidos e pela especulação cambial decorrente da crise no Sistema Monetário Internacional. Por outro lado, pela saída dos tradicionais tomadores do Euromercado (empresas internacionais, países desenvolvidos), dada a queda no ritmo de atividade nos países avançados.

Os empréstimos passaram a ser concedidos para países em desenvolvimento, ligados muitas vezes a projetos de maturação mais demorada. Assim sendo, o alargamento das operações de ativo, sem correspondência no passivo, que continuaram a se concentrar no curto prazo, provocou o descompasso já assinalado.

Dados das Tabelas 27 e 28 mostram que, de fato, houve nestes dois anos uma transformação assimétrica dos prazos de vencimentos do ativo e passivo dos eurobancos localizados em Londres.

Tabela 27 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DOS EUROBANCOS LOCALIZADOS
EM LONDRES
1971 e 1972 (1)

Período	Passivo		Ativo	
	1971	1972	1971	1972
Menos 8d.	17,89	17,75	19,84	14,79
8d - 3m	52,03	49,40	41,30	44,08
SUBTOTAL	69,92	67,15	61,14	58,87
3m - 1a	26,02	27,52	25,10	26,92
1a - 3a	2,44	2,37	6,07	6,51
3a ou Mais	1,62	2,96	7,69	7,69
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00

FONTE: Bank Of England Quarterly Bulletin, vol.13, nº 1, Mar 1973 p.46

(1) Dados de outubro.

Tabela 28 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DOS EUROBANCOS LOCALIZADOS EM LONDRES
1972 (1)

Período						(%)				
	Ingleses	Americanos	Outros	Consórcios	Total	Ingleses	Americanos	Outros	Consórcios	Total
Menos 8d.	16,56	20,01	17,34	12,92	17,79	13,96	15,34	15,45	9,35	14,78
8d. a 1m.	15,03	17,69	20,20	18,30	17,55	12,92	16,85	19,04	11,06	15,89
1m. a 3 m.	28,58	33,24	32,63	33,16	31,79	25,55	30,49	29,84	17,67	28,18
SUBTOTAL	60,17	70,94	69,17	64,38	67,13	52,43	62,68	78,73	38,08	56,22
3m. a 6m.	21,00	17,86	19,21	21,78	19,28	18,86	18,91	21,08	10,13	18,86
6m. a 1a.	11,49	7,20	5,61	8,92	8,14	10,58	7,61	5,84	7,65	8,03
1a. a 3a.	3,58	1,91	2,45	2,05	2,51	9,11	4,84	3,40	19,64	6,55
3a. ou Mais	3,76	2,09	3,56	2,87	2,94	9,02	5,96	5,35	24,50	7,71
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

FONTE: Bank of England Quarterly Bulletin, vol. 13, nº 1, Mar 1973, p. 48 e 49.

(1) Dados referentes ao mês de outubro.

Esta, no entanto, não foi tão intensa quanto a verificada após 1975 (Tabelas de 29 a 34).

O índice de cobertura das operações ativas dos eurobancos (Tabelas de 35 a 40), mostra que, de maneira geral, os empréstimos concedidos por um ano ou mais eram, no mínimo, o dobro dos depósitos para igual período. Além disso é possível verificar o aumento da disparidade entre ativo/passivo ao longo dos cinco últimos anos da década de setenta, segundo a nacionalidade dos eurobanco-inglesa, americana e japonesa. Os consórcios bancários apresentavam a maior disparidade e, portanto, o maior risco. Esses consórcios, por outro lado, tinham como principais participantes os grandes bancos americanos, alemães, ingleses e japoneses, associados a dezenas e às vezes centenas de bancos de várias nacionalidades. A pulverização dos valores transacionados entre vários bancos deve ser responsável pela acentuada discrepância entre ativo/passivo desses consórcios bancários.

Uma primeira observação que se pode fazer sobre a introdução da técnica de créditos "roll-over" diz respeito à capacidade e rapidez com que o sistema bancário internacional respondeu às condições cambiantes do mercado, presenciadas desde o início da década 70. Por outro lado, porém, essa adaptação acarretou riscos importantes para o Euromercado.

O mercado expandiu-se ao longo dos anos setenta tendo como base operações ativas muito superiores ao respaldo oferecido pelo passivo, ou seja, uma expansão onde o traço predominante era o desequilíbrio existente entre recursos e aplicações. Como

já tivemos oportunidade de ver, nos anos sessenta, esta fato não ocorria, isto é, os vencimentos dos empréstimos concedidos seguiam pari passu os vencimentos dos recursos captados. A evidente falta de adequação entre recursos e aplicações, indicava a presença de um alto risco de liquidez no mercado, que apontava para consequências perigosas para o sistema bancário internacional. A esta inadequação entre fontes e usos, contornada de imediato através dos créditos "roll-over" e de técnicas adicionais, so mava-se o fato de não haver uma instituição que fizesse o papel de prestamista em última instância para os eurobancos, como os Bancos Centrais para os sistemas bancários nacionais.

Provavelmente, os eurobancos devem ter feito considerações sobre o risco de liquidez que estavam correndo, ao manter esse descompasso tão grande entre seu ativo-passivo. Não deve ter sido por outra razão, que o mecanismo de sindicância bancária se generalizou, pois possibilitava uma garantia a mais ao risco de liquidez. Nos contratos de empréstimos, nota-se também essa preocupação, quando, por exemplo, era introduzida uma cláusula denominada "disponibilidade", que conferia ao(s) banco(s) prestamista(s) a possibilidade de rescindir seus compromissos de crédito, caso os recursos no mercado se tornassem insuficientes. Uma outra cláusula que costumava figurar nos contratos de empréstimo, era a "eurodollar catastrophe clause". Esta cláusula estabelecia que, se em um determinado semestre não houvesse condições de se fixar a taxa de juros que deveria vigorar (libor), por ausência de de-

pósitos no período, o prestatário deveria saldar toda a sua dívida (principal mais juros) (1).

Outros elementos adicionais que contribuíam para amenizar o risco de liquidez no período eram:

- a) mercado secundário ativo, onde se negociava a participação nos empréstimos, permitindo a entrada de diversos bancos de menor porte, o que contribuía para a geração de uma liquidez adicional;
- b) papel do Euromercado como ligação entre o mercado de dinheiro e de câmbio, onde a escassez de uma divisa podia ser compensada pela abundância de outra; assim, nos contratos de empréstimos, era frequentemente incluída uma cláusula de "multicurrency" onde se previa que a amortização da dívida poderia ser feita em diversas moedas, previamente especificadas no acordo;
- c) linhas de crédito especial ("stand-by") concedidas pelas matrizes para suas filiais que operavam no Euromercado, em momentos de aperto de liquidez.

1 Parte das informações sobre cláusulas introduzidas nos contratos de empréstimos, principalmente a partir de 1975, foram obtidas através de entrevistas com o Dr. Antônio de Pádua Seixas, gerente das operações internacionais do FIRCE/BACEN entre 1974/1980 e diretor das agências de Los Angeles e Nova Iorque do BANESPA entre 1980 e 1984.

Ver também:

EINZIG, P. op. cit., p. 59

As precauções tomadas pelos eurobancos, aliadas às características do próprio mercado, permitiram que se conseguisse um equilíbrio, ainda que muito vulnerável, durante os anos setenta.

Tabela 29 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DOS BANCOS INGLESSES
1975/79

	(%)				
BANCOS INGLESSES	1975	1976	1977	1978	1979
PASSIVO					
Menos 8 d	17,55	18,29	20,13	19,86	20,82
8d - 1m	16,29	16,80	16,86	17,02	17,84
1m - 3m	25,87	27,00	25,60	27,40	28,06
SUBTOTAL	59,51	62,09	62,59	64,21	66,72
3m - 6m	20,34	20,00	20,12	20,17	21,54
6m - 1a	10,31	9,46	10,49	9,69	7,39
1a - 3a	5,79	5,79	3,99	2,96	2,30
3a ou mais	3,85	2,65	2,81	2,90	2,05
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%
ATIVO					
Menos 8d	12,79	13,48	14,78	15,52	17,17
8d - 1m	11,85	11,71	12,08	12,23	11,78
1m - 3m	17,89	17,94	17,18	18,36	18,32
SUBTOTAL	42,53	43,13	44,04	46,11	47,27
3m - 6m	13,22	12,52	13,08	12,69	13,92
6m - 1a	8,35	7,77	8,25	8,34	7,65
1a - 3a	12,06	13,54	12,39	11,33	9,53
3a ou mais	23,84	23,04	22,24	21,53	21,63
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos situados em Londres que operavam no Euro mercado. Porcentagens de ativo e passivo anual, calculadas com base em dados quadrimestrais para cada ano.

Tabela 30 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DOS BANCOS AMERICANOS
1975/79

	(%)				
BANCOS AMERICANOS	1975	1976	1977	1978	1979
PASSIVO					
Menos 8d	24,70	25,86	26,82	26,73	25,88
8d - 1m	16,61	18,84	17,88	17,52	18,06
1m - 3m	28,26	26,75	27,25	27,13	27,44
SUBTOTAL	69,57	71,45	71,95	71,38	71,38
3m - 6m	18,90	17,30	16,58	16,93	18,05
6m - 1a	6,25	6,29	6,45	7,61	7,36
1a - 3a	2,76	3,64	4,10	3,00	1,95
3a ou mais	2,52	1,32	0,92	1,08	1,26
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%
ATIVO					
Menos 8d	18,41	20,24	20,08	18,02	18,07
8d - 1m	14,92	14,29	13,84	14,14	15,82
1m - 3m	26,27	25,05	24,13	24,17	21,45
SUBTOTAL	59,60	59,58	58,05	56,33	55,34
3m - 6m	17,30	16,96	17,67	17,80	21,52
6m - 1a	6,45	6,55	6,86	7,64	7,48
1a - 3a	5,41	6,41	7,72	7,17	5,46
3a ou mais	11,24	10,50	9,70	11,06	10,20
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos situados em Londres que operavam no Euro
mercado. Porcentagens de ativo e passivo anual,
calculadas com base em dados quadrimestrais pa-
ra cada ano.

Tabela 31 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DOS BANCOS JAPONESES
1975/79

BANCOS JAPONESES	1975	1976	1977	1978	1979
					(%)
PASSIVO					
Menos 8d	10,09	10,67	14,67	13,28	14,19
8d - 1m	19,07	17,62	17,99	16,56	16,37
1m - 3m	34,81	35,12	30,47	28,49	27,44
SUBTOTAL	63,97	63,41	63,13	58,33	58,00
3m - 6m	20,02	19,20	17,62	17,13	19,88
6m - 1a	4,77	5,23	6,23	9,05	8,44
1a - 3a	2,60	4,22	10,13	12,12	10,29
3a ou mais	8,64	7,94	2,89	3,37	3,39
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>
ATIVO					
Menos 8d	15,74	15,42	15,65	12,35	11,40
8d - 1m	15,61	14,13	14,95	14,02	14,39
1m - 3m	26,79	28,79	25,63	25,43	25,44
SUBTOTAL	58,14	58,34	56,23	51,80	51,23
3m - 6m	15,46	14,97	15,51	15,94	18,83
6m - 1a	3,10	4,02	5,46	7,18	6,04
1a - 3a	3,74	4,94	9,72	9,22	6,58
3a ou mais	19,56	17,73	13,08	15,86	17,32
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN , vários números
1975/79

NOTA : Bancos situados em Londres que operavam no Euro
mercado. Porcentagens de ativo e passivo anual,
calculadas com base em dados quadrimestrais pa-
ra cada ano.

Tabela 32 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DOS CONSÓRCIOS BANCÁRIOS
1975/79

CONSÓRCIOS BANCÁRIOS	1975	1976	1977	1978	1979
	(%)				
PASSIVO					
Menos 8d	15,45	16,30	16,55	16,34	14,70
8d - 1m	19,63	19,20	20,09	18,15	20,22
1m - 3m	32,20	31,43	30,43	31,31	32,00
SUBTOTAL	67,28	66,93	67,07	65,80	66,92
3m - 6m	22,77	23,48	22,95	24,01	25,42
6m - 1a	7,30	6,72	7,05	7,59	5,27
1a - 3a	2,10	2,27	2,24	1,99	1,87
3a ou mais	0,55	0,60	0,69	0,61	0,52
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>
ATIVO					
Menos 8d	10,14	10,76	11,18	10,47	11,31
8d - 1m	11,56	10,71	10,94	10,32	10,92
1m - 3m	17,56	16,53	17,65	16,78	16,10
SUBTOTAL	39,26	38,00	39,77	37,57	38,33
3m - 6m	10,62	11,94	11,22	12,00	12,67
6m - 1a	6,08	6,34	7,24	8,65	7,61
1a - 3a	14,37	16,42	18,87	19,35	17,42
3a ou mais	29,67	27,30	22,90	22,43	23,97
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos situados em Londres que operavam no Euro mercado. Porcentagens de ativo e passivo anual, calculados com base em dados quadrimestrais para cada ano.

Tabela 33 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DE OUTROS BANCOS
1975/79

	(%)				
OUTROS BANCOS	1975	1976	1977	1978	1979
PASSIVO					
Menos 8d	18,89	19,65	20,16	20,11	21,07
8d - 1m	17,78	16,78	17,00	17,55	18,25
1m - 3m	28,21	28,58	27,63	28,67	28,84
SUBTOTAL	64,88	65,01	64,79	66,33	68,16
3m - 6m	20,25	19,76	20,43	20,31	20,19
6m - 1a	9,16	9,34	8,81	8,50	7,31
1a - 3a	2,93	3,40	3,84	3,22	2,70
3a ou mais	2,78	2,49	2,13	1,64	1,64
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>
ATIVO					
Menos 8d	12,89	13,04	15,05	15,21	16,09
8d - 1m	17,30	15,33	14,18	15,42	16,66
1m - 3m	25,42	25,29	23,79	25,49	25,93
SUBTOTAL	55,61	53,66	53,72	56,12	58,68
3m - 6m	17,69	17,27	18,07	17,51	18,18
6m - 1a	8,40	9,06	8,26	8,82	7,34
1a - 3a	6,10	6,79	8,30	7,72	5,88
3a ou mais	12,20	13,22	11,65	9,83	9,92
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos situados em Londres que operavam no Euro
mercado. Porcentagens de ativo e passivo anual,
calculados com base em dados quadrimestrais pa-
ra cada ano.

Tabela 34 - ESTRUTURA DE ATIVO E PASSIVO DO TOTAL DOS BANCOS
1975/79

	(%)				
TOTAL DOS BANCOS	1975	1976	1977	1978	1979
PASSIVO					
Menos 8d	19,43	20,29	21,71	21,25	21,04
8d - 1m	17,31	17,81	17,60	17,34	17,99
1m - 3m	28,90	28,66	27,64	28,02	28,14
SUBTOTAL	65,64	66,76	66,95	66,61	67,17
3m - 6m	19,87	19,02	18,76	18,93	20,04
6m - 1a	7,56	7,48	7,82	8,45	7,41
1a - 3a	3,35	4,01	4,65	4,15	3,56
3a ou mais	3,58	2,73	1,82	1,86	1,82
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>
ATIVO					
Menos 8d	15,21	16,05	16,68	15,59	15,90
8d - 1m	14,72	13,73	13,72	13,85	14,30
1m - 3m	23,94	23,74	22,49	23,05	23,56
SUBTOTAL	53,87	53,52	52,89	52,49	53,76
3m - 6m	15,92	15,59	16,21	16,10	17,33
6m - 1a	6,78	7,00	7,34	8,10	7,26
1a - 3a	7,21	8,28	9,71	9,17	7,28
3a ou mais	16,22	15,56	13,85	14,14	14,37
<u>TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos situados em Londres que operam no Euro mercado. Porcentagens de ativo e passivo anual, calculados com base em dados quadrimestrais para cada ano.

Tabela 35 - ÍNDICE DE COBERTURA DAS OPERAÇÕES ATIVAS DOS BANCOS
INGLESES
1975/79

PERÍODO	1975	1976	1977	1978	1979
Menos 8d	0,73	0,74	0,73	0,78	0,82
8d - 1m	0,73	0,69	0,72	0,72	0,66
1m - 3m	0,69	0,66	0,67	0,67	0,65
SUBTOTAL	0,71	0,69	0,70	0,72	0,71
3m - 6m	0,65	0,63	0,65	0,63	0,65
6m - 1a	0,81	0,82	0,79	0,86	1,03
1a - 3a	2,06	2,34	3,10	3,83	4,14
3a ou mais	6,19	8,69	7,91	7,42	10,55

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos localizados em Londres que operavam no
Euromercado
Índice calculado a partir das informações das
Tabelas 29 a 34.

Tabela 36 - ÍNDICE DE COBERTURA DAS OPERAÇÕES ATIVAS DOS BANCOS
AMERICANOS
1975/79

	(%)				
PERÍODO	1975	1976	1977	1978	1979
Menos 8d	0,74	0,78	0,75	0,67	0,70
8d - 1m	0,90	0,76	0,77	0,81	0,88
1m - 3m	0,93	0,94	0,89	0,89	0,78
SUBTOTAL	0,86	0,83	0,81	0,79	0,78
3m - 6m	0,92	0,98	1,07	1,05	1,19
6m - 1a	1,03	1,04	1,06	1,00	1,02
1a - 3a	1,96	1,76	1,88	2,39	2,80
3a ou mais	4,46	7,95	10,54	10,24	8,09

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos localizados em Londres que operavam no
Euromercado
Índice calculado a partir das informações das
Tabelas 29 a 34.

Tabela 37 - ÍNDICE DE COBERTURA DAS OPERAÇÕES ATIVAS DOS BANCOS
JAPONESES
1975/79

PERÍODO	1975	1976	1977	1978	1979
Menos 8d	1,56	1,44	1,07	0,93	0,80
8d - 1m	0,82	0,80	0,83	0,85	0,88
1m - 3m	0,77	0,82	0,84	0,89	0,93
SUBTOTAL	0,91	0,92	0,89	0,89	0,88
3m - 6m	0,77	0,78	0,88	0,93	0,95
6m - 1a	0,65	0,77	0,88	0,79	0,72
1a - 3a	1,44	1,17	0,96	0,76	0,64
3a ou mais	2,26	2,23	4,53	4,71	5,11

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETÍN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos localizados em Londres que operavam no
Euromercado

Índice calculado a partir das informações das
Tabelas 29 a 34.

Tabela 38 - ÍNDICE DE COBERTURA DAS OPERAÇÕES ATIVAS DOS CONSÓRCIOS
BANCÁRIOS
1975/79

PERÍODO	1975	1976	1977	1978	1979
Menos 8d	0,66	0,66	0,68	0,64	0,77
8d - 1m	0,59	0,56	0,54	0,57	0,54
1m - 3m	0,54	0,53	0,58	0,53	0,50
SUBTOTAL	0,58	0,57	0,59	0,58	0,57
3m - 6m	0,47	0,51	0,49	0,50	0,50
6m - 1a	0,83	0,94	1,03	1,14	1,44
1a - 3a	6,84	7,23	8,42	9,72	9,32
3a ou mais	53,94	45,50	33,19	36,77	46,10

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos localizados em Londres que operavam no
Euromercado
Índice calculado a partir das informações das
Tabelas 29 a 34.

Tabela 39 - ÍNDICE DE COBERTURA DAS OPERAÇÕES ATIVAS DOS OUTROS
BANCOS
1975/79

PERÍODO	1975	1976	1977	1978	1979
Menos 8d	0,68	0,66	0,75	0,76	0,76
8d - 1m	0,97	0,91	0,87	0,88	0,91
1m - 3m	0,90	0,88	0,86	0,89	0,90
SUBTOTAL	0,86	0,82	0,83	0,85	0,86
3m - 6m	0,87	0,87	0,88	0,86	0,90
6m - 1a	0,92	0,97	0,94	1,04	1,00
1a - 3a	2,08	1,99	2,16	2,40	2,18
3a ou mais	4,39	5,31	5,47	5,99	6,05

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos localizados em Londres que operavam no
Euromercado
Índice calculado a partir das informações das
Tabelas 29 a 34.

Tabela 40 - ÍNDICE DE COBERTURA DAS OPERAÇÕES ATIVAS DO TOTAL
DOS BANCOS
1975/79

PERÍODO	1975	1976	1977	1978	1979
Menos 8d	0,78	0,79	0,77	0,73	0,75
8d - 1m	0,85	0,77	0,78	0,80	0,79
1m - 3m	0,83	0,83	0,81	0,82	0,84
SUBTOTAL	0,82	0,80	0,79	0,79	0,80
3m - 6m	0,80	0,82	0,86	0,85	0,86
6m - 1a	0,90	0,93	0,94	0,94	0,98
1a - 3a	2,15	2,07	2,09	2,21	2,04
3a ou mais	4,53	5,70	7,61	7,60	7,90

FONTE: BANK OF ENGLAND QUARTELY BULLETIN, vários números
1975/79

NOTA : Bancos localizados em Londres que operavam no
Euromercado
Índice calculado a partir das informações das
Tabelas 29 a 34.

4.2.9 Taxa de Juros

Durante a década de setenta, a estrutura de taxas de juros do Euromercado continuou a acompanhar a dos Estados Unidos. Como já foi dito neste trabalho, o fato de ser o dólar a moeda predominante nas negociações do Euromercado explicaria a trajetória paralela das taxas de juros deste mercado e do americano.

Observando-se os Gráficos 7 e 8, pode-se notar que este paralelismo apresenta algumas exceções, quando o diferencial entre estas taxas alcança níveis significativos.

As maiores variações entre as taxas de juros americanas e internacionais geralmente, foram, provocadas por distúrbios eventuais ao longo dos anos setenta.

Em 1971, por exemplo, houve considerável diferença entre o aumento das taxas de juros praticadas no Euromercado em face das taxas do mercado americano.

A razão fundamental para o aumento desse diferencial foi o enfraquecimento da moeda americana frente às demais moedas dos países desenvolvidos. A expectativa de desvalorização iminente do dólar e o fim do sistema de paridades fixas ocasionaram a elevação das taxas de juros para depósitos em euro dólares. Como já foi visto anteriormente, cerca de 70% das operações no Euromercado eram denominadas em dólar. Assim sen

do, alterações nas taxas de depósitos dos eurodólares afetaram toda a estrutura de taxas de juros do mercado.

Após 1974, quando os controles americanos sobre o fluxo de capitais foram retirados, a proximidade entre o mercado americano e o internacional aumentar ainda mais. O fim das restrições dos movimentos de capitais entre os Estados Unidos e o mercado internacional estreitou consideravelmente as margens entre as taxas de juros americanas e as do Euromercado. No período compreendido entre 1976 e 1979, esse diferencial manteve-se relativamente estável.

Apesar de não ter sido possível obter dados sobre a evolução dos "spreads" na década de setenta, podem ser feitas algumas considerações sobre este importante componente do custo dos empréstimos ou da margem de lucro dos bancos (1).

Paul Einsig cita que os "spreads" para a América Latina passaram de, em média, 3% ao ano em 1970, para 1 1/2% ao ano, em 1972. Os países do COMECON também se beneficiaram de

1 GAFFNEY, T.F. The course of euromarket interest spreads now. Euromoney, p.56-59, out. 1975.

HAEGELE, M. The behavior and determination of spreads in the medium - term eurocurrency market. Business Economics, p.41-48, set.1980.

EINZIG, P. Roll-over credits: the system of adaptable interest rates. London, Macmillan., 1973. cap.6, p.41-51.

GRÁFICO 7 EVOLUÇÃO DA LIBOR E DA PRIME-RATE AMERICANA (1970 - 79)

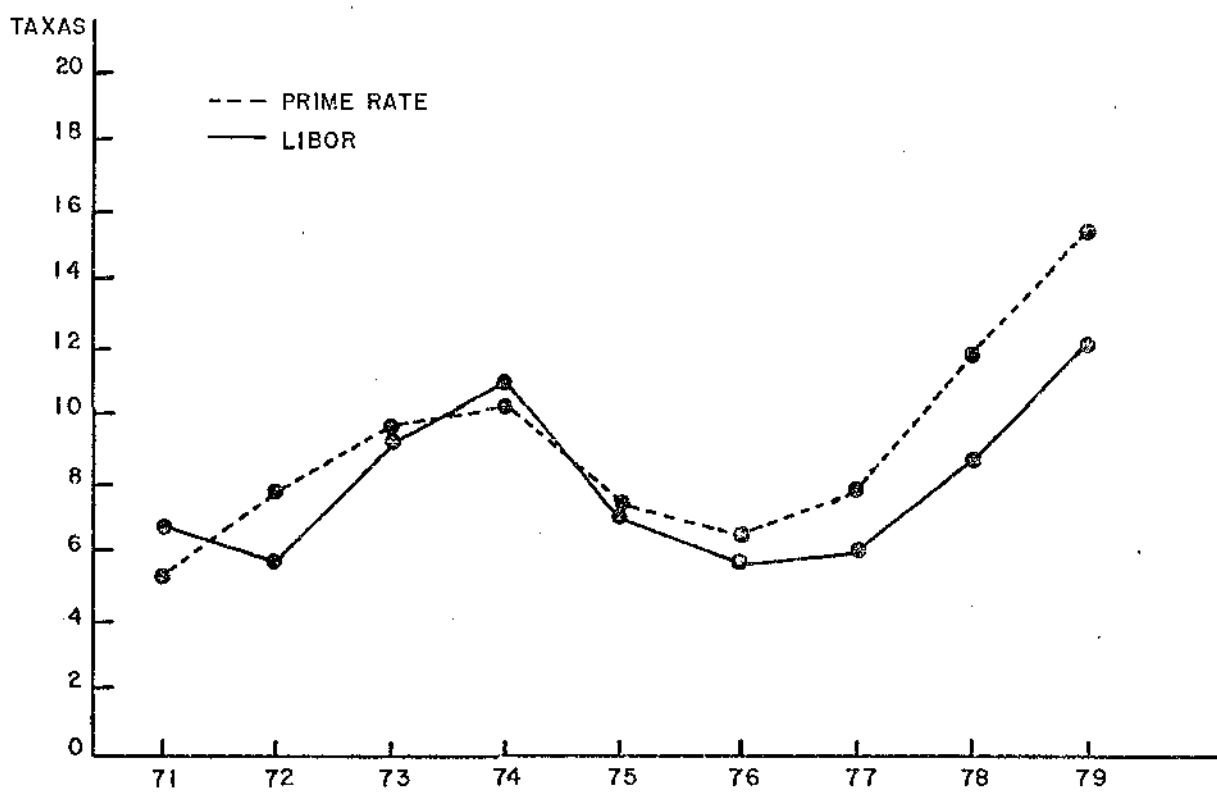
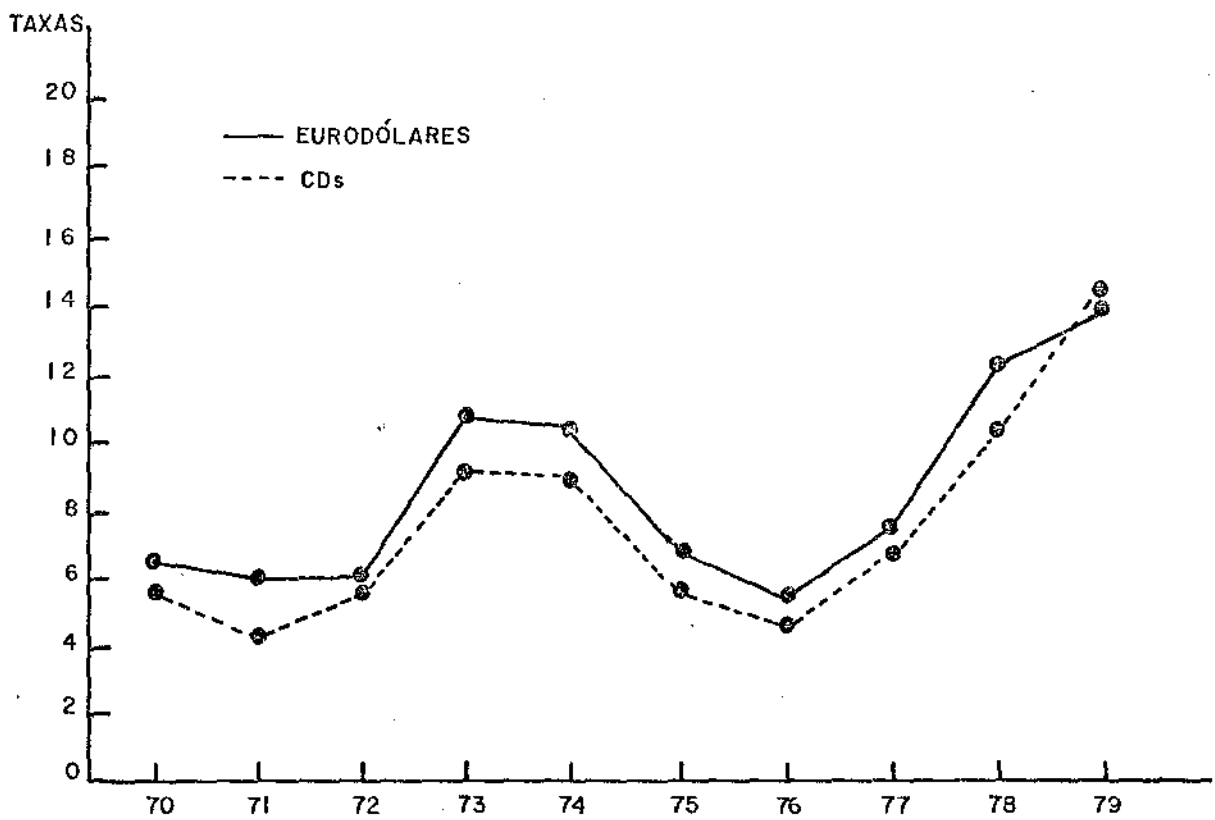


GRÁFICO 8 TAXAS DE JUROS DO EUROMERCADO E DO MERCADO AMERICANO (1970-79)



uma redução significativa nos "spreads" cobrados (1). A causa principal para esta redução, segundo o autor, deveu-se à extrema liquidez do mercado nos anos iniciais da década de setenta.

O declínio das taxas de risco nos primeiros anos da década de setenta, também foi comentado por Thomas Gaffney (2). Para este autor, a liquidez e a concorrência existe no mercado seriam as principais responsáveis pela diminuição dos "spreads" aplicados. Esta redução era vista como temporária, pois, com a retomada do crescimento econômico dos países industrializados, a demanda por crédito aumentaria, o que implicaria a "volta" dos tomadores de 1ª. linha para o mercado, e conseqüente elevação dos "spreads" cobrados dos outros tomadores.

Monroe Halgele, em artigo sobre esse assunto, (3) assinala as diferenças dos "spreads" entre os tomadores dos países industrializados e em desenvolvimento. Mostra também, que havia uma hierarquia entre os países em desenvolvimento, a qual favorecia os exportadores de petróleo. (Ver Tabela 41)

Os "spreads" foram afetados por mudanças na situação política e econômica dos países industrializados durante o pe

1 EINZIG, P., op. cit., p.49.

2 GAFFNEY, T.F., op. cit., p.56.

3 HAEGELE, M., op. cit.; p.44.

Tabela 41 - OS SPREADS DE 20 PAÍSES SELECIONADOS CLASSIFICADOS
EM ORDEM CRESCENTE
1974/78

PAÍSES	1974	1975	1976	1977	1978
PAÍSES INDUSTRIALIZADOS					
Canadá	7	1	4	10	1
Dinamarca	3	10	5	9	8
Estados Unidos	12	5	8	2	2
Finlândia	6	6	10	8	7
França	1	4	1	1	3
Inglaterra	2	3	7	4	4
Itália	4	12	12	11	13
Noruega	14	11	9	5	6
Suécia	11	2	3	3	5
PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO EXPORTADORES DE PETRÓLEO					
Irã	5	9	6	7	9
Indonésia	9	13	17	15	11
México	8	7	11	12	14
Venezuela	10	8	2	6	10
PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO NÃO EXPORTADORES DE PETRÓLEO					
Argentina	19	19	16	14	16
Brasil	18	15	20	20	17
Coréia	16	18	15	13	18
Costa do Marfim	15	16	19	19	19
Filipinas	17	20	13	16	15
Gabão	20	17	18	18	20
Panamã	13	14	14	17	18

FONTE: HAEGELE, MONROE - The Behavior and Determination of Spreads in the Medium - Term Eurocurrency Markets, BUSINESS ECONOMIES, Set. 1980, P.44.

ríodo de 1974-78. O movimento separatista canadense, por exemplo, em 1977, provocou uma elevação dos "spreads" cobrados para esse país. No caso da Dinamarca, dada as dificuldades de Balanço de Pagamentos, em 1975, os "spreads" elevaram-se substancialmente. Houve ainda casos de países, como, por exemplo a Itália, onde a persistência de um quadro de instabilidade política reduziu a vantagem que possuíam por serem industrializados.

4.2.10 O Mercado de Eurobônus

Para efeito de análise do período 1970-79, o mercado de capitais internacional será dividido em três segmentos: mercado de eurobônus; mercado de bônus para estrangeiros em vários países exceto os Estados Unidos; mercado de bônus americano para estrangeiros (Tabela 42).

Até 1974, o segmento de longo prazo do Euromercado dominou a emissão de obrigações no mercado internacional. Neste ano, com o fim da Interest Equalization Tax - IET, existente nos Estados Unidos, quase 50% dos bônus transacionados internacionalmente foram negociados no mercado americano (Tabela 43). Contudo, após 1974, a participação do segmento internacional do mercado de capitais localizado nos Estados Unidos voltou a ter participação menos expressiva, atingindo, em 1979, o nível de aproximadamente 11% do total.

TABELA 42

EMISSÃO DE BÔNUS NO MERCADO INTERNACIONAL (1)
1970-79

(US\$ milhões)

Emissões de bônus: por categoria dos emitentes e por moeda de emissão	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Total do Eurobônus	2966	3642	6335	4193	2134	8567	14328	17735	14125	18726
Segundo categoria do emissor										
Empresas americanas	741	1098	1992	874	110	268	435	1130	1122	2872
Empresas estrangeiras	1065	1119	1759	1309	640	2903	5323	7284	4540	7183
Empresas públicas	594	848	1170	947	542	3123	4138	4707	3291	4524
Governos	351	479	1019	659	482	1659	2239	2936	3643	2433
Organizações internacionais	215	98	395	404	360	615	2193	1678	1529	1714
Segundo a moeda										
US\$	1775	2221	3908	2447	996	3738	9125	11628	7290	12565
Marco alemão	688	786	1129	1025	344	2278	2713	4109	5251	3626
Guildd holandesa	391	298	393	194	381	719	502	361	394	531
Dólar canadense	0	0	15	0	60	558	1407	674	0	425
Franco francês	0	20	491	166	0	293	39	0
Outros	112	317	398	361	353	981	542	963	1190	1579
Total de bônus no mercado para estrangeiros (exclusive EUA)	378	1538	2060	2626	1432	4884	7586	7185	14359	17749
Segundo a categoria do emissor										
Empresas americanas	55	200	215	546	77	61	28	40	245	217
Empresas estrangeiras	83	212	345	396	455	1386	1654	1158	2110	3463
Empresas públicas	16	163	249	446	568	1314	2439	1909	3163	3284
Governos	53	254	177	297	138	765	1307	1834	5771	7663
Organizações internacionais	171	709	1074	941	194	1350	2158	2244	3070	3122
Segundo a moeda										
Marco alemão	89	308	500	362	253	1089	1288	2096	3789	5379
Franco suíço	193	669	815	1526	911	3297	5359	3463	5698	9777
Guildd holandesa	17	17	31	0	4	182	597	211	385	75
Yen	15	92	311	271	0	67	226	1271	3826	1833
Outras	64	452	403	467	264	248	116	144	671	685
Total de bônus emitidos no mercado americano	1216	1104	1353	1019	3291	6460	10602	7286	5795	4515
Segundo a categoria do emissor										
Entidades canadenses	904	635	986	925	1962	3074	6138	2946	3142	2193
Organizações internacionais	300	425	250	0	610	1900	2275	1917	459	1100
Outros	12	44	117	94	719	1486	2189	2423	2194	1222
TOTAL	4560	6284	9748	7838	6857	19911	32516	32206	34279	40990

FONTE: MORGAN GUARANTY TRUST, WORLD FINANCIAL MARKETS, vários números.

(1) Dados de final de período.

TABELA 43

PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS VÁRIOS MERCADOS EMISSORES DE
BÔNUS A NÍVEL INTERNACIONAL
1970-79

Mercado	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Eurobônus	65,04	57,96	64,99	53,50	31,12	43,03	44,06	55,07	41,20	45,68
Outros países exceto EUA	8,29	24,47	21,13	33,50	20,88	24,53	23,33	22,31	41,89	43,30
EUA	26,67	17,57	13,88	13,00	48,00	32,44	32,61	22,62	16,91	11,02
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

FONTE: MORGAN GUARANTY TRUST, WORLD FINANCIAL MARKETS, vários números.

Assim sendo, como ocorre nos segmentos de curto e mé dio prazo do Euromercado, no mercado de eurobônus o dólar era a principal moeda. Ao longo do período, mais da metade das eu roobrigações eram denominadas em moeda americana. Somente em 1974 e 1975, as emissões de eurobônus em dólares não atingi ram 50%, reflexo provável da importância readquirida por No va Iorque no mercado de capitais internacional (Tabela 44). O marco alemão foi a segunda moeda mais importante no que diz respeito à denominação das euroobrigações - cerca de 20% do total de emissões - seguindo tendência já verificada na déca da de sessenta.

Em relação aos agentes emissores de eurobônus, as em presas privadas foram responsáveis por cerca de 45% do total de emissões do longo dos anos setenta. Embora sua participa ção mais expressiva tenha sido nos quatro primeiros anos da década (em torno de 60%), com a menor participação das empre sas americanas após 1974, deixaram de ser os principais agen tes emissores, ainda que continuassem a manter presença sig nificativa no mercado (Tabela 45).

A taxa de retorno dos eurobônus depende do preço de negociação desses papéis. As flutuações no mercado secundário propiciam ganhos ou perdas para os detentores desses títulos. As principais influências no preço dos bônus são o nível de ta xa de juros de curto prazo e o grau de liquidez no mercado mo netário. Quando a remuneração dos bônus está acima das taxas de juros de curto prazo, há um diferencial positivo de rendi-

Tabela 44 - EVOLUÇÃO DA EMISSÃO DE EUROBÔNUS SEGUNDO A DENOMINAÇÃO DA MOEDA 1970-79

	(%)									
Moeda de Emissão	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Dólar Americano	59,8	61,0	61,7	58,4	46,7	43,6	63,7	65,6	51,6	67,1
Marco Alemão	23,2	21,6	17,8	24,4	16,1	26,6	18,9	23,2	37,2	19,4
Guilddá Holandesa	13,2	8,2	6,2	4,6	17,9	8,4	3,5	2,0	2,8	2,8
Dólar Canadense	0,0	0,0	0,2	0,0	2,8	6,5	9,8	3,8	0,0	2,3
Franco Francês	0,0	0,5	7,8	4,0	0,0	3,4	0,3	0,0
Outros	3,8	8,7	6,3	8,6	16,5	11,5	3,8	5,4	8,4	8,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: Morgan Guaranty Trust-World Financial Markets, vários números.

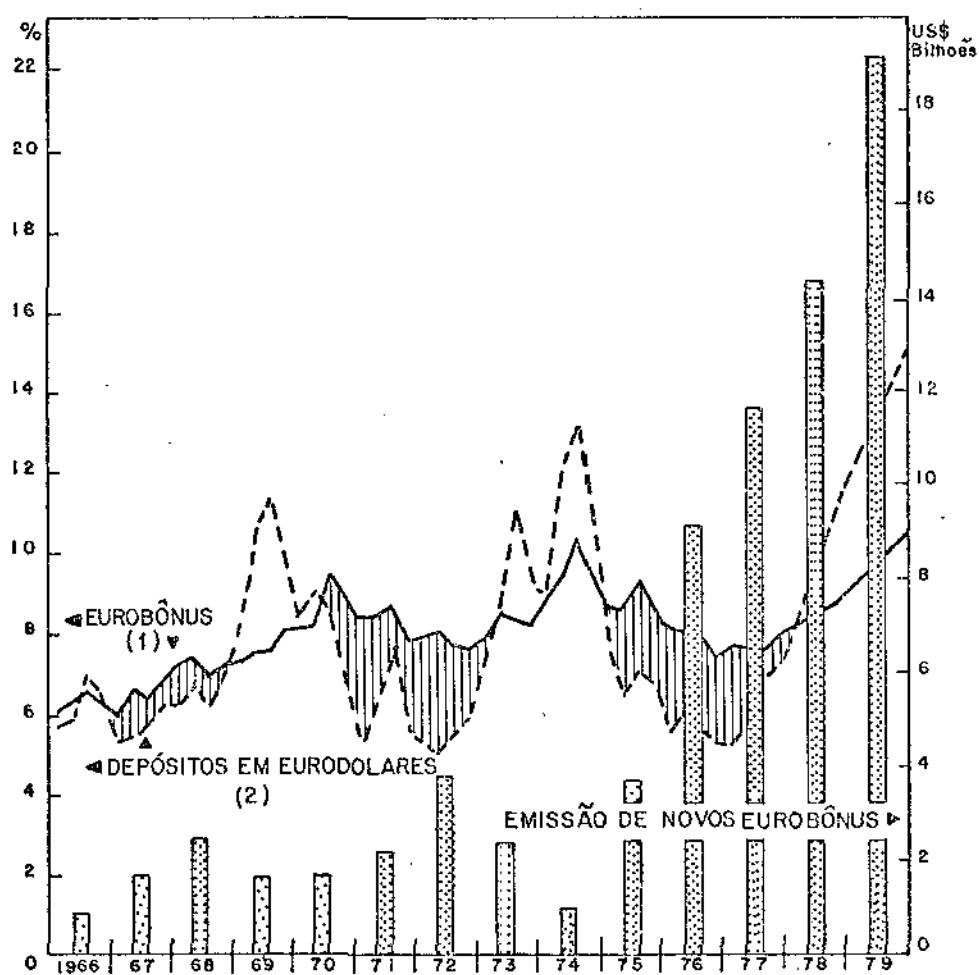
Tabela 45 - PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS AGENTES EMISSORES NO MERCADO DE EUROBÔNUS 1970-79

	(%)									
Agentes Emissores	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Empresas Americanas	25,1	30,2	31,4	20,9	5,2	3,1	3,0	6,4	7,9	15,2
Empresas Estrangeiras	35,9	30,7	27,8	31,2	30,0	33,9	37,2	41,0	32,1	38,4
Empresas Públicas	20,0	23,3	18,5	22,6	25,3	36,4	28,9	26,5	23,4	24,2
Governos	11,8	13,1	16,1	15,7	22,6	19,4	15,6	16,6	25,8	13,0
Organizações Internacionais	7,2	2,7	6,2	9,6	16,9	7,2	15,3	9,5	10,8	9,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: Morgan Guaranty Trust-World Financial Markets, vários números.

mento. Quando esta remuneração está abaixo das taxas de juros de curto prazo, este diferencial é negativo. Neste caso, torna-se extremamente difícil para os prestatários levantar capital novo com taxas de rendimento fixo no mercado de bônus. O Gráfico 9 mostra a redução do volume de emissão de novos eurobônus - dois terços (2/3) -, quando, entre 1972 e 1974, materializaram-se diferenciais de remuneração negativos e o rápido crescimento no período 1975-77, quando os diferenciais voltaram a ser positivos.

GRÁFICO 9 EVOLUÇÃO DOS RENDIMENTOS DOS EUROBÔNUS E DAS TAXAS DE JUROS DOS DEPÓSITOS EM EURODÓLARES



(1) EUROBÔNUS EM DOLARES EMITIDOS POR EMPRESAS AMERICANAS
(2) 3 MESES

Fonte: MORGAN GUARANTY TRUST

World Financial Markets, vários números

4.3 Evolução Recente

Alterações extremamente relevantes ocorreram no euromercado na virada da década de setenta: se durante os anos setenta, o mercado cresceu a uma taxa nominal de 20 a 30% ao ano e manteve este ritmo acelerado nos anos de 1980 e 1981, a partir de 1982 essa taxa caiu para 10% ao ano, reduzindo-se ainda mais em 1983, para atingir o nível de 3% no ano de 1984 (Tabela 46).

Tabela 46 - DIMENSÃO BRUTA E DIMENSÃO LÍQUIDA DO EUROMERCADO E PASSIVO DO MERCADO INTERBANCÁRIO 1974-84

Ano	Dimensão Bruta	%	Dimensão Líquida	%	(US\$ bilhões)	
					Passivo no Mercado Interbancário	%
1979	1.233	29,93	578	20,92	655	39,07
1980	1.524	23,60	705	21,97	819	25,04
1981	1.861	22,11	859	21,84	1.002	22,34
1982	2.057	10,53	932	8,54	1.125	10,28
1983	2.246	9,19	1.032	10,73	1.214	7,91
1984	2.315	3,07	1.065	3,20	1.250	2,97

FONTE: World Financial Market. New York, Morgan Guaranty Trust, jan. 1984, jan. 1985.

O declínio nas taxas de crescimento do Euromercado reflete a contração do mercado interbancário, característica de um período de crise no mercado. A causa imediata desta crise foi o problema de solvência de importantes devedores pertencentes ao grupo dos países em desenvolvimento.

Em 1979, o efeito conjugado da duplicação em termos reais dos preços do petróleo e da elevação das taxas de juros internacionais tornou de difícil manejo as dívidas dos países em desenvolvimento importadores de petróleo.

Como ocorrera em 1974, os desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos desses países foram reciclados no mercado de crédito privado internacional. No entanto, esta reciclagem foi feita a partir de posições devedoras extremamente elevadas e, em sua maior parte, contratadas com taxas de juros flexíveis.

Entre 1974-79 o débito dos principais países tomadores de recursos no Euromercado, incluindo países em desenvolvimento não produtores de petróleo, alguns países industrializados e países exportadores de petróleo, mas não localizados no Oriente Médio ou no Norte da África - aproximadamente triplicou. No final de setembro de 1979, a dívida desses países representava dois terços do total dos ativos em moeda estrangeira dos eurobancos (1).

1 WORLD FINANCIAL MARKETS. New York, Morgan Guaranty Trust, p.5, mar.1980.

Como já foi apontado, a estrutura de ativo e passivo dos bancos internacionais apresentou descompasso acentuado durante os anos setenta, sobretudo após 1973. A concessão de novos créditos, contratados com juros flexíveis, para compensação de déficits nos Balanços de Pagamentos dos países citados na Tabela 47, representava, por si só, um grande aumento de risco ou, então, uma deterioração acelerada da taxa de capital/ativo desses bancos. Finalmente, a elevação das taxas de juros internacionais constituiu o fator definitivo para desestabilização do Sistema de Crédito Internacional Privado.

Tabela 47 - DISTRIBUIÇÃO DOS ATIVOS DOS EUROBANCOS SEGUNDO GRUPOS DE PAÍSES TOMADORES (1)
1979

Grupo de Países Tomadores	Ativos US\$ bilhões	% do Total
Países em Desenvolvimento		
. Importadores de Petróleo	103,4	30,2
. Maiores Tomadores (2)	80,1	23,4
. Outros	23,3	6,8
Países Industrializados		
. Importadores de Petróleo	107,6	31,5
. Maiores Tomadores (3)	75,5	22,1
. Outros	32,1	9,4
Países Exportadores de Petróleo não localizados no Oriente Médio ou na África do Norte		
. Maiores Tomadores (4)	66,8	19,5
. Outros	9,4	2,7
Europa Oriental	54,7	16,0
TOTAL	342,0	100,0

FONTES: World Financial Market. New York, Morgan Guaranty Trust, p.5, Mar.1980.

(1) Bancos que prestam informações para o BIS.

(2) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Coreia, Índia, Filipinas, Taiwan, Tailândia e Turquia.

(3) África do Sul, Austrália, Dinamarca, Espanha, Finlândia, Grécia, Irlanda, Iugoslávia, Nova Zelândia, Portugal e Suécia.

(4) Equador, Indonésia, Malásia, México, Nigéria, Noruega, Peru, Trinidad e Venezuela.

4.4 A Política Monetária Americana Recente e o Euromercado

A discussão sobre a reformulação do Sistema Monetário Internacional ocupou o principal lugar na pauta de trabalho das reuniões dos principais países industrializados (Grupo dos Dez) durante os anos 70, especialmente após 1973. O papel do dólar, como moeda internacional, devendo desempenhar as funções de unidade de conta e de reserva de valor, estava sendo seriamente questionado. A fragilidade da moeda americana acentuava-se e sua perda de hegemonia parecia evidente nos anos finais da década de setenta. O marco alemão, era a principal moeda a ocupar o vácuo criado pelo declínio do dólar no sistema monetário internacional.

A relação entre os Estados Unidos e a Alemanha foi tensa durante o Governo Carter (1976-79), pois o Governo Alemão do chanceler Helmut Schmidt resistia em aceitar as pressões americanas, de seguir uma política monetária expansionista e de sustentação do dólar. O objetivo do Bundesbank - Banco Central Alemão - era restringir a base monetária e assim combater o processo inflacionário no alemão.

A subida dos preços do petróleo, em 1979, contribuiu para acelerar a inflação na Alemanha e, em setembro de 1979, o índice dos preços no atacado registrava alta de 9,6%, em relação ao mesmo mês do ano anterior (2).

2 MEWOSH, E. The germans persist in playing their own monetary game. Business Week, Nov. 12, p.112, 1979.

Desde o início de 1979, as taxas de curto prazo no mercado alemão vinham-se elevando, como resultado da política de restrição monetária executada pelo Governo Alemão. Taxas de juros mais elevadas no mercado alemão e perspectiva de valorização do marco induziam uma intensa especulação contra o dólar, pressionando as autoridades monetárias para elevar também suas taxas de juros, sob pena de que ocorresse uma nova crise do dólar. Isto porque, o dólar não se desvalorizara apenas em relação ao marco alemão, mas também em relação ao franco suíço, além de outras moedas de países industrializados.

A melhora nas relações de comércio dos Estados Unidos com os demais países em 1979, e a subida das taxas de juros americanas, a partir do segundo semestre de 1979, não conseguiram reverter a situação de fragilidade do dólar durante este ano.

No entanto, a partir de 1980, com a persistência da política monetária de manutenção de taxas de juros elevadas, a posição internacional do dólar passou a se fortalecer. No nosso entender, a taxa de câmbio, no período 1980-84, passou a se subordinar fundamentalmente à taxa de juros e às expectativas de valorização.

Além disso, a subida das taxas de juros americanas forçou a elevação das taxas de juros internacionais, o que impediu muitos países devedores de pagar o serviço de suas dívidas.

Um dólar forte e a crise dos países devedores deslocaram da agenda das reuniões dos países industrializados a questão da reforma do Sistema Monetário Internacional.

Em 1982, as contradições do Sistema de Crédito Internacional explodiram sob a forma de insolvência de importantes devedores. A instabilidade desse sistema já era patente nos anos setenta.

No entanto, as alterações dos anos iniciais da década de oitenta inviabilizaram o acesso ao Euromercado por parte de alguns dos maiores clientes dos anos anteriores.

A queda acentuada no crescimento do Euromercado reflete o fechamento desse mercado para importantes parceiros dos países endividados e também o afluxo de capitais para o mercado americano.

Vejamos, em primeiro lugar, com um pouco mais de detalhe a evolução da participação relativa, por grupo de países, no Mercado de Crédito Internacional (Tabelas 48 e 49).

Os países da América Latina tiveram sua participação diminuída em torno de 47% nos créditos internacionais de 1982 para 1983. Além disso, dos US\$15,4 bilhões de empréstimos destinados a esse grupo de países em 1983, somente US\$ 1,5 bilhões foram negociados diretamente no mercado, ou seja, 90% desses empréstimos tiveram a intermediação do Fundo Monetário

(1)

Tabela 48 - EVOLUÇÃO DO SISTEMA DE CRÉDITO INTERNACIONAL SEGUNDO
O MERCADO E GRUPOS DE PAÍSES
1982/83

	(US\$ bilhões)		
	1982	1983	(%)
SEGUNDO MERCADO			
Eurocréditos	84,91	73,90	(12,97)
Emissões de Bônus Estrangeiros	78,04	75,67	(3,04)
- Eurobônus	51,64	48,48	(6,12)
- Bônus para Estrangeiros	26,40	27,19	2,99
. Suíça	11,43	14,10	23,66
. EUA	5,95	4,40	(26,05)
. Japão	3,42	3,79	10,82
. Alemanha	2,95	2,61	(11,52)
. Outros	2,65	2,29	(13,58)
SEGUNDO PAÍSES PRESTATÁRIOS			
Países Desenvolvidos	105,46	98,13	(6,95)
- Europa	62,51	47,95	(23,29)
- EUA	21,05	20,25	(3,80)
- Canadá	15,82	8,44	(46,65)
- Japão	8,40	14,33	70,59
- Outros	17,24	7,16	(58,46)
Países em Desenvolvimento	46,59	35,47	(23,87)
- América Latina	29,20	15,38	(47,33)
- Ásia	10,55	11,04	4,64
- Oriente Médio e África	6,84	9,05	32,31
Países do Bloco Socialista	0,83	1,29	55,42
Organizações Internacionais	10,06	14,68	45,92
TOTAL	162,95	149,57	(8,21)

FONTE: MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF N.YORK - World Financial Markets - Jan. 1984, P.1.

NOTA : (1) Compreende eurocréditos e bônus internacionais.

Tabela 49 - PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE CRÉDITO INTERNACIONAL SEGUNDO GRUPOS DE PAÍSES
1976-83

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Participação por Grupo de Países								
Países Desenvolvidos								
. Mercado de Capitais	74,0	69,9	72,3	77,4	77,7	77,2	80,7	79,0
. Eurocréditos	39,0	41,2	41,2	32,9	50,6	64,5	50,0	51,9
Países em Desenvolvimento								
. América Latina								
. Mercado de Capitais	2,3	7,5	7,6	5,1	4,7	6,9	3,3	0,1
. Eurocréditos	30,0	23,8	30,4	33,9	31,2	22,7	31,5	20,7
. Ásia								
. Mercado de Capitais	2,0	1,6	1,9	1,7	1,0	2,0	2,7	2,8
. Eurocréditos	9,8	10,2	11,3	12,8	9,2	7,7	9,9	11,9
. Oriente Médio e África								
. Mercado de Capitais	1,2	1,3	3,4	1,1	0,5	0,3	0,6	0,3
. Eurocréditos	12,2	16,2	11,5	11,3	4,9	3,6	7,5	12,0
. Países Econ. Planejada								
. Mercado de Capitais	0,2	0,7	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1
. Eurocréditos	8,7	8,1	5,4	8,8	3,6	1,3	0,9	1,6
. Organizações Internacionais								
. Mercado de Capitais	20,3	19,0	14,7	14,5	15,9	13,5	12,7	17,7
. Eurocréditos	0,3	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,8
TOTAL (US\$ bilhões)	61.518	75.742	104.458	123.802	119.312	186.364	162.947	149.568
. Mercado Int. Capitais	32.669	33.976	34.279	40.990	41.920	52.985	78.042	75.669
. Eurocréditos	28.849	41.766	70.179	82.392	77.392	133.379	84.905	73.899

FONTE: Morgan Guaranty Trust-World Financial Markets, jan. 84.

Internacional e dos governos locais, constituindo pacotes especiais de crédito (1).

No entanto, para os países em desenvolvimento, localizados na Ásia, por exemplo, os empréstimos internacionais em 1983 superaram em 5% o montante concedido no ano anterior. Ainda mais significativo foi o crescimento de créditos, em 1983, para países do Oriente Médio e da África, cerca de 32% a mais do que em 1982, reflexo do aumento de empréstimos destinados, à União dos Emirados Árabes, Argélia e Turquia, sendo que esses dois últimos países tinham estado ausentes do mercado por muitos anos.

É importante ressaltar que os países em desenvolvimento respondiam por cerca de 28% do total de créditos concedidos internacionalmente em 1982 e que eram os países industrializados os grandes usuários do Mercado Internacional. Ainda que no segmento de médio prazo (eurocréditos) a participação relativa desses países fosse próxima da dos países desenvolvidos, no mercado de capital internacional, esses países participavam com cerca de 6% do total - no segmento de longo prazo - eurobônus e obrigações para estrangeiros -, a presença de países em desenvolvimento não chegou a ser significativa em nenhum momento. De qualquer forma, a saída de países em desenvolvimento desse mercado provocou dificuldades tanto para os emprestadores como para os tomadores em geral.

1 Esses empréstimos administrados são chamados de involuntary lending. Ver: WORLD FINANCIAL MARKETS. New York, Morgan Guaranty Trust, p.2., jan.1984.

Apesar do Mercado de Crédito Internacional ter-se fechado para países em desenvolvimento, é necessário assinalar que isto não se deu para a totalidade desses países. Na verdade, foram excluídas das relações diretas de mercado o grupo que até então tivera maior peso, ou seja, países da América Latina, sobretudo o México e o Brasil. Isto, porém não significa que esse espaço não passa vir a ser ocupado por outros tomadores.

Outro elemento fundamental para a análise do período recente do Euromercado é a afluência de capital para o mercado monetário americano. Neste ponto há que se considerar, como fatores essenciais do movimento de capitais em direção aos Estados Unidos, a elevação das taxas de juros, a expectativa de valorização do dólar, as facilidades criadas pelo Governo Americano para atração de capitais monetários e o risco crescente das operações internacionais.

A respeito dos dois primeiros aspectos já foram feitos alguns comentários. Em relação às condições institucionais favoráveis para entrada de capitais nos Estados Unidos, a principal medida foi tomada em dezembro de 1984, através da International Banking Facilities - IBFs, que abriu o mercado monetário americano para os negócios internacionais (1). Desta for

1 International Banking Facilities (IBFs) - Regulamentação especial para a condução dos negócios bancários internacionais nos EUA, tanto para os bancos americanos como para os estrangeiros. Os depósitos devem ser de não-residentes americanos ou de outros bancos inseridos nos IBFs, o prazo de maturidade mínima é de dois dias e o volume mínimo de operação é de US\$100.000 os bancos, também são eximidos dos requerimentos estabelecidos pelo FED para operações domésticas e não há teto máximo para taxas de juros.

ma, as autoridades monetárias americanas procuraram criar condições similares às existentes ao Euromercado, o total de depósitos nos bancos localizados nos Estados Unidos, que operavam dentro do IBFs, foi de US\$ 46, US\$147 e US\$171 bilhões em 1981, 82 e 83, respectivamente. Em 1983, os Estados Unidos já tinham ocupado a segunda colocação entre os centros financeiros internacionais - 10,1% do total dos depósitos internacionais - perdendo para Londres, que detinha cerca de 37% dos passivos do Euromercado. O terceiro centro financeiro internacional, em 1983, foi Bahamas, com cerca de 8% do total dos depósitos (Tabela 50).

Com o sucesso da política monetária restritiva, e elevação das taxas de juros, implementada a partir do segundo semestre de 1979, o Governo Americano procurou aproveitar a valorização do dólar para internalizar parte do Euromercado. Para tanto, ofereceu condições semelhantes às de outros centros financeiros, sem, contudo, conseguiu esvaziar, os demais centros, pelo menos até o ponto onde nos foi possível analisar.

A existência de riscos crescentes, decorrente da insolvência de importantes devedores, constituiu fator adicional para o retorno de parte das atividades dos bancos americanos para o interior do território nacional. A busca de um prestamista em última instância, papel desempenhado pelos Bancos Centrais Nacionais, também contribuiu para a intensificação dos negócios dos bancos americanos em seu próprio país.

O vergitinoso afluxo de capitais para o mercado americano em 1984, pode ser explicado, além dos elementos apontados anteriormente, pela retirada do imposto para aplicações financeiras por estrangeiros nos Estados Unidos, medida relacionada com o interesse do Governo desse país em atrair dólares de várias partes do mundo para equilibrar suas contas internacionais e sua dívida interna (Tabela 51).

Os gráficos que se seguem, em especial o que relaciona a taxa de câmbio real com o diferencial de taxas de juros reais de curto prazo, indicam que, apesar da redução do nível real das taxas de juros, o dólar continuou seu processo de valorização a partir do segundo semestre de 1981. A hipótese levantada no tópico 3.3.4, de que as taxas de câmbio se subordinariam às taxas de juros e às próprias expectativas de alterações no valor da moeda, parece se confirmar. Se para a recuperação do valor do dólar, a partir de 1979, a política monetária americana, de elevar suas taxas de juros, foi fundamental, uma vez revertida esta situação, o fortalecimento do dólar passou a estar centrado na próxima expectativa de sua valorização. Se assim não fosse, como explicar o fenômeno mais recente, que combina taxas de juros reais declinantes com valorização crescente do dólar, numa situação de déficit nas transações correntes americanas?

Pode-se pensar ainda que esta expectativa se formaria em função da inflação e das taxas de crescimento esperadas, da Economia Americana, em relação aos outros países in-

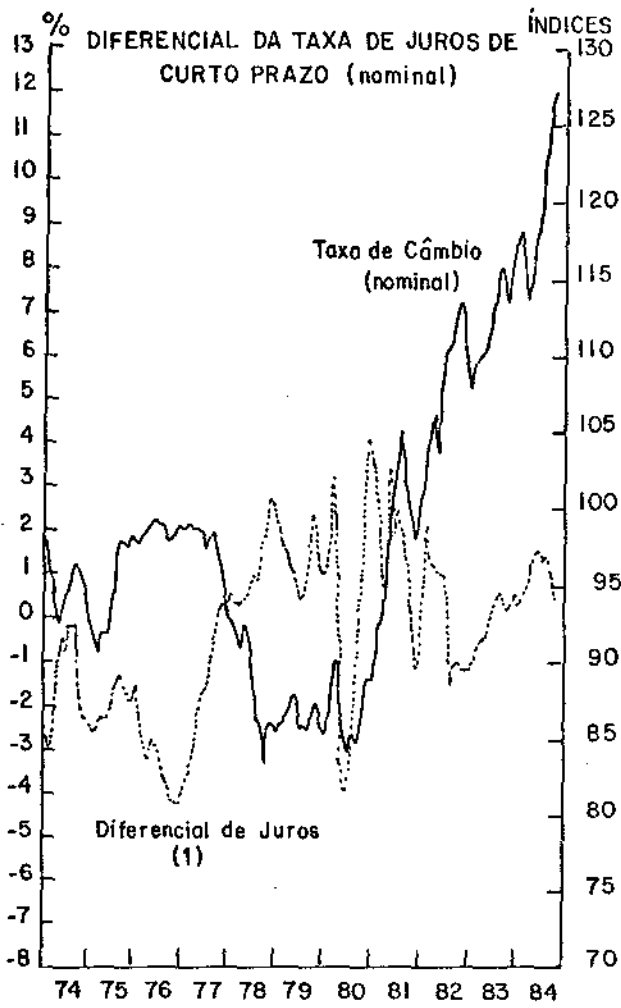
dustrializados (1).

A partir da decisão do Governo Americano em manter sua moeda valorizada, a opção dos Bancos Centrais dos principais países industrializados foi de reduzir sua oferta monetária, o que gerou um processo de retração da atividade econômica desses países. Mesmo no caso do Japão, a taxa de crescimento real para os anos de 1983-84 foi ligeiramente inferior à americana.

1 Ver tabelas 4 e 5 do anexo estatístico.

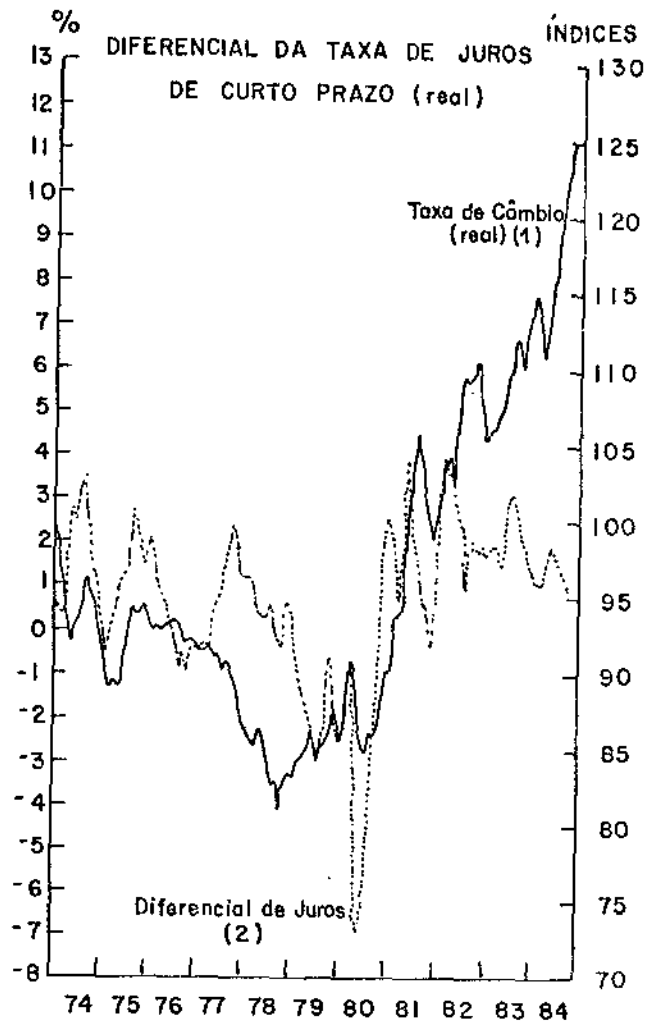
TAXAS DE CÂMBIO E DIFERENCIAIS DE JUROS NOS E.U.A.

GRÁFICO 10



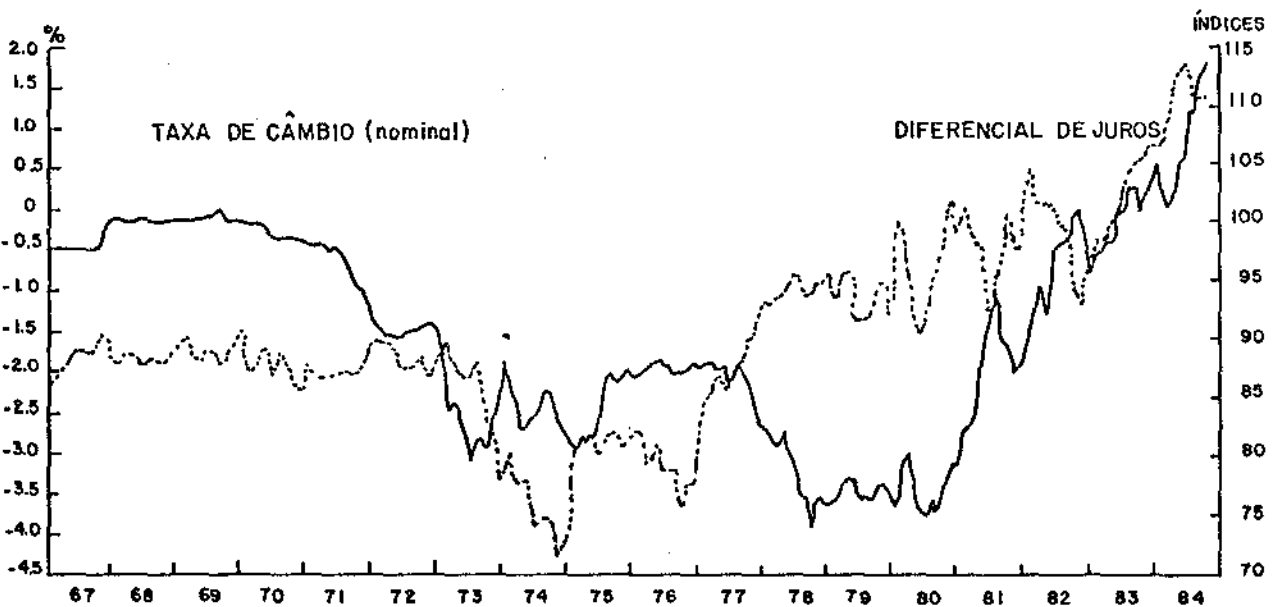
(1) Taxas de juros nominais e de curto prazo

GRÁFICO 11



(1) Deflator: Índice de Preços ao Consumidor
(2) Diferenciais de juros reais (IPC)

GRÁFICO 12



Fonte: OECD ECONOMIC OUTLOOK, nº 36
1984, p. 79.

GRÁFICO 13 EVOLUÇÃO DA LIBOR E DA PRIME-RATE AMERICANA (1980 - 84)

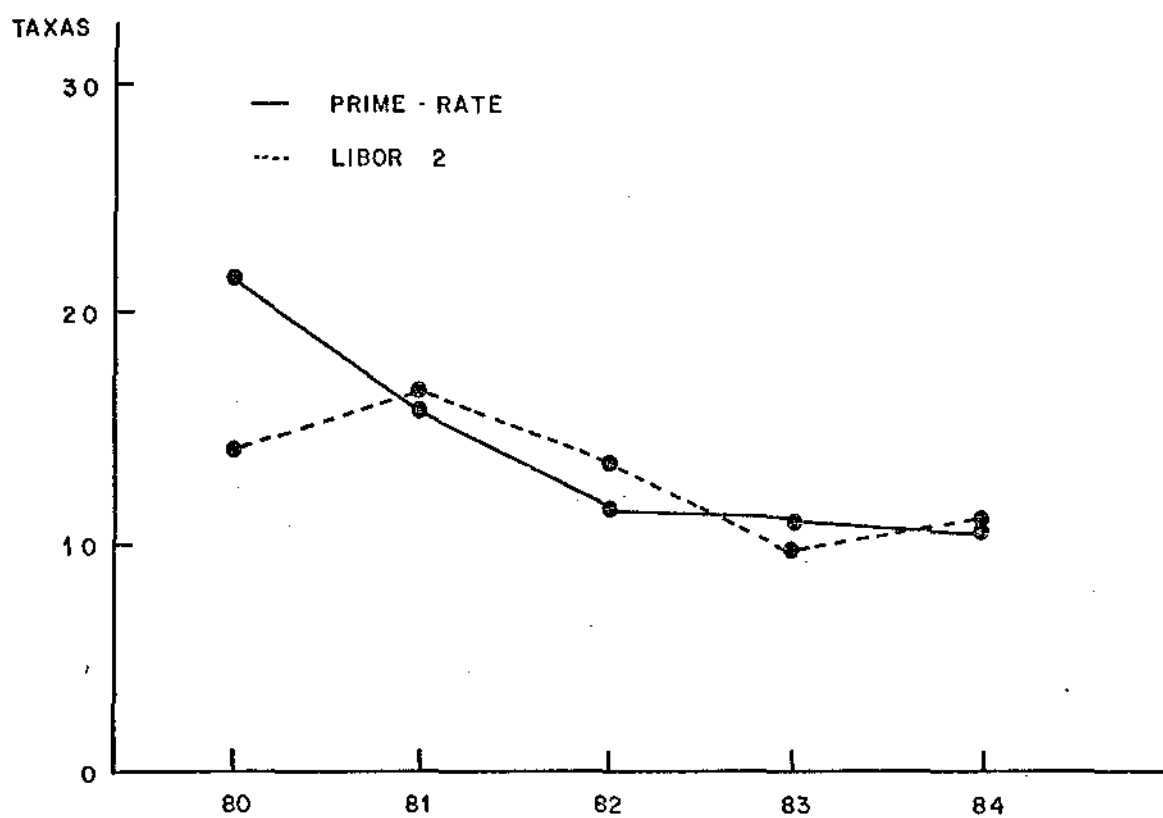


GRÁFICO 14 TAXAS DE JUROS DO EUROMERCADO E DO MERCADO AMERICANO (1980 - 84).

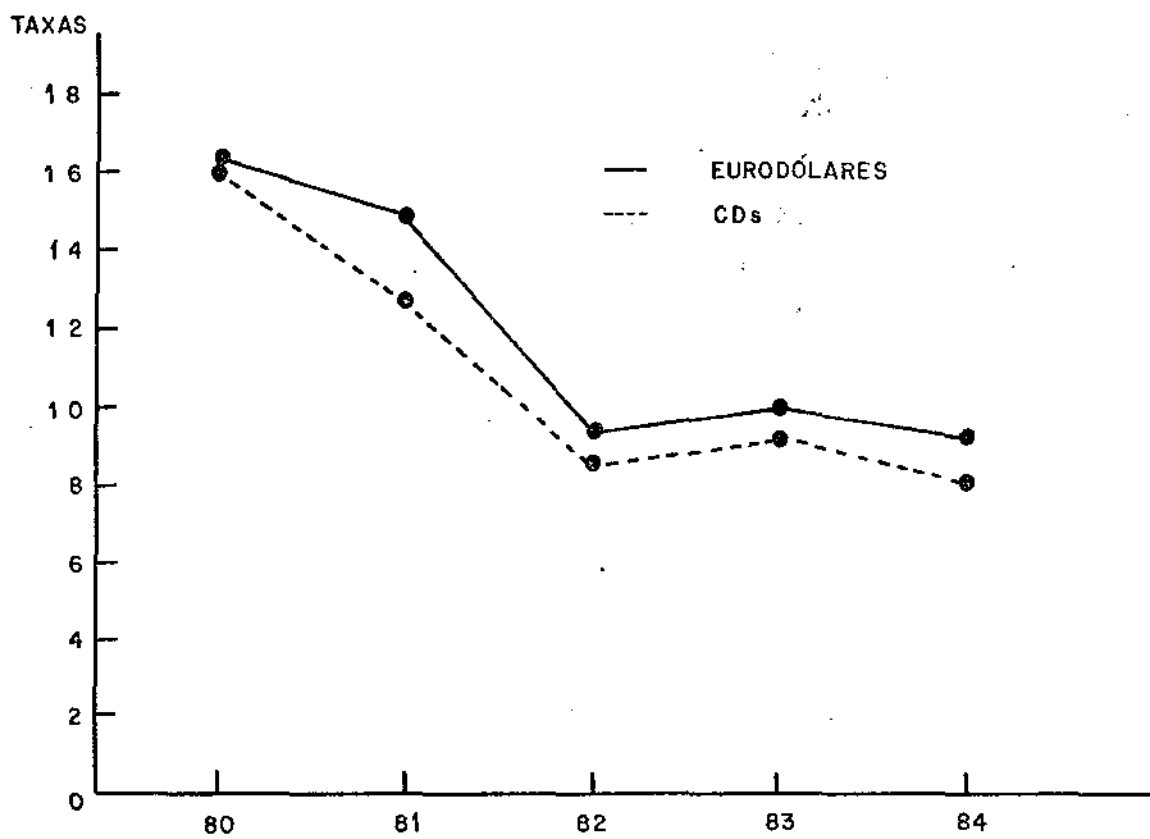


Tabela 50 - PARTICIPAÇÃO DOS PRINCIPAIS CENTROS FINANCEIROS NO EUROMERCADO(1)
1976-83

Centros Finan- ceiros (1)	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983(2)
Inglaterra	37,3	34,2	33,4	34,0	35,4	36,3	37,0	37,5
Alemanha	2,6	2,3	2,4	2,2	1,8	1,6	1,4	1,4
França	9,3	9,4	9,2	8,9	9,0	8,2	8,1	7,5
Suíça	3,2	2,9	3,4	3,0	2,6	2,1	2,0	2,0
EUA (3)	-	-	-	-	-	2,8	8,5	10,1
Japão	6,5	5,3	5,5	5,4	7,3	7,6	7,2	7,4
Bahamas	14,7	13,2	12,1	9,8	9,2	9,2	7,7	8,1
Singapura	3,2	3,1	3,1	3,4	3,9	5,3	6,0	6,2
Hong Kong	1,1	1,2	1,8	1,9	2,4	2,6	3,1	3,2
Bahrain	1,1	2,4	2,6	2,6	2,8	3,1	3,4	3,4

FONTE: World Financial Market. New York, Morgan Guaranty Trust, jan.1984.

(1) Não estão relacionados todos os centros financeiros internacionais.

(2) Dados de junho 1983.

(3) Somente IBFs.

(-) Dados não existentes.

Tabela 51 - COMPOSIÇÃO DA CONTA DE CAPITAL AMERICANA
1981-84

	(US\$ bilhões)			
	1981	1982	1983	1984
Investimentos Diretos	13,5	19,6	6,4	13,8
Outros Fluxos de Capital de Longo Prazo	-1,5	-6,1	-1,5	4,4
TOTAL do Fluxo de Capital de Longo Prazo	12,0	13,5	4,9	18,2
Erros e Omissões	22,3	32,9	9,3	39,2
Fluxo de Capitais de Curto Prazo(1)	-40,8	-34,8	22,4	36,2
TOTAL do Fluxo de Capital	-6,5	11,6	33,6	93,6

FONTE: Economic Outlook, OCDE, nº36, p. 82, dec. 1984.

(1) Inclui fluxo bancário.

" E a diversidade dos pontos da minha exis
tência, por onde passara o fio de cada
uma dessas personagens, acabara por ema
ranhar os mais distantes, como se a vi
da possuísse um número limitado de fios
para executar os mais variados desenhos!"

Em Busca do Tempo Perdido

5 CONCLUSÃO

Finalizando esta dissertação, serão apresentados alguns aspectos do Euromercado, suas perspectivas e possibilidades.

5.1 O Euromercado e Seu Papel na Economia Mundial

O Euromercado compõe-se de uma rede de bancos privados, que operam em diversos centros financeiros espalhados pelos continentes, e cumpre funções vitais para o avanço do processo de acumulação de capital.

Assim sendo, este circuito transformou-se em um mercado monetário para os próprios bancos, possibilitando o acerto entre ativos e passivos e cobrindo posições de compra e venda de moedas no mercado "spot" e "forward". Mais ainda, significou a ampliação dos negócios bancários para além dos mercados nacionais.

O Euromercado serviu também como Câmara de Compensação dos desequilíbrios dos Balanços de Pagamentos e como fonte alternativa de recursos, para vários países, em relação aos organismos Internacionais (Bancos de Desenvolvimento Regionais, Banco Mundial, etc.). Alguns países em desenvolvimento, sobretudo a partir da década de setenta, financiaram grande parte de seus investimentos através desse mercado.

No Euromercado, por predominarem operações de atacado, existem vantagens para as empresas transnacionais obterem re-

curios para seus investimentos. O Comércio Internacional, por sua vez, também se valeu desse mercado para promoção de suas operações.

O Euromercado, portanto, surgiu e se desenvolveu tão rapidamente por desempenhar funções importantes numa Economia caracterizada pelo crescente processo de internacionalização e de integração dos vários espaços nacionais. No entanto, esse crescimento não se deu apenas em função da esfera real da Economia, mas também pela possibilidade que oferecia, de valorização crescente do capital, ao integrar os mercados de moeda e câmbio.

5.2 Aspectos Conceituais para a Análise do Funcionamento do Euromercado

A multiplicidade de funções exercidas pelo Euromercado e sua natureza polimórfica dificultam sobremaneira o trabalho de apreensão da totalidade de suas relações. Por outro lado, tornou-se imprescindível a formulação de uma concepção teórica que lhe seja específica. Isto porque o Euromercado, enquanto mercado monetário e de capitais internacional não é passível de ser analisado a partir dos conceitos elaborados para os mercados financeiros nacionais. Além do mais, a existência desse Circuito Internacional alterou profundamente os próprios mercados nacionais.

Na discussão sobre a rapidez do crescimento desse mercado de crédito, por exemplo, considera-se insuficiente a aplicação do conceito de multiplicador bancário, elaborado para Sistemas Nacionais. Tampouco as formulações derivadas desse conceito, expostas no capítulo três, parecem satisfatórias.

Esta questão pode ser dividida, para efeito de análise, em dois níveis:

- a) existência de mecanismo de multiplicação de crédito;
- b) grau de estabilidade desse mecanismo.

Para Bernard Schmitt, cuja interpretação, a nosso ver, é interessante, o multiplicador é conhecido e invariável, isto é, igual a um. O montante de crédito oferecido pelo sistema bancário, para as empresas, no início do circuito, não se alteraria durante o tempo lógico de sua duração, não só para os sistemas nacionais, mas também para o Euromercado.

Autores como Swoboda e Clendenning afirmam a existência de um multiplicador de crédito no Euromercado e procuram determiná-lo a partir de parâmetros constantes.

Na nossa opinião, o caráter extremamente volátil do Euromercado impede a fixação de parâmetros constantes para a dedução de um multiplicador de crédito estável. Com relação a esta questão, temos posição semelhante à de Andrew Crockett e de

Helmut Mayer, que consideram possível a criação de crédito pe los eurobancos, mas indeterminável, dada a instabilidade do multiplicador bancário.

5.3 O Euromercado, a Hegemonia Americana e a Crise nos Anos Oitenta

Uma das questões que consideramos essencial para a compreensão do Euromercado é sua relação com o Mercado Financeiro dos Estados Unidos. Esta relação advém da função do dólar no Sistema Financeiro Internacional, pois, desde o pós-guerra, além da moeda nacional, constitui moeda internacional, ainda que outros países capitalistas avançados tenham questionado essa prerrogativa dos Estados Unidos, em vários momentos.

Um dólar forte, baseado fundamentalmente em uma política de taxas de juros elevadas e na própria expectativa de valorização dessa moeda, provocou instabilidade no Euromercado (na entrada dos anos oitenta). Além do mais, altas taxas de juros domésticas, a criação de um centro financeiro "offshore" através do IBFs e, mais recentemente, a retirada do imposto sobre aplicações no mercado financeiro americano para não-residentes, alteraram a direção dos movimentos de capitais internacional, como se mostrou no capítulo quatro.

Não estamos afirmando, contudo, que, dadas as condições internas do Mercado Financeiro Americano e as dificuldades enfrentadas pelos eurobancos com a crise dos países devedores, a

partir de 1982, o Euromercado tenha ruído ou evaporado. Dados apresentados no tópico 4.3 evidenciam que esse mercado continuou a crescer, embora a taxas bem inferiores e com características diferentes das décadas de sessenta e setenta. Aliás, nossa análise aponta para a enorme capacidade de resposta do Euromercado às alterações da Economia Internacional. Isto provavelmente se deva à concentração de grande massa de capital fictício nesse mercado, sendo uma de suas funções primordiais varolizá-lo.

O desaparecimento do Euromercado, caso houvesse, não significaria que os mercados financeiros nacionais deixariam de comportar um segmento para operações com não-residentes. Portanto, parte do chamado Mercado Financeiro Internacional permaneceria, deixando de existir, isto sim, a rede de intermediação financeira, isto é, de ligação entre os diversos mercados nacionais. Foi, exatamente, sob esta forma, ou seja, através dos bancos transnacionais privados, que o capital financeiro se internacionalizou, adquirindo, em consequência, agilidade e flexibilidade.

5.4 Perspectivas e Possibilidades do Euromercado

A manutenção de um dólar forte, baseado em taxas de juros elevadas e na expectativa de valorização, implica questões importantes a serem discutidas.

Em primeiro lugar, deve-se questionar a possibilidade

dos Estados Unidos sustentarem esse nível elevado de taxas de câmbio a médio prazo, com déficits nas transações correntes e na dívida pública ambas crescentes.

A recuperação dos Estados Unidos no comércio internacional dependeria da depreciação de sua moeda, mesmo que esse país lograsse modernizar seu parque industrial. A desvalorização do dólar, ou mesmo a expectativa de que isto ocorresse, por sua vez, provavelmente redundaria numa fuga de capitais do Mercado Financeiro Americano. A compensação para essa saída de capitais poderia ser feita através da entrada de divisas provenientes de exportações e/ou de cortes nas importações. No entanto, dada a possibilidade de deslocamentos muito rápidos de capital através do sistema bancário internacionalizado, é difícil supor que o "timing", entre a saída desse capital fosse o mesmo da entrada de divisas.

Por outro lado, a subordinação das taxas de câmbio às taxas de juros e às expectativas de valorização pode ser analisada como um fenômeno com prazo determinado, uma vez que a vantagem comercial do Japão, por exemplo, em relação aos Estados Unidos, parece ser incompatível, a longo prazo, com a paridade existente entre o dólar e o yen.

Se o afluxo recente de capitais para os Estados Unidos foi em grande parte determinado pela valorização do dólar, o que provocou uma evidente redução das taxas de crescimento do Euromercado, não seria surpreendente que a depreciação da moe-

americana; em face das demais moedas dos países industrializados, alterasse a direção do movimento de capitais internacionais.

Parece-nos portanto, ser possível concluir que, embora o Euromercado seja intrinsecamente instável, reflexo da própria instabilidade do Sistema Financeiro Internacional, sua permanência está garantida dentro do atual quadro da Economia Internacional.

ANEXO ESTADÍSTICO

Tabela 1 - BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS EUA
1950-74

(US\$ milhões)

ANO	BALANÇO GOVERNAMENTAL	BALANÇA COMERCIAL	BALANÇO DE IDÊ	BALANÇO CAPITAL L/P	BALANÇO LIQUIDEZ BRUTA	BALANÇO BÁSICO
1950	- 2.114	- 1.449	817	- 517	- 3.489	-
1951	- 2.085	969	1.138	- 322	- 8	-
1952	- 2.966	926	784	- 181	- 1.206	-
1953	- 3.063	- 88	952	264	- 2.184	-
1954	- 2.765	1.339	1.310	- 171	- 1.541	-
1955	- 3.405	1.321	1.449	- 48	- 1.242	-
1956	- 3.643	3.048	674	- 240	- 923	-
1957	- 3.679	4.331	184	- 624	621	-
1958	- 3.974	1.583	1.235	- 1.461	- 3.348	-
1959	- 3.036	- 676	1.387	- 454	- 3.648	-
1960	- 3.620	2.846	1.157	- 567	- 3.711	- 1.211
1961	- 3.312	3.175	1.668	- 656	- 2.432	- 20
1962	- 3.058	2.018	2.080	- 1.085	- 2.865	- 1.043
1963	- 2.865	2.342	1.754	- 1.396	- 2.554	- 1.339
1964	- 2.882	3.769	2.085	- 2.177	- 3.088	- 100
1965	- 3.125	1.999	1.384	- 1.166	- 1.421	- 1.817
1966	- 3.802	665	654	762	- 2.165	- 2.621
1967	- 4.601	277	1.944	- 95	- 4.890	- 3.973
1968	- 4.420	- 2.711	2.552	3.750	- 2.169	- 2.287
1969	- 4.456	- 2.487	3.476	2.315	- 5.919	- 3.949
1970	- 4.992	- 507	2.947	1.816	- 4.466	- 3.760
1971	- 5.887	- 5.590	2.258	530	- 23.779	- 10.637
1972	- 7.050	- 9.381	4.539	3.082	- 15.786	- 11.113
1973	- 6.538	- 2.416	7.878	2.489	- 9.602	- 977
1974	- 7.088	- 9.422	14.469	- 3.393	- 25.156	- 10.927

FONTE: SURVEY OF CORRENT BUSINESS, Oct. 1972 e Jun. 1975
Retirado de Block, Fred L. The Origins of International Economic Disorder. University of California Press, USA 1977.

Tabela 2 - POSIÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO AMERICANO NO EXTERIOR SEGUNDO
A REGIÃO E O SETOR
1950 - 1979

SETOR E REGIÃO	1950		1979		TAXA DE CRESCIMENTO
	Valor	Porcen- tual	Valor	Porcen- tual	
	(US\$ milhões e %)				
TOTAL	11 788	100	192 649	100	10,1
- Petrolífero	3 390	29	41 553	22	9,0
- Manufatureiro	3 821	32	83 564	43	11,2
- Outros	4 567	39	67 531	35	9,7
PAÍSES DESENVOLVIDOS	5 696	48	137 927	72	11,6
- Petrolífero	981	8	31 821	17	12,7
- Manufatureiro	2 984	25	67 366	35	11,3
- Outros	1 731	15	38 741	20	11,3
CANADÁ	3 579	30	41 033	21	8,8
- Petrolífero	418	4	9 163	5	11,2
- Manufatureiro	1 897	16	19 237	10	8,3
- Outros	1 264	10	12 628	7	8,3
EUROPA	1 733	15	81 483	42	14,2
- Petrolífero	426	4	18 555	10	13,9
- Manufatureiro	932	8	41 246	21	14,0
- Outros	374	3	21 662	11	15,0
OUTROS	384	3	15 431	8	13,6
- Petrolífero	137	1	4 098	2	12,4
- Manufatureiro	156	1	6 882	4	13,9
- Outros	92	1	4 451	2	14,3
PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS	5 736	49	47 841	25	7,6
- Petrolífero	2 169	18	7 231	4	4,2
- Manufatureiro	847	8	16 198	8	10,7
- Outros	2 720	23	24 412	13	7,9
AMÉRICA LATINA	4 577	39	36 834	19	7,5
- Petrolífero	1 303	11	4 568	2	4,4
- Manufatureiro	781	7	13 220	7	10,7
- Outros	2 493	21	19 046	10	7,3
OUTROS	1 159	10	11 007	6	8,1
- Petrolífero	866	7	2 652	1	3,9
- Manufatureiro	66	1	2 978	2	14,0
- Outros	228	2	5 366	3	11,5
INTERNACIONAL E NÃO ALOCADOS	356	3	6 880	4	10,8
- Petrolífero	240	2	2 502	1	8,4
- Manufatureiro	-	-	-	-	-
- Outros	116	1	4 378	2	13,3

FONTE: WICHARD, OBIE - TRENDS IN THE US DIRECT INVESTMENT ABROAD, 1950-79
Survey of Current Business, Feb. 1981, p.41.

Tabela 3
TAXAS DE JUROS E INFLAÇÃO
1971-79 (1)

	(%)								
Taxas	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Libor	6,58	5,46	9,24	11,01	6,99	5,58	6,00	8,73	12,15
Depósitos em Eurodóla- res (2)	6,00	6,19	10,81	10,25	6,63	5,38	7,50	12,21	13,94
Prime Rate									
. EUA	5,25	7,75	9,75	10,25	7,25	6,25	7,75	11,75	15,50
. Alemanha	7,25	8,50	14,00	11,00	7,00	6,50	6,00	5,50	9,75
Certificados de Depo- sitos Americanos (3)	4,25	5,63	9,25	8,95	5,50	4,50	6,65	10,25	14,55
Inflação									
. EUA	4,50	4,10	5,80	10,00	9,30	5,30	5,90	7,30	9,00
. Alemanha	7,90	5,90	5,80	7,00	8,10	3,20	3,80	3,90	3,70
. Países Industria- lizados (4)	5,40	4,80	7,30	12,00	10,90	7,10	7,00	7,40	8,00

FONTE: IMF - INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS E RELATÓRIOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, vários números.

- (1) Dados do final do período;
(2) Depósitos de 3 meses;
(3) 60-89 dias
(4) Países pertencentes à OEDC.

Tabela 4
TAXAS DE JUROS E INFLAÇÃO
1980-84 (1)

	(%)				
Taxas	1980	1981	1982	1983	1984
Libor	14,03	16,63	13,48	9,82	11,20
Depósitos em Eurodólares(2)	16,44	14,94	9,50	10,19	9,25
Prime Rate					
. EUA	21,50	15,75	11,50	11,00	10,75
. Alemanha	11,50	13,00	8,75	7,75	7,75
Certificados de Depósitos Americanos(3)	16,00	12,75	8,62	9,30	8,10
Inflação					
. EUA	13,50	12,50	10,80	5,90	4,30
. Alemanha	5,50	6,30	5,30	3,30	2,40
. Países Industrializados(4)	12,80	10,50	7,80	5,30	5,30

FONTE: IMF - INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS E RELATÓRIOS ANUAIS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, vários números.

- (1) Dados de final do período;
- (2) Depósitos de 3 meses;
- (3) 60-89 dias;
- (4) Países pertencentes à OEDC.

Tabela 5
 TAXAS DE CRESCIMENTO REAL DO PIB DAS ECONOMIAS AVANÇADAS
 1980-84

	(%)				
Taxas de Crescimento(1)	1980	1981	1982	1983	1984
EUA	-0,2	2,5	-2,1	3,7	6,8
Alemanha	1,8	-0,2	-1,1	1,3	2,5
Japão	4,2	4,0	3,3	3,0	5,8
França	1,2	0,2	2,0	0,7	1,8
Inglaterra	-1,8	-1,5	2,5	3,2	2,0
Países Industrializados(2)	1,2	1,7	-0,3	2,6	4,8

FONTE: Economic Outlook, OCDE, n. 36, dec. 1984.

(1) Dados estimados.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, M. — Regulation et crises du capitalism.

Paris, Calmann Levy, 1976.

ALIBER, R.Z. — National monetary policies and the international Financial System.

Chicago, The University of Chicago Press, 1974.

ANGELINI, A. ENG. M.&LEES, F.A. — Internacional lending, risk and the euromarkets.

London, The Macmillan Press, 1979.

BANK OF JAPAN ECONOMIC RESEARCH DEPARTMENT — Money and banking in Japan.

London, Macmillan, 1973.

BELL, G. — The Euro-dollar market and the international financial system .

2. ed., London, Macmillan, 1974.

BELLUZZO, L.G.M.& TAVARES, M.C. — O capital financeiro e empresa Multinacional.

Campinas, UNICAMP, s.d. (mimeo).

BERTHELEMY, J.C., BESNAINOLI, D., BRENDER, A. & EWENCZYK, P.

Vers des limites financieres à la croissance: une anylise des disequilibres des paiements internationales.

Revue Trimestrielle du CEPII, n. 3, jul. 1980.

BLOCK, F.L. — The origins of international economic disorder:
a study of United States international monetary policy
from World War II to the present.

California, University of California Press, 1977.

BOARMAN, P.M. & TRURCK, D. — World monetary disorder.

New York, Praeger Publishers Inc., 1976.

BRENTAMO, M.V. — Latin America and the euromarkets.

Euromoney, mar 1978.

CAINRCROSS, A., — Control of long-term international capital
movements.

Washington D.C., Brookings Institution, 1973.

CASSON, M. — The growth of international business.

London, Macmillan Press, 1982.

CLENDENNING, W.E. — Euro-dollars and credit creation.

International Currency Review, n. 3, mar/abr 1972.

_____ — The euro-dollar market.

Oxford, Clarendon Press, 1970.

CORDEN, M. — "Monetary integration" Essays in International
Finance.

Princeton, New Jersey, n. 93, 1972.

- COUTINHO, L.G. — The internationalization of oligopoly capital.
Tese de doutorado apresentada na Universidade de Cornell,
1975 (mimeo).
- CRAWFORD, F.O. — The toils and techniques of sharing the
risk. Euromoney.
Ago, 1978.
- CROCKETT, A.D. — International money: issues and analysis.
New York, Academic Press, 1977.
- , — The eurocurrency market: an attempt to
clarify some basic issues. FMI Staff Papers
v. 23, n. 2, jul., 1976.
- CRUZ, P.D. — Dívida externa e política econômica. A Expe-
riência brasileira nos anos 70.
São Paulo, Brasiliense, 1984.
- DAVIDSON, P. — International money and the real world.
London, Macmillan press, 1978.
- ENG., M. LEES, F.A. — International financial market-develop-
ment of the present system and future prospects.
New York, Praeger Publisher inc., 1975.
- EINZIG, P. — The euro-bond market.
London, The Macmillan press, 1969.

EINZIG, P. — The euro-dollar system.

5. ed., London, Macmillan, 1973.

— Roll-over credits: the system of adaptable interest rates.

London, Macmillan press, 1975.

EINZIG, P. & QUINN, B.S. — The euro-dollar system.

London, Macmillan press, 1977.

FORD, A.G. — El padrón oro: 1880-1914, Inglaterra y Argentina.

Buenos Aires, Editorial del Instituto, 1966.

FRIEDMAN, M. — The euro-dollar market: some first principles.

In: PROCHNON, H.V., ed. The euro-dollar.

Chicago, Rand McNally & Co., 1970.

GAFFNEY, T.F. — The course of euromarket interest spreads now. Euromoney, out/1975.

GRAYER, A.B. — Financing the less developed countries.

Euromoney, 1977.

HAEGELE, M. — The Behavior and determination of spreads in the medium term eurocurrency. Business Economics.

HAYDEN, E.W. — Internationalizing Japan's financial system.

Stanford, Stanford University, dec. 1980.

HEWSON, J. — The oil crisis and world financial policies.

Euromoney, jan 1975.

HEWSON, J. & SAKAKIBARA, E. — The euro-dollar deposit multiplier: a portfolio approach. IMF staff Papers, v. 22, mar 1975.

KEYNES, J.M. — A teoria da taxa de juros.

In: SZMRECSÁNYI, T. org. Keynes, São Paulo, Ed. Atica, 1978.

_____ — A tract on monetary reform.

London, Macmillan press, 1971.

KINDLEBERGER, C. — Economia Internacional.

São Paulo, Mestre Jou, 1966.

KLOPSTOCK, F.H. — The euromarkets tighten their links with

New York. Euromoney, ago 1975.

_____ — The euro-dollar market: some unresolved issues Essays in International Finance.

Princeton, New Jersey, n. 65, 1968.

- KLOPSTOCK, F.H. — Money creation in the euro-dollar market: a note on Professor Friedman's view. Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, jan 1970.
- KREGEL, A. — Rational expectations: radical assumptions and conservative conclusions. In: Nell, E., org. Free Market.
London, Macmillan press, 1984.
- LEES, F.A. — International banking and finance.
London, Macmillan, 1974.
- L'HUILLER, F. — Le systeme monetaire internationale.
Paris, Armand Colin, 1971.
- MADDISON, A. — The Economic growth in the West.
New York, Twentiyth Century Fund, 1964.
- MAGNIFICO, G. — European monetary unification.
London, John Wiley & Son, 1973.
- MAYER, H. — The BIS concept of the eurocurrency market.
Euromoney, May 1975.
- _____ — Credit and liquidity creation in the international banking sector. BIS Économic Papers.
Basle, n. 1, nov 1979.
- _____ — The BIS concept of the eurocurrency market. Euromoney, May, 1976.

- MAYER, H. — Interaction between the eurocurrency markets and the exchange markets. BIS Economic Papers.
Basle, n. 15, May 1985.
- MCKENZIE, G. — The economics of the eurocurrency: system.
New York, Macmillan, 1976.
- MCMAHON, C.W. — The central banks gather. Euromoney, abr. 1975.
- MEIER, G.M. — Problem of world monetary order.
London, Oxford University press, 1974.
- MELLER, H.R. — International monetary economics.
New Jersey, Prentice-Hall inc., 1974.
- MEWOSH, E. — The germans persist in playing their own monetary game. Business Week, p. 112, nov. 12, 1979
- MUNDELL, R.A. — The international monetary dilemma.
New York, Columbia University, 1979.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT —
Costs and margins in banking — and international survey.
Paris, 1980.
- International investment and multinational enterprises:
recent international direct investment trends.
Paris, 1981.
- PARK, Y.S. — The economics of offshore financial centers.
The Columbia Journal of World Business, v.17, n.4, Winter, 1982.
- _____ — A new philosophy for euromarket banks. Euromoney,
jun.1975.

- PEREIRA, J.C. — Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966-73.
Brasília, IPEA, 1974 (Relatório de pesquisa, 27).
- QUIJANO, A. — El sistema financiero mexicano.
México, 1980.(mimeo)
- QUINN, B.S. — The new euromarkets.
London, Macmillan press, 1975.
- SALIN, P. — Economie internationale.
Paris, Colin, 1974.
- SCHLOGEL, M. — Les relations économiques et financières.
Paris, Masson et Cie. Ed., 1972.
- SCHMITT, B. — Microeconomic theory, a fundamental revision.
Switzerland, Ed. Castella, 1972.
- SCHULTZ, H. — Financial tactics and terms for the sophisticated international investor.
New York, Harper & Row, 1980.
- SCHMITT, B. — Teoria unitária da moeda.
São Paulo, ed. Melhoramentos, Ed. USP, 1978.
- SOLOMON, R. — O sistema monetário internacional 1945-1976.
Rio de Janeiro, Zahar, 1979.
- STALLINGS, B. — Euromarkets, third world countries and the international economy.
Madison, University of Wisconsin, 1979.
- SWOBODA, A.N. — The eurodollar market: and economist point of view. In: PROCHNON, H.V., ed. The euro-dollar .
Chicago, Rand McNally & Co., 1970.

- SYSOEV, I. — Transnational banks: operations, strategies and their effects in developing countries.
New York, United Nations, 1981.(Preliminary draft).
- SWOBODA, A.K. — The euro-dollar market: an interpretation.
Essays in International Finance.
Princeton, New Jersey, n. 64, 1968.
- TAVARES, M.C. — A retomada da hegemonia norte-americana.Re-
vista de Economia Política.
São Paulo, Brasiliense, v. 5, n. 2, abr/jun. 1985.
- TIMBERLAKE, R.H — Money, banking and central banking"
New York, Harper e Row, 1965.
- TOBIN, J. — Commercial banks as creators of "money".
In: CARSON, D., ed. Banking and monetary studies. s.n.t.
- TRIFFIN, R. — Gold and the dollar crisis: the future of
Convertibility.
Yale, Yale University, 1960.
- UNITED NATIONS CENTRE ON TRANSNATIONAL CORPORATION
Transnational banks: operations, strategies and their
effects in developing countries.
New York, 1981.
- UNITED STATES — Department of Treasury. United States par-
ticipation in the multilateral development banks in the
1980s.
Washington, feb 1982.
- WELLS, S. — International economics.
New York, Atherton press inc, 1969.
- WHITTLESEY, C.R.; FREEDMAN, A.M. e HERMAN, E.S.
Money and banking: analysis and policy.
2. ed. New York, Macmillan, 1968.

WICHARD, O.G. — "Trends in the U.S. direct investment position
abroad 1950-76 . Survey of Current Business"
New York, feb. 1981.

GLOSSÁRIO

GLOSSÁRIO

- ÁGIO** - prêmio em relação ao preço de emissão de um título.
- AFILIADA** - empresa autônoma com participação minoritária da matriz.
- ARBITRAGEM** - compra e venda simultânea de uma moeda, mercadoria, etc, quando é transacionada em mercados diferentes com preços diferentes.
- BALANÇO COMERCIAL** - a soma de todas as exportações e importações de bens e serviços de uma nação.
- BANCO ADMINISTRADOR** - banco com a responsabilidade de preparar uma emissão de bônus ou de um crédito bancário internacional.
- BANCO TRANSNACIONAL** - banco que possui filiais ou maior acionista em cinco ou mais países e/ou territórios. Estes bancos são capazes de mobilizar recursos provenientes de vários países e traçar uma estratégia global de ação, acima dos interesses nacionais dos países onde atuam.
- BANK ACCEPTANCE** - título financeiro sem respaldo de operações comerciais ou produtivas.
- BÔNUS** - títulos com remuneração fixa emitidas por tomadores e negociáveis entre investidores no mercado secundário. A maior parte dos eurobônus e outros bônus internacionais podem ser mais acuradamente descritos como debêntures.
- BÔNUS PARA ESTRANGEIROS** - são emitidos para um tomador não residente no mercado de capital doméstico de um outro país submetendo-se às leis e regulções do país onde foi emitido. A forma "clássica" dos bônus para estrangeiro é distinto dos eurobônus.
- CENTRO FINANCEIRO** - mercados onde se localizam instituições financeiras de vários países e onde há fácil acesso aos clientes internacionais. Nestes centros financeiros as principais operações são "off-shore", isto é, as fontes e usos de recursos não são necessariamente do país hospedeiro, ou seja, são operações que escapam às regulções internas do país hospedeiro.
- CERTIFICADO DE DEPÓSITO** - papel emitido pelos bancos comerciais por prazo determinado. Este tipo de título foi introduzido no mercado americano em 1961 e seu equivalente no Euro mercado, em 1966.

- CONSÓRCIO BANCÁRIO - banco internacional especializado, criado por grandes bancos comerciais.
- CONTROLES DE CÂMBIO - restrições a compra ou venda de moedas estrangeiras. Num sistema de controles de câmbio total temos que as transações com moedas estrangeiras são monopolizadas pelo governo, o qual pode distribuí-las para seus propósitos particulares.
- CONTROLES DE CAPITAL - restrições na capacidade de transferir legalmente para o exterior o capital de uma nação particular. Os controles de capital são uma forma de controle de câmbio.
- CONVERTIBILIDADE - propriedade de uma moeda particular que permite aos possuidores desta moeda a livre troca por uma ampla gama de outras moedas. A convertibilidade geralmente refere-se à ausência de controles de câmbio.
- DESÁGIO - desconto em relação ao preço de emissão de um título.
- DESVALORIZAÇÃO - uma redução na taxa de câmbio da moeda de uma nação. A desvalorização barateia a exportação e encarece a importação de uma nação.
- DIREITO ESPECIAL DE SAQUE - uma ativo de reserva criado junto ao Fundo Monetário Internacional que pode ser usado em condições específicas para a compensação de contas internacionais.
- ESCRITÓRIO DE REPRESENTAÇÃO - pequena agência com poder limitado de atuação.
- EUROBÔNUS - é o mercado onde os bônus são vendidos para tomadores internacionais em vários mercados simultaneamente por grupos de bancos transnacionais.
- EUROCLEAR - sistema de compensação no mercado de eurobônus.
- EUROCRÉDITO - empréstimo internacional de médio prazo oferecido por bancos comerciais em moeda que difere da do tomador ou do banco. A maior parte dos eurocréditos é contratada com taxas de juros flexíveis.
- EURODÓLAR - a forma mais comum de euromoeda.
- EUROMOEDA - em sua definição restrita, moeda estrangeira depositada em banco localizado fora do país onde a moeda foi emitida.
- FEES - comissões pagas pelos tomadores aos bancos administradores que fornecem os eurocréditos. Os administradores dividem entre si as comissões.
- FILIAL - parte integrante da empresa matriz.

- INVESTIMENTO DIRETO NO EXTERIOR** - posse ou controle direto ou in direto sobre uma empresa loca lizada em outro país. No caso dos Estados Unidos considera-se investimento direto quando uma pessoa detém 10% ou mais das ações com direito a voto de uma empresa no exterior.
- LIBOR** - taxa no mercado interbancário londrino para depósitos de curto prazo denominados em dólar.
- MERCADO DE CAPITAL** - parte do mercado financeiro onde se realizam empréstimos de longo prazo. Cabe destacar que não existe uma definição estrita que permita separar quando acaba o mercado monetário e quando inicia o mercado de capital. Geralmente as transações no mercado de capital envolvem maturação de cinco anos ou mais. Os principais instrumentos negociados no mercado de ca pital são bônus e ações.
- MERCADO INTERBANCÁRIO** - operações de crédito realizadas entre ban cos. Usualmente os bancos que se encontram temporariamente com baixa liquidez tomam emprestado de outros bancos cuja situação é de excesso de liquidez.
- MERCADO MONETÁRIO** - termo geral para o segmento do mercado financei ro no qual as moedas são emprestadas no cur to e médios prazos.
- MERCADO SECUNDÁRIO** - mercado no qual bônus pendentes são transacio nados entre os próprios bancos.
- MOEDA CHAVE** - uma moeda que é amplamente utilizada em transações internacionais privadas.
- MOEDA DE RESERVA** - uma moeda amplamente aceita como meio de compensa ção de contas internacionais.
- MULTILATERALISMO** - um sistema no qual uma nação balanceia suas con tas internacionais com várias nações. Dentro do sistema multilateral o superávit obtido com a nação X pode ser utilizado para fazer frente ao dé ficit com a nação Y.
- PADRÃO DÓLAR-OURO** - sistema em que o dólar servia como moeda de re serva internacional sob a condição de que seria livremente conversível em ouro.
- PADRÃO OURO** - sistema monetário vigente no sé culo XIX no qual o su primento de moeda em circulação em um país era determi nado pelo montante de suas reservas em ouro.
- PETRODÓLARES** - dólares obtidos pelas nações produtoras de petróleo, cuja maior parte foi investida no euromercado nos Estados Unidos.

PRIME RATE - taxa de juros adotada pelos bancos nos Estados Unidos em empréstimos para clientes de primeira linha.

SUBSIDIÁRIA - empresas autônomas sob o controle acionário da matriz.

TAXA BÁSICA - taxa de juros utilizada pelos bancos como a base sobre a qual é adicionado o spread do emprestador. No euromercado a taxa básica corrente é a LIBOR.

TAXA DE CÂMBIO - o preço da moeda de uma nação em relação a outras moedas ou ao ouro. As taxas de câmbio podem ser fixadas a um preço específico ou flutuar livremente, o que significa que seu preço é determinado pelo mercado.

TIME DEPOSIT - depósito bancário feito por um prazo determinado com uma taxa de remuneração fixa.

YIELD - retorno oferecido pelo investimento em um ativo financeiro.