

Monografia de TCC

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA



1290000608



TCC/UNICAMP T139i

ECONOMIA

**OS IMPACTOS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E DA ABERTURA
ECONÔMICA SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - ANOS 90**

Márcia Takayanagi

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação
da Profª. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça e
examinada pelo Prof. Dr. Natermes Guimarães
Teixeira.

Campinas, 1997 —

TCC/UNICAMP
T139i
IE/608

CEDOC/IE

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	01
CAPÍTULO 1	02
1.1 - Securitização	05
1.2 - Derivativos	08
1.3 - Globalização Financeira	11
CAPÍTULO 2	13
2.1 - A Liberalização Cambial	13
2.2 - Liberalização do Movimento de Capitais	16
2.3 - Observações Finais	19
CAPÍTULO 3	22
3.1 - As Captações dos Recursos Externos	23
3.2 - O Plano Real	27
3.3 - Os Impactos sobre o Sistema Financeiro Nacional	29
3.4 - A Vulnerabilidade Externa e seus Problemas para o Brasil	33
CONCLUSÃO	37
BIBLIOGRAFIA	40

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo estudar o processo de inserção do Brasil no contexto da globalização financeira e analisar como ocorreram as mudanças nas instituições financeiras brasileiras e na economia nacional com o processo de abertura econômica.

Sendo assim, torna-se necessário o desenvolvimento de um estudo sobre dois movimentos importantes. O primeiro refere-se às transformações no mercado financeiro internacional, movimento este que ganhou força a partir dos anos oitentas. O segundo, é o de maior acesso ao mercado de divisas tanto pelo lado da oferta como pela demanda, a partir do processo de abertura econômica do Brasil nos anos noventas.

Por fim, será feita uma avaliação dos impactos que estes dois movimentos juntos, anteriormente estudados, causaram no Sistema Financeiro Nacional e na economia brasileira.

CAPÍTULO 1

O PROCESSO DE TRANSFORMAÇÕES FINANCEIRAS NOS ANOS OITENTAS

No presente capítulo será feito uma breve caracterização do cenário macroeconômico que possibilitou o desenvolvimento e a intensificação das transformações no mercado financeiro internacional.

Durante a década de setenta, o Sistema Financeiro Internacional já vinha sofrendo profundas mudanças. Em nível macroeconômico, tais mudanças decorreriam dos significativos desajustes econômicos globais e da instabilidade econômica. Em especial da volatilidade das taxas de câmbio e de juros, que passaram a flutuar desde o colapso de Bretton Woods, que significou o rompimento da Ordem Monetária Internacional até então estabelecida. Em nível microeconômico, as modificações viriam em razão de mudanças no padrão de concorrência entre as instituições e do intenso processo de inovações tecnológicas no âmbito das informações e meios de comunicação¹.

Foi ao longo dos anos setentas, que os países em desenvolvimento assumiram o papel de absorvedores de recursos financeiros internacionais, visto a oferta aparentemente ilimitada de crédito. Esta ampla liquidez internacional pode ser explicada pela dimensão que atingiu o Euromercado –mercado monetário e de capitais internacionais gestor de empréstimos e aplicações em dólares ou outras moedas desenvolvido na Europa-, assim como o volume de recursos (provenientes de vários países) movimentado por ele. O diferencial de juros existente

¹ Ver Baer, M. (1995).

entre o mercado europeu e o mercado americano -devido à diferença de política monetária adotada pela maioria dos países europeus e a adotada pelos EUA, na presente década- possibilitou a canalização dos fluxos de capitais em favor da Europa². Outro fator de contribuição foi o Primeiro Choque do Petróleo (1973) e a reciclagem dos petrodólares –os países superavitários exportadores de petróleo concentraram a maior parte das suas aplicações no Euromercado-, que ampliaram as bases de oferta de crédito internacional e empurraram o sistema para a zona de riscos crescentes, ou seja, a necessidade de repassar os fundos captados levou os eurobancos a operarem com clientes considerados de segunda linha. O circuito financeiro internacionalizado e operado pelos grandes bancos comerciais, à margem de qualquer regulamentação ou supervisão dos Bancos Centrais, acentuou a tendência à superexpansão dos empréstimos e o progressivo rebaixamento da qualidade do crédito concedido. Este processo se deu com base num sistema de taxas de câmbio flutuantes, repactuadas periodicamente, que era uma resposta dos bancos a um ambiente de maior instabilidade inflacionária e cambial. Aqui, já tem-se um processo inovativo no Sistema Financeiro Internacional, tendo os bancos como principais agentes.

As variações das taxas de câmbio e de juros elevaram o grau de instabilidade –o qual era até então desconhecido nos mercados financeiros -, o que criou demanda por instrumentos de transferência de risco de preço. Tais instrumentos foram os que cresceram, trazendo sérios problemas para a regulação das autoridades econômicas.

Seguindo esta linha de raciocínio, podemos considerar as transformações da década de

² Ver Lima, M. L. M. P. (1985).

oitenta como um aprofundamento desta tendência.

Em 1979, visando sustentação do dólar como principal moeda de circulação internacional, os EUA adotam uma política monetária restritiva, com elevação da taxa de juros. Tal política levou a economia mundial à recessão, afetando setores e agentes produtivos que haviam se endividado muito na década de setenta, tanto nos países industrializados, como nos em desenvolvimento. O impacto disto rebateu no Sistema Financeiro, deixando evidente a fragilidade a que estavam expostos os bancos comerciais, levando a uma ruptura no financiamento corrente dos países em desenvolvimento e dos setores fragilizados . Essa ruptura, associada ao encarecimento dos recursos e à deterioração significativa das relações de troca, determinou profundas crises cambiais nos países em desenvolvimento, explicitando-se com a moratória do México de 1982 (crise da dívida externa dos países em desenvolvimento).

A partir de 1984, há uma recuperação do crescimento das economias centrais. Neste período, a dinâmica financeira foi condicionada por dois grandes desajustes -déficit da balança de transações correntes e a passagem dos EUA de credor para devedor; crescimento da dívida pública norte-americana e seu financiamento por capitais externos- ocasionados pela mudança de política econômica adotada pelos EUA, que passou a ser fiscal expansiva e monetária passiva.

Em síntese, os fatores que possibilitaram as mudanças ocorridas no Sistema Financeiro durante os anos oitentas foram³:

³ Ver Baer, M. (1990).

- a intensificação do uso de derivativos diante das flutuações das taxas de câmbio e de juros;
- a fragilidade do Sistema Financeiro, em especial instituições bancárias;
- a retomada do crescimento da economia mundial, tendo como líder os EUA, com expansão dos investimentos acompanhado de financiamento externo cedido pelos países superavitários, como o Japão;
- o avanço tecnológico da informática e da telecomunicação, facilitando para que o mercado financeiro seja ágil e global, dada a rapidez no processamento de dados, a facilidade de acesso a distintos mercados e a redução de custos de obtenção de informações.

Sendo assim, as alterações no mercado financeiro privado ao longo dos anos oitentas foram condicionadas pela preocupação dos agentes econômicos em enfrentar um contexto macroeconômico de mudanças estruturais e de maior instabilidade monetário-financeira. Visto isso, os agentes partem para a flexibilização e intensificação do uso dos instrumentos financeiros já existentes como também para a criação de mecanismos que permitissem reduzir o risco de crédito, aumentar a liquidez e transferir o risco de preço.

Desta forma, foram três os instrumentos e processos que se desenvolveram diante da situação apresentada no período em questão:

a) Securitização

Um antecedente a este processo, foi o crescimento dos mercados monetários, em alguns países industrializados, em função dos déficits dos governos e de seu financiamento

através de títulos.

A securitização, de forma ampla, seria qualquer operação financeira realizada através da emissão de títulos destinada à captação de recursos. Deste modo, a securitização transforma as obrigações de crédito em instrumentos negociáveis, na tentativa de obter maior nível de liquidez para os ativos bancários que se encontram na forma de empréstimos, como também transferir o risco de crédito dos bancos para os investidores. Além disso, a securitização também possibilita a captação direta de recursos do tomador junto ao credor, através da colocação de papéis próprios no mercado, isto é, por meio de um título de emissão própria.

Como instrumentos de securitização, podemos citar⁴:

- *Floating Rate Note (FRN)*: título de médio e longo prazo, com taxas de juros flutuantes, emitido por bancos e empresas não-financeiras.
- *Note Issuance Facility (NIF)*: contrato financeiro de médio prazo emitido pelo tomador, mas com a subscrição do intermediário financeiro que se compromete a comprar a diferença, caso ela exista, entre o total emitido e o total colocado e/ou conceder um crédito equivalente a esta diferença. O lastro da operação é um título de curto prazo.
- *Commercial Papers*: papéis de curto prazo emitido pelo tomador, os quais possibilitam a captação direta de recursos.

A emissão de títulos como forma de captação pelos agentes privados ganha maior

⁴ Ver Ferreira, C. K. L. & Freitas, M. C. P. (1989).

importância com a retomada de investimentos produtivos nos países centrais em meados dos anos oitentas e a crise dos créditos concedidos aos países em desenvolvimento nos anos setentas. Tem-se aqui, a retomada dos investimentos num contexto de fragilização dos principais bancos, havendo, desta forma, uma desintermediação financeira, no sentido de não comprometer os recursos do banco, pois são transações que não aparecem nos balanços. Neste caso, a atuação da instituição financeira restringe-se à operacionalização⁵.

Cabe aqui mencionar que, o afastamento dos bancos com operações de empréstimo direto fez com que estes procurassem outras atividades de serviços, algumas não desenvolvidas por eles anteriormente. Neste processo de reorientação das atividades, intensificou-se a concorrência entre bancos e outras instituições financeiras, baseada na disputa por novos espaços de atuação, que antes eram segmentados de acordo com o tipo de instituição. Isto vem desencadeando movimentos no sentido de desregulamentação do Sistema Financeiro⁶.

Durante os anos oitentas, a securitização levou a uma intensa flexibilização dos ativos das instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito que ativos de prazos mais longos

⁵ A partir de 1982, diante do maior risco de crédito devido à elevação dos juros e a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, os bancos centrais dos países industrializados, temendo possíveis crises, passaram a regulamentar e supervisionar ainda mais o Sistema Financeiro, aumentando as exigências com relação às capitalizações e reservas dos bancos. Por parte dos agentes financeiros, também houve elevação dos *spreads* para fazer frente ao aumento dos riscos. No entanto, estas maiores restrições estabelecidas pelos bancos centrais acabaram elevando os custos dos recursos obtidos junto ao sistema bancário, o que por sua vez, incentivou o processo de desintermediação financeira, com instituições financeiras restringindo sua atuação no mercado como gestoras das operações de troca de recursos entre agentes; sem desta forma envolver sua estrutura de balanço, como também ficar as vistas dos bancos centrais.

⁶ É importante mencionarmos a criação dos fundos mútuos durante a década de setenta. Este novo instrumento financeiro surgiu visto a regulamentação existente nos mercados financeiros como também a elevação das taxas de inflação e de juros neste período. Estes fundos possibilitaram com que os investidores de pequeno porte (com menor volume de recursos) tivessem acesso a aplicações em *securities* que oferecessem melhor rentabilidade, de acordo com a composição de suas carteiras (Mendonça, 1994).

apresentam neste contexto.

É relevante deixar claro que, o pleno desenvolvimento da securitização só foi possível pelo desenvolvimento paralelo dos mercados de proteção de riscos contra a variação de preços dos ativos.

Vale ressaltar que, o uso desta inovação financeira não elimina totalmente os riscos existentes e sim pulveriza-os entre os agentes, com a transferência dos riscos dos bancos a todos os demandantes dos títulos.

b) Derivativos

Os derivativos correspondem aos novos mecanismos criados, que permitem ao investidor precaver-se contra o risco de preço causado pela volatilidade das taxas de câmbio e de juros, através de contratos que oferecem esta cobertura de “risco de preços”. São eles: swaps, opções e futuros.

Primeiramente, para que haja negociação é preciso que existam investidores em posições diferentes, ou seja, tem-se, de um lado, a figura de *hedger*, que procura se proteger da flutuação do mercado; e tem-se, de outro, a figura do especulador, o qual assume riscos, apostando em lucros extraordinários, possibilitados pela própria volatilidade dos preços.

- Swaps: corresponde a uma operação financeira, negociada em mercados de balcão, por meio da qual dois agentes decidem trocar, entre si, fluxos de pagamento ao longo de determinado período de tempo, referidos a um determinado valor nominal que corresponde ao valor principal de contrato; porém, este valor não dá noção do volume de recursos envolvidos na operação. Existem dois principais tipos: 1. swaps de divisas: operação em que os dois agentes participantes realizam a troca de montantes específicos de divisas, denominados em moedas diferentes e, posteriormente fazem pagamentos recíprocos de juros e amortização do principal segundo uma regra determinada; 2. swaps de taxas de juros: nesta operação não ocorre a troca do principal, mas os fluxos de pagamentos de juros são trocados com base em um valor de referência do principal de acordo com regras determinadas (3 tipos: *coupon swaps*, *basis swaps*, *cross currency interest rate swaps*).

Este instrumento ganha importância a partir de meados da década de oitenta como forma de viabilizar o processo de securitização.

- Opções: contrato, negociado em mercados organizados, que estabelece um acordo através do qual o comprador obtém do vendedor a concessão de um direito a exercer a opção (compra ou venda) a um preço fixo em uma data futura. O comprador só realiza a opção se a variação no preço do ativo for a seu favor. Caso o comprador não exerça a opção, limita sua perda ao valor do prêmio. Já o vendedor está sujeito a perdas maiores, sendo que o seu ganho é limitado ao prêmio pago pelo comprador, no caso deste não efetivar a opção.

As opções caracterizam-se pela maior flexibilidade de negociação e, principalmente, pela assimetria das obrigações entre as partes - o comprador somente exercerá a opção quando

lhe convier, enquanto o vendedor é a parte obrigada a cumprir o contrato. O vendedor emite a opção em troca de um prêmio como compensação pelos riscos que assume na operação.

- Futuros: compromisso de entregar ou adquirir, em uma data determinada, um ativo financeiro padronizado a um preço combinado antecipadamente. São negociados em mercados organizados. Tipos:

1. Futuros de taxas de juros: ambas as partes envolvidas estabelecem uma taxa a ser paga sob um valor nominal, a ser liquidada em data futura. O comprador quer se proteger de uma taxa de juros elevada e o vendedor, de uma baixa. Quando terminado o prazo, a diferença entre a taxa de juros do contrato e a taxa de juros do mercado determinará quem (comprador ou vendedor) receberá o pagamento. Ex: *Forward Rate Agreement*
2. *Currency Futures* (Futuros de Moedas): através deste contrato os detentores de moeda têm como se protegerem das posições diante da volatilidade das taxas de câmbio ou podem fazer gestão ativa de portfólio.
3. *Stock Market Index Futures* (Futuros de Índices Acionários): são baseados em índices compostos por um número variável de ações. Por meio deste, os detentores de ações tem como se protegerem das posições acionárias diante do preço destes títulos ou podem fazer gestão ativa de portfólio.

Ao mesmo tempo que estes mecanismos de *hedge* (proteção) aumentam a segurança do aplicador ; por outro lado, também facilitam o processo especulativo, ampliando a volatilidade dos mercados dos ativos. Logo, tal processo acaba introduzindo novos riscos, uma

vez que intensifica a fragilidade das instituições financeiras, com elevados riscos de ruptura do sistema.

c) Globalização Financeira

A globalização financeira corresponde à última etapa do processo de internacionalização dos mercados financeiros internacionais, e foi desencadeada tanto pela intensidade do uso dos dois instrumentos citados anteriormente (securitização e derivativos), como também pelo desenvolvimento da tecnologia de informática e de comunicação, que permitiu maior facilidade nas trocas de informações -a custos reduzidos- e também maior interpenetração dos vários mercados. Nas palavras de Luciano Coutinho⁷:

“A interconexão *on-line*, abrangente e acessível, em qualquer ponto do globo deve-se ao notável progresso das telecomunicações via satélite e à avassaladora capacidade de processamento, armazenamento e transmissão de informações viabilizada pela veloz difusão dos equipamentos de computação, que permitem a qualquer pequeno agente operar, direta ou indiretamente, nos diversos mercados mundiais”.

Neste caso, as inovações financeiras favoreceram a integração dos mercados, possibilitando aos investidores a diversificação e administração dos riscos existentes associados às operações financeiras.

Sendo assim, tais inovações (financeiras e tecnológicas), associadas à diminuição dos controles de movimentos de capitais, como também à concessão de maiores facilidades de

⁷ Ver Coutinho, L. G. (1996).

acesso a instituições financeiras estrangeiras, resultaram numa integração dos mercados financeiros jamais vista até então.

Os agentes econômicos passaram a ter acesso aos diferentes mercados (cambiais, financeiros, de títulos e valores), nacionais ou *off-shores*, na busca por melhores condições de liquidez e custos. Assim, um demandante de recursos pode dispor de uma operação financeira em qualquer mercado internacional existente, de acordo com o que seja mais vantajoso para ele, ao qual ele não tinha acesso.

CAPÍTULO 2

A ABERTURA ECONÔMICA DO BRASIL NO INÍCIO DOS ANOS NOVENTAS

Pretendeu-se neste capítulo traçar, em linhas gerais, a evolução do processo de abertura econômica no Brasil. Para isso, procurou-se identificar quais as mudanças ocorridas internamente, assim como o contexto internacional do período em questão, que possibilitaram o maior acesso ao mercado de divisas tanto pelo lado da oferta como pelo lado da demanda.

Desta forma, para facilitar a compreensão, o capítulo foi dividido em três etapas: a liberalização cambial, a liberalização do movimento de capitais, e por fim, as observações finais.

2.1 – A Liberalização Cambial

O processo de liberalização cambial está associado a duas questões. Por um lado, com a elevação do grau de conversibilidade, ou seja, a idéia de liberdade de compra e venda de moeda estrangeira. Por outro, com a flutuação cambial, isto é, a livre determinação da taxa de câmbio pelo mercado, sem intervenção do Banco Central.

No Brasil, a introdução de um segmento flutuante a partir de janeiro de 1989, permitido apenas para transações nas operações de turismo (criação do câmbio turismo), representou o início do processo ao contribuir para aumentar o grau de conversibilidade da moeda, sem com isso afetar as reservas do Governo no caso de um aumento da demanda

por divisas¹.

Ao final de 1989, outras transações também foram incorporadas ao uso do câmbio flutuante, tais como: viagens a negócios, despesas com educação e saúde, uso do cartão de crédito internacional e transferências unilaterais, o que elevou ainda mais a conversibilidade.

Em março de 1990, o Banco Central transferiu para o mercado a responsabilidade de determinação da taxa de câmbio e de conciliação entre oferta e demanda de divisas no segmento comercial. Foi a criação do segmento de câmbio livre -com o câmbio flutuante-, o que caracterizou um sistema de câmbio dual.

O Banco Central autorizou as instituições financeiras a participarem do mercado com uma posição comprada ilimitada, ou seja, bancos e outras instituições, que possuísem autorização para operarem no mercado de câmbio, poderiam adquirir moeda estrangeira em qualquer volume. Esta medida ampliou significativamente o grau de conversibilidade da moeda nacional e, como consequência disto, tem-se a procura por moeda estrangeira como ativo de reserva pelos agentes autorizados. Como medida de controle, em abril do mesmo ano, o Banco Central estabeleceu que, a partir do limite estipulado em US\$ 1 milhão, os bancos seriam obrigados a depositarem, numa conta do Banco Central, suas reservas excedentes de moeda estrangeira. Com isso, os bancos não poderiam mais aplicar livremente os montantes que excediam os limites estabelecidos pelo Banco Central.

¹ Antes disso, existiam apenas dois mercados: o mercado de câmbio comercial, administrado pelo Governo; e o mercado de câmbio paralelo, que corresponde ao mercado negro. A partir da introdução do segmento flutuante para operações de turismo, passou a existir mais um mercado: o de câmbio turismo.

Outro avanço da liberalização cambial foi a redução de restrições existentes à remessa de recursos ao exterior por parte de investidores estrangeiros no país². Os capitais aplicados em fundos passaram a não ter prazo mínimo de permanência e serem isentos de imposto de renda sobre os ganhos. A título de royalties e assistência técnica, as remessas de lucros e dividendos foram simplificadas e o imposto de renda suplementar sobre essas remessas, extinto.

Os investidores residentes também foram beneficiados na medida em que tiveram suas possibilidades de aplicações ampliadas. Alguns títulos como certificados de depósito bancário, emitidos no exterior por bancos brasileiros, e *export notes*, emitidas por empresas exportadoras do país, passaram a ser emitidos em moeda estrangeira. Notas do Tesouro Nacional, passaram a ser também com cláusula de correção cambial. Além disso, a partir de novembro de 1992, foi permitido empresas não-financeiras do país realizarem investimentos em instituições financeiras no exterior³.

Ainda em 1992, permitiu-se que não-residentes operassem na compra e venda de divisas no Brasil, por meio da CC5⁴. Uma conta padronizada denominada “Depósitos de Domiciliados no Exterior” tornava possível que não-residentes abrissem contas em moeda nacional em bancos no país com livre movimentação. A movimentação poderia ser feita para a compra de dólares no câmbio flutuante com o propósito de remessa para o exterior.

² Ver Carta-Circular n. 2165 de abril de 1991.

³ Ver Circular n. 2249 do Banco Central.

⁴ Ver Carta-Circular n. 5 do Banco Central.

2.2 – Liberalização do Movimento de Capitais

Aqui procura-se verificar quais as mudanças de regras internas que possibilitaram o retorno de fluxos de capitais internacionais para o Brasil. Neste sentido, a própria liberalização cambial representou uma mudança significativa que facilitou e muito a mobilidade de capitais.

A partir da década de noventa, o Brasil procurou adaptar sua legislação às transformações ocorridas no Sistema Financeiro Internacional nos anos oitentas. Desta forma, procurou-se reduzir as barreiras existentes à entrada de investidores estrangeiros no mercado de ações doméstico, assim como ampliar o acesso de residentes às fontes externas de financiamento.

Ainda em 1987, regras internas já começavam a ser flexibilizadas a fim de facilitar a entrada de investidores externos no Brasil. Neste ano, o Conselho Monetário Nacional aprovou a Resolução No. 1289 com os regulamentos que seguem como Anexos I, II e III, que disciplinam respectivamente a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro; Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro; e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida no país por entidades mencionadas no art. 2º do Decreto-Lei n.2285 de 23/07/86 -são pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior, Fundos ou outras entidades de investimento coletivo constituídos no exterior⁵.

⁵ Súmula n. 11: Fundos de Capital Estrangeiro.

De acordo com o Anexo I, A Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro (SICE) assume a forma de sociedade anônima de capital autorizado e deve ter por objeto a aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. A Sociedade tem prazo indeterminado de duração, e a negociação deve ser feita nas bolsas de valores domésticas ou em instituições autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional.

O Anexo II diz respeito ao Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE), que tem a participação de pessoas jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiros. Corresponde a uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, constituídos sob a forma de condomínio aberto sem personalidade jurídica. Até a introdução do Anexo IV em 1991, foi o principal canal de ingresso de recursos externos nas bolsas de valores do Brasil.

O Anexo III permite a entrada de fundos fechados e regulamenta este investimento através de carteiras de valores mobiliários mantidas no país por fundos criados e com cotas negociadas no exterior.

Em 1990, teve início a emissão de *commercial papers* pelas instituições financeiras brasileiras e a colocação desses títulos no mercado⁶. Em seguida, empresas não-financeiras também foram autorizadas a utilizar este recurso. A emissão de papéis por empresas e instituições tornou-se uma opção de financiamento para as mesmas com custos mais baixos, se

⁶ Ver Resolução n. 1743 de 31/07/90.

comparados aos empréstimos externos e ao financiamento interno, neste período, com o reingresso ao mercado internacional de capitais⁷. Também neste ano, o Banco Central autorizou a emissão de outros instrumentos de dívida no Mercado Financeiro Internacional como ao certificados de depósito, as *export securities* e os títulos e debêntures conversíveis em ações.

Em maio de 1991, foi instituído o Anexo IV. Este disciplinava a constituição e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no país por investidores institucionais, tais como: fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investimento constituídos no exterior. O prazo de duração das aplicações era indeterminado e, os ganhos de capital, isentos de tributação.

Sem dúvida, o Anexo IV representou um grande passo no movimento de abertura das bolsas de valores aos investidores estrangeiros, diversificando e aumentando o volume de investimento de capital estrangeiro nas bolsas do país.

É importante mencionar outras possibilidades de investimento no país: moedas de privatização, instrumentos de renda fixa, inclusive quotas do FAF e fundos de *commodities*, aquisição de debêntures e operações nos mercados de opções e futuros (a partir de junho de 1992)⁸. Outra atração foi o Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro (FRFCE), destinado à captação de recursos para investimentos em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central e em título de renda fixa emitidos por empresas e instituições financeiras sediadas no país. São

⁷ Ver Prates, D. M. (1997).

⁸ Ver Prates, D. M. (1997).

aplicações de alta rentabilidade, visto a taxa de juros vigente na economia brasileira; porém estão sujeitas a IOF e imposto de renda.

2.3 – Observações Finais

Sem dúvida, o processo de abertura financeira foi um fator extremamente importante para o retorno dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil, no sentido de criar facilidades para esses capitais, viabilizando a entrada de recursos.

A atratividade ficou por conta das oportunidades de elevados ganhos financeiros para os investidores estrangeiros através da aquisição de títulos de alta rentabilidade de empresas ou bancos; ou investimentos no mercado financeiro doméstico, visto o elevado patamar de taxa de juros doméstica vigente. Vale ressaltar que, neste período (início da década de noventa), os capitais internacionais que retornaram ao Brasil não vieram apenas na forma de investimento de portfólio estrangeiro, mas também na forma de investimento direto externo (IDE), atraídos, principalmente, pela recuperação do mercado doméstico promovida pela estabilização como também pelos programas de privatização, em 1994 com o Plano Real; e, em segundo lugar, pela redução de restrições à atuação das empresas estrangeiras no país com a abertura econômica.

Além das condições internas propícias temos, de outro lado, as condições internacionais, que também apresentaram-se muito favoráveis. No final dos anos oitentas, o quadro dos países industrializados era de retração do crescimento econômico, taxas de juros

baixas e excesso de liquidez –provocada pela queda da rentabilidade financeira nesses países. Sendo assim, os investidores, munidos de grandes volumes de capitais, passaram a procurar novos mercados -para suas aplicações- que oferecessem valorização financeira satisfatória; e viram, na América Latina, boas perspectivas de ganhos⁹.

Tabela 2.1
Fluxo de Investimento Estrangeiro de Portfólio nos Países em Desenvolvimento

Região	US\$ bilhões			
	1989	1990	1991	1992*
Leste da Ásia e Pacífico	2.8	3.1	4.0	7.4
Sul da Ásia	0.8	0.4	0.2	0.2
Europa e Ásia Central	2.4	1.9	0.8	4.4
América Latina e Caribe	1.4	3.8	15.0	15.3
Norte da África e Meio	0.2	0.1	0.0	0.0
África (abaixo do Saara)	0.0	0.0	0.0	0.0
Global**	0.1	0.0	0.3	0.0
Total	7.6	9.3	20.3	27.2

* Projetado.

** Fundo de países investido entre regiões.

Nota : exclui "new money bonds" contemplados nos menus de opções dos esquemas do tipo Plano Brady.

Fonte : IECDI, do Banco Mundial.

Citado em "World Debt Tables 1992 - 1993" Banco Mundial pg. 22.

A tabela acima procura ilustrar a atratividade da América Latina, assim como o volume de recursos externos captados por ela, principalmente a partir de 1991, frente aos demais países em desenvolvimento.

Diante deste contexto é que se deu; porém de maneira diferente da década de setenta, o redirecionamento dos capitais estrangeiros para o Brasil, reingressando o país novamente na dinâmica do Mercado Financeiro Internacional.

⁹ Os fundos de portfólio estrangeiros começaram a se direcionar para o Brasil a partir de 1991.

Tabela 2.2
Investimento Total e Estrangeiro no Brasil 1980/96
(US\$ milhões)

Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Investimento estrangeiro									
tradicional (A) (a)	1.380,5	1.671,0	1.121,3	297,8	252,3	134,6	412,8	49,8	27,5
merc. de capitais (B) (a)	-11,7	14,0	15,8	-3,4	-2,3	-10,7	-15,6	61,4	189,1
mercadoria (C)	79,2	107,9	89,8	114,8	127,8	98,5	102,1	214,2	196,1
conversão (D)	39,3	1,8	143,2	452,0	745,6	581,2	205,9	343,6	2.087,3
Reinvestimento (E)	411,2	741,2	1.555,9	694,8	472,1	542,8	448,6	617,1	714,0
IDEs líquido I (A+C+D)	1.499,0	1.780,7	1.354,3	864,6	1.125,7	814,3	-104,8	607,6	2.255,9
Taxa de inv. global (em % do PIB) (b)	22,9	21,0	19,5	16,9	16,1	16,7	19,0	18,1	17,3
PIB em US\$ (*)	237.772	258.553	271.251	189.459	189.743	211.092	257.811	282.356	305.706
Participação do IDE / Inv. global (em %)	2,75	3,28	2,56	2,70	3,68	2,31	-0,21	1,19	4,27
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
Investimento estrangeiro									
tradicional (A) (a)	-339,8	280,9	504,8	1.155,9	374,0	1.738,0	3.615,0	9.123,0	
merc. de capitais (B) (a)	-57,5	103,6	578,2	1.704,1	6.650,0	7.280,0	2.294,0	6.039,0	
mercadoria (C)	129,7	64,0	34,6	29,0	19,3	11,8	6,2	27,0	
conversão (D)	945,6	283,0	67,8	220,2	220,1	138,4	307,4	292,0	
Reinvestimento (E)	530,9	273,1	364,7	174,8	99,8	82,9	200,0	447,0	
IDEs líquido I (A+C+D)	735,5	627,9	607,2	1.405,1	613,4	1.888,2	3.928,6	9.442,0	
Taxa de inv. global (em % do PIB) (b)	16,7	15,5	15,2	14,0	14,4	15,0	16,6	16,1	
PIB em US\$ ⁽¹⁾	415.915	445.918	386.184	374.324	430.266	561.305	718.494	749.100	
Participação do IDE / Inv. global (em %)	1,06	0,91	1,03	2,68	0,99	2,24	3,29	7,83	

⁽¹⁾ Nova série calculada pelo Banco Central do Brasil utilizando o câmbio médio.

(a) Para o período 1980 a 1990 extraído de Barros (1994).

(b) Para o período 1980 a 1988, considerou a relação FBCF/PIB fornecida pelo IBGE na Série Estatísticas Históricas do Brasil. Para o período 1989/96, considerou-se a nova série Taxa de investimento do IPEA.

Fontes primárias de dados: Barros (1994) e Anexo II do Boletim do Banco Central do Brasil, dez. 1996 – Elaboração UNICAMP. IE. NEIT.

CAPÍTULO 3

OS IMPACTOS SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E A SITUAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

No capítulo anterior, procuramos descrever como foi o processo de abertura econômica do Brasil no início dos anos noventas. Vimos que as mudanças na legislação interna do país, no sentido de facilitar a entrada de recursos externos, foram decisivas na sua reinserção no Mercado Financeiro Internacional, porém não suficiente. O cenário internacional da época também mostrou-se extremamente favorável e determinante. Havia liquidez internacional e os investidores dos países desenvolvidos procuravam novas formas de valorização para os capitais disponíveis. Estes, por sua vez, viram nos países da América Latina –e dentre eles, principalmente, o Brasil- grandes oportunidades de ganhos diante das melhores taxas de remuneração oferecidas por empresas e bancos desses países.

Além disso, vale ressaltar a importância das transformações financeiras ocorridas na década de oitenta que resultaram na flexibilização dos instrumentos financeiros, criando mecanismos que permitissem a redução do risco de crédito, o aumento da liquidez e a transferência do risco de preço. O avanço tecnológico da informática e da telecomunicação deu agilidade à troca de informações, facilitando a integração dos diversos mercados financeiros. Desta forma, essas mudanças propiciaram a diversificação dos investimentos para além dos limites, através do acesso aos mercados internacionais, e contribuíram, a medida em que minimizam riscos, para o maior afluxo de capitais entre os países em geral, o que facilitou o redirecionamento dos negócios para os países emergentes.

Visto isto, veremos como foi que o mercado financeiro nacional respondeu às mudanças ocorridas e à entrada de recursos externos, a partir dos anos noventas.

3.1 – As Captações dos Recursos Externos

Neste item, procuramos descrever como se deram as captações, isto é, quais os mecanismos mais utilizados pelos agentes na captação de recursos externos; ou ainda, qual a composição dos fluxos de capitais, assim como o volume destes recursos logo no início do processo.

Tabela 3.1
Captação de Recursos Externos por Modalidades e Percentuais
(US\$ milhões)

Contas	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
IEP ingresso	171	760	3864	14971	21600	22559	24684
IEP retorno	67	200	2160	8380	16521	17806	18566
IEP líquido	104	560	1704	6591	5079	4753	6118
IED ingresso	517	695	1324	877	2241	3285	9580
IED retorno	230	123	170	480	329	315	385
IED líquido	287	572	1154	397	1912	2970	9195
Emissões de títulos no exterior	653	3686	6107	8892	7751	11514	19484
- Commercial papers	631	1920	1244	837	351	607	653
- Bônus e notes	22	1488	4853	7365	7128	10412	18504
- Securitização		278	10	690	272	495	327
Emissões líquidas	475	3508	5672	6921	4438	8066	15826
Captação total	5367	11627	17791	32667	43073	53885	78999

IEP: Investimento de Portfólio no Mercado Financeiro local

IED: Investimento Externo Direto

Fonte: Banco Central e Gonçalves (1995). Retirada de Daniela M. Prates, 1997.

No momento inicial de retorno dos capitais externos, a principal forma de captação de recursos foi o endividamento securitizado. As operações de *commercial papers* e de securitização de exportações passaram a ser freqüentes instrumentos de alavancagem de

recursos externos. O mercado acionário brasileiro obteve um crescimento de 28% no primeiro semestre de 1992 e, o volume total captado ao final do ano, foi 593% maior do que o ano anterior (Barros, 1993). Contudo, cabe aqui mencionar que, em 1994 houve uma redução neste crescimento ocasionada por medidas de desestímulo adotadas pelo Governo em 1993¹ e pela elevação dos juros norte-americanos em 1994².

Ainda em 1992, observamos que os países da América Latina, duplicaram as captações de recursos externos (aproximadamente US\$ 20 bilhões) em comparação ao ano de 1991. Neste contexto, um país de destaque foi o Brasil, liderando a captação de recursos via bônus, com absorção de em média $\frac{1}{4}$ dos recursos obtidos pelos países em desenvolvimento³.

Os participantes que se destacaram na captação via mercado de bônus foram as empresas estatais –Petrobrás, Telebrás, Companhia Vale do Rio Doce, Embratel- e outras empresas transnacionais.

Os investimentos no mercado de capitais passaram a ter destaque a partir de 1991 com

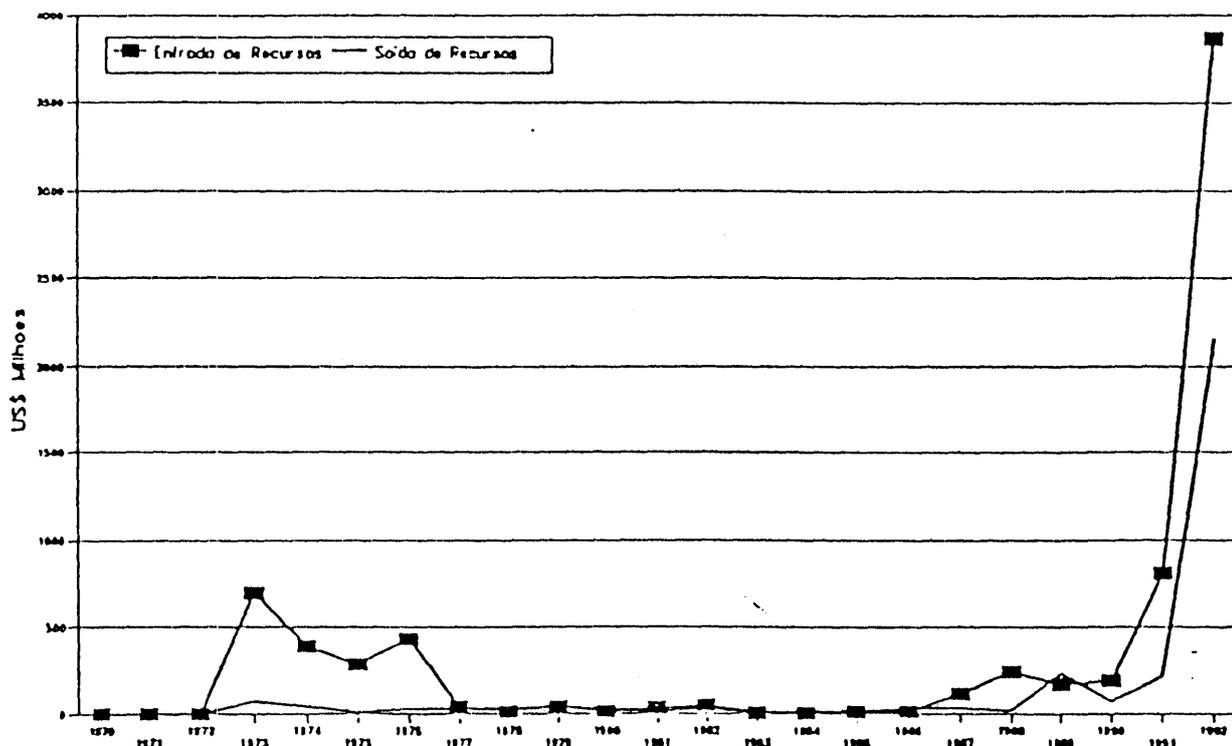
¹ Em 1993, o Governo promoveu alguns ajustes, a fim de restringir o fluxo de capitais devido às limitações das políticas econômicas internas frente aos impactos da entrada e saída de recursos sobre o câmbio e os juros. A manutenção de metas para essas variáveis exige políticas monetárias e cambiais ativas, ocasionando problemas para as contas públicas. Alguns ajustes: a) emissão de títulos no exterior: os prazos mínimos de amortização foram ampliados, foi introduzido um IOF de 3% sobre os títulos de dívida direta emitidos no exterior e foi suspensa a autorização automática dessas emissões e alterados os prazos de renovação; b) investimento de portfólio estrangeiro no mercado financeiro doméstico: restrição das alternativas de renda fixa disponíveis aos recursos ingressantes através do Anexo IV, com o objetivo de reduzir o ingresso de recursos de prazos muito curtos atraídos pelas elevadas taxas de juros internas; c) aumento da conversibilidade interna da moeda: o limite das posições compradas dos bancos passou de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões – este limite é o que define o volume de moeda estrangeira que pode ser mantido livremente pelos bancos sem a necessidade de depósito no Banco Central.

² A mudança na taxa de juros americana alterou os investimentos de portfólio estrangeiros. Houve uma redução na captação de recursos pelos países emergentes em favor dos EUA.

³ Entretanto, num primeiro momento, para atrair tais recursos as empresas instaladas no país ofereciam alta rentabilidade, além de um elevado prêmio de risco.

a introdução do Anexo IV, o qual ampliou as possibilidades de investimentos externos através da administração de carteira de valores mobiliários de investidores institucionais constituídos no exterior.

Gráfico 3.1
Mercados de Capitais: Entrada e Saída de Recursos
1970 / 1992



Fonte: a partir de dados FIRCE. Retirado de Octavio de Barros, 1993.

Entretanto, o maior destaque para os investimentos de portfólio foi durante o período 1993-1994, apresentando um crescimento de 34%. Este avanço pode ser explicado tanto pelas elevadas taxas de juros reais internas vigentes (girando em torno dos 25% - 30%) como também pela rentabilidade oferecida pelas empresas residentes, que proporcionaram aos investidores elevados ganhos nas bolsas de valores domésticas⁴.

⁴ Este avanço nos investimentos de portfólio mais do que compensaram a redução do endividamento securitizado no início de 1994.

Por outro lado, vale ressaltar que, o aumento da importância dos investimentos de portfólio nas captações criou certos receios devido às suas características. São recursos mais líquidos, de curtíssimos prazos -em comparação aos *commercial papers* e as securitizações de exportações- e, portanto, mais voláteis. Quando há predominância desse tipo de recurso, a dificuldade em controlar surtos especulativos contra a moeda é maior.

A partir de 1995, observamos uma melhora na qualidade dos fluxos de capitais, com o retorno do crescimento do endividamento securitizado a também, paralelamente, a redução dos investimentos de portfólio em ações. Além disso, outro ponto positivo quanto à composição dos fluxos, foi o aumento da participação do investimento direto externo - 2,7% em 1993; 6% em 1995 e 12,1% em 1996 (Prates, 1997).

Porém, esses investimentos diretos externos que vieram para cá foram atraídos pelos programas de privatização, principalmente a partir de 1994; e também pelas perspectivas de ganhos no mercado interno. A grande maioria dos IDE's concentraram-se em fusões e aquisições de empresas -tanto empresas estatais, como empresas de setores fragilizados com o processo de abertura no Plano Real- e não na implantação de novas plantas.

Apesar do aumento da participação de outros mecanismos de captação, os investimentos de portfólio em ações continuaram predominantes no volume total dos recursos externos captados.

3.2 - O Plano Real

Neste item, a proposta é fazer uma breve caracterização do plano de estabilização vigente, como também destacar a importância dos recursos internacionais para a manutenção deste plano.

Em 1994, foi implementado no Brasil um programa de estabilização econômica -o Plano Real-, constituído de três fases: a primeira fase correspondeu ao ajuste fiscal e emergencial nas contas públicas, visto como necessário para equilibrá-las. Como principal medida deste ajuste temos a criação de um Fundo Social de Emergência (FSE) que tinha como objetivo aumentar a arrecadação do Governo e permitir uma flexibilização na gestão orçamentária de 1994 e 1995. A segunda fase correspondeu à criação da URV (Unidade Real de Valor). A economia foi superindexada, com todos os preços de bens e serviços baseados na URV, um indexador com base diária. O objetivo era reduzir a memória inflacionária através do alinhamento de preços e sincronização de contratos. Após todos os ajustes a economia seria desindexada. A terceira fase correspondeu à criação e introdução da nova moeda -o Real- na economia.

Este plano, por sua vez, baseou-se na utilização de uma âncora cambial -com sobrevalorização do câmbio-; no estabelecimento de metas monetárias restritivas, o que implica a existência de altas taxas de juros reais internas; e, por fim, no aumento da abertura comercial, com redução brusca das alíquotas de importação, para elevar o grau de concorrência e dificultar pressões inflacionárias.

O retorno dos recursos externos e a manutenção de elevados volumes de reservas internacionais, além de terem sido fatores determinantes para a implementação deste tipo de tentativa de estabilização, são, atualmente, os fatores que dão sustentabilidade à manutenção do plano.

A existência de uma âncora cambial acompanhada de abertura comercial e juros altos acabou revertendo o quadro do saldo da Balança Comercial, que saiu de uma situação de equilíbrio para uma de desequilíbrio total já no início de 1995. Este desequilíbrio pode ser explicado pelo boom de consumo de produtos importados. Tanto as reduções de alíquotas de importação como também a valorização cambial tornaram mais acessíveis os produtos estrangeiros. Por outro lado, uma valorização cambial não favorece as exportações, a medida em que encarece os produtos domésticos no mercado internacional. Além disso, vale ressaltar que grande parte das exportações do Brasil corresponde a produtos que possuem baixa elasticidade preço-venda, alta variabilidade de preço e valor agregado pequeno.

Sendo assim, a dificuldade de fechar o Balanço de Pagamentos aumentou com o crescimento do déficit em transações correntes, ocasionado pelo aumento do déficit comercial, e também pela situação da conta serviços que é estruturalmente deficitária.

Desta forma, trabalhar com um programa de estabilização baseado e sustentado numa âncora cambial implica atrair capitais externos -e mantê-los internamente- e, para que isso ocorra, é necessário manter um diferencial positivo de taxas de juros. Aqui fica evidente a situação de vulnerabilidade externa em que o país se encontra.

3.3 - Os Impactos sobre o Sistema Financeiro Nacional

Antes de analisarmos os impactos da abertura financeira sobre o sistema financeiro doméstico e também quais as mudanças nas operações deste sistema com a introdução do Plano Real, é importante mencionarmos como funcionava este sistema até então.

Durante toda a década de oitenta, o sistema financeiro operou de acordo com a realidade da economia brasileira no período em questão, com elevadas taxas de inflação e baixas taxas de crescimento. Nesses anos algumas atividades foram desenvolvidas como: as atividades bancárias na intermediação de títulos públicos; atividades relacionadas com financiamento do comércio exterior e operações de câmbio; desenvolvimento de inovações financeiras -derivativos- que buscavam proteger os agentes dos riscos derivados da instabilidade de preços (câmbio, juros, índice de preços); entre outras⁵.

A alta rentabilidade do sistema financeiro ficava por conta dos elevados ganhos de *float* pela capacidade de manejar elevadas disponibilidades monetárias numa conjuntura de alta inflação. A demanda por serviços financeiros era excepcionalmente alta em virtude da necessidade dos agentes se protegerem contra a corrosão do valor da moeda por meio dos diversos tipos de moeda indexada.

⁵ Ver Baer, M. (1996).

3.3.1 - As Mudanças com a Abertura Financeira e com o Plano Real

Os impactos sobre as instituições financeiras dependem da composição dos fluxos de capitais internacionais que entraram no país, ou seja, os investimentos estrangeiros provocaram (e ainda provocam) efeitos diferentes na dinâmica financeira. Por exemplo, enquanto a colocação de dívida direta no exterior têm efeitos sobre o mercado de crédito, os investimentos de portfólio em ações têm efeitos sobre as bolsas de valores domésticas.

Quanto ao mercado de crédito, os impactos estão diretamente relacionados com a participação dos recursos externos na alavancagem total dos bancos. Em 1991, os bancos passaram a colocar títulos no exterior com a finalidade de captar recursos para financiar empréstimos domésticos às empresas (principalmente empresas de pequeno e médio porte), corrigidos pela variação do dólar comercial (Resolução n. 63). A partir de então, o volume de recursos captados pelos bancos permaneceu num nível elevado. Esta situação só foi revertida em meados de 1995 diante do aumento da inadimplência em geral, que resultou em medidas de precaução por parte dos bancos. Sendo assim, em 1996, as captações por empresas privadas e estatais nacionais via colocação de títulos no exterior já superavam as captações bancárias⁶.

Aqui vale ressaltar que, o aumento de recursos externos disponíveis só terá efeitos sobre o mercado de crédito se não existirem medidas de esterilização desses fluxos na economia por parte do Governo.

⁶ Vale ressaltar que este mercado é altamente seletivo. Participam as filiais de empresas multinacionais, empresas estatais e grupos privados com atividades exportadoras.

Outra mudança significativa com o retorno dos fluxos foi o aumento da concessão de empréstimos (indexados em dólar) para o financiamento do comércio exterior. Aqui vale tanto financiamento de investimento em atividades exportadoras; como também o financiamento de importações, principalmente após a abertura comercial.

Um outro ponto de destaque é o elevado crescimento do mercado de derivativos nacional. No Brasil, a instituição que opera com instrumentos de derivativos negociados em mercados organizados é a BMF (Bolsa Mercantil e de Futuros). O volume negociado passou de R\$ 3 bilhões para R\$20 bilhões, de 1993 ao início de 1997.

Quanto ao mercado de capitais, este durante a década de oitenta apresentou baixo movimento. A partir dos anos noventas, com a legalização da entrada direta de investidores institucionais internacionais nas bolsas de valores domésticas (em 1991, através do Anexo IV), este mercado dinamizou-se, canalizando um importante volume de recursos externos.

Os recursos entrantes através do Anexo IV direcionaram-se, principalmente, para aplicações em ações, instrumentos de renda fixa (em 1993, foi proibida este tipo de aplicação para o Anexo IV), fundos de *commodities*, moedas de privatização e também em algumas aplicações em derivativos (autorizadas em 1993).

As bolsas de valores apresentaram crescimento expressivo no volume de transações. O total negociado cresceu aproximadamente 900% entre 1991 e 1994. O índice de rentabilidade das principais ações negociadas no mercado acionário (índice da Bovespa, a principal bolsa de

valores do país) apresentou, em média, considerável valorização durante este mesmo período.

As ações mais negociadas em bolsa são da Telebrás, da Eletrobrás, da Companhia Vale do Rio Doce e da Petrobrás.

Com relação ao Plano Real, observamos que a conquista da estabilização, ou seja, a redução dos patamares inflacionários, eliminou os ganhos com o *float*, que como já mencionamos anteriormente correspondia a uma das principais fontes de lucro do sistema. Sendo assim, a sua extinção implicou numa adaptação do sistema, no sentido de reduzir os custos e elevar as receitas. Como medida de redução de custos os bancos em geral, mas especialmente os bancos comerciais, restringiram o número de agências em funcionamento; e, como outras fontes alternativas de rentabilidade, aumentaram as taxas cobradas pelos serviços bancários prestados e aumentaram também a concessão de créditos⁷.

Outro problema que os bancos estiveram e ainda estão expostos é com relação a possíveis corridas bancárias, ocasionadas pela desconfiança dos depositantes quanto à credibilidade da instituição, que resultam na quebra do banco. Como exemplo disso, podemos citar o caso do Banco Econômico.

⁷ Os bancos passaram a lucrar captando recursos externamente com juros menores e concedendo empréstimos internamente com juros elevados.

3.4 - A Vulnerabilidade Externa e seus Problemas para o Brasil

Para darmos encerramento ao capítulo, faremos neste item uma breve caracterização do problema principal -a questão da vulnerabilidade externa- a que o Brasil está exposto e que tem gerado muitas críticas e discussões acerca da forma de reinserção do país no mercado financeiro internacional.

Podemos entender como vulnerabilidade externa, a fragilidade que o país possui frente a influência de fatores desestabilizadores externos⁸, ou seja, o surgimento de instabilidades na dinâmica econômica do país ocasionadas por fatores externos.

No caso brasileiro, até o início da década de noventa, a vulnerabilidade externa do país estava relacionada com a falta de recursos externos, isto é, com a restrição de recursos internacionais que todos os países em desenvolvimento estiveram sujeitos, principalmente após a crise da dívida externa em 1982.

A partir dos anos noventas, com o processo de abertura econômica num contexto de globalização financeira com elevada mobilidade de capitais, observamos que a questão da vulnerabilidade externa está agora relacionada com outro fator: a composição dos fluxos de financiamento externo que passaram a ingressar no país.

Quanto à composição dos fluxos, a grande maioria desses recursos externos entrantes

⁸ Ver Gonçalves, R. (1996).

concentram-se em investimentos de portfólio, os quais caracterizam-se por serem capitais de curtíssimo prazo, extremamente voláteis, de natureza especulativa e que podem, a qualquer momento, terem seus fluxos revertidos⁹. Contudo, como vimos anteriormente, outras formas de captação de recursos externos também foram significativas, como o IDE e as emissões de títulos no exterior¹⁰.

A idéia de vulnerabilidade externa existente na década de noventa, gira em torno dos crescentes riscos envolvidos no aumento do endividamento externo calcado num financiamento composto por recursos voláteis, ou seja, quando os fluxos de capitais internacionais ingressantes no país são, predominantemente, compostos por investimentos de portfólio. Desta forma, diante desta caracterização, quaisquer elementos perturbadores das condições consideradas propícias -na visão dos investidores externos- para a manutenção desses capitais internamente; como é o caso, por exemplo, de uma elevação da taxa de juros internacional ou uma crise nas bolsas de valores de países também considerados emergentes com quadros econômicos semelhantes ao do Brasil (como aconteceu, recentemente, na bolsa de Hong-Kong); já é motivo para uma reversão do direcionamento desses recursos. Visto isso, a possibilidade de ocorrência de uma crise cambial aumenta e a discussão quanto à capacidade do país fazer frente a uma ataque especulativo contra a moeda nacional passa a ser cada vez mais polêmica.

⁹ Isto implica na necessidade de manutenção de elevado nível de reservas internacionais, por parte da autoridade monetária, capaz de fazer frente à grande mobilidade de capitais.

¹⁰ Entretanto, aqui, vale ressaltar que, apesar do investimento direto externo e do endividamento securitizado serem considerados recursos de melhor qualidade -em comparação aos investimentos de portfólio-, estes, por sua vez, também possuem suas contrapartidas. Ambos exercem pressões na conta de serviços do Balanço de Pagamentos: o IDE pressiona na forma de remessa de lucros; e o endividamento externo, na forma de remessa de juros.

Neste contexto, a atração de capitais implicou na existência de elevadas taxas de juros que acabaram trazendo alguns problemas para as contas públicas: uma taxa de juros alta tende a agravar o desajuste fiscal do setor público, visto o aumento do serviço da dívida pública, ocasionado pelos juros. Além disso, a necessidade de esterilização dos recursos com o objetivo de conter o avanço da oferta monetária acabou também elevando o estoque desta dívida interna, na medida em que o Governo emite títulos para enxugar a entrada maciça de capitais.

Com a implantação do Plano Real, a economia tornou-se ainda mais receptiva aos fluxos de capitais. Vimos que a disponibilidade de um elevado nível de reservas internacionais foi um fator determinante na implementação de um programa de estabilização econômica baseado na existência de uma âncora cambial, com sobrevalorização do câmbio, e na abertura comercial. Porém a valorização da moeda nacional combinada com a abertura às importações, implicaram no surgimento de déficits na Balança Comercial. Por um lado, tem-se o aumento brutal do volume de consumo de produtos importados; e, por outro, a não ampliação da capacidade de geração de divisas internas (com o aumento das exportações) na mesma proporção, de forma a não influenciar negativamente a situação da conta de transações correntes¹¹, o que agrava o quadro do Balanço de Pagamentos. Diante desta situação, o país ficou completamente dependente da manutenção dos recursos internacionais internamente para continuar dando sustentabilidade ao programa de estabilização.

A política econômica interna perde graus de liberdade, na medida em que a gestão da política monetária se encontra presa à lógica cambial, ou melhor, à necessidade de manutenção

¹¹ A existência de constantes déficits na Balança Comercial aponta para riscos de uma restrição cambial, o que pode estimular a saída de capitais, precipitando uma crise no Balanço de Pagamentos (Baer, 1996).

de um elevado nível de reservas internacionais. Além do mais, políticas econômicas ativas capazes de promoverem o desenvolvimento econômico e social são cada vez mais adiadas, colocadas em segundo plano, o que compromete ainda mais o crescimento econômico e social do país.

Por fim, podemos afirmar que a situação da economia brasileira é extremamente delicada neste contexto de finanças globalizadas e liberalização cambial. O problema da restrição de recursos externos -elemento histórico e estrutural deste tipo de economia- é, em última instância, o que gera fragilidades na dinâmica econômica, que são cada vez mais intensas diante da reinserção do país neste novo cenário financeiro.

CONCLUSÃO

Este trabalho foi desenvolvido com o intuito de verificar quais foram os impactos da nova dinâmica dos mercados financeiros internacionais e da reinserção do Brasil nesta dinâmica sobre o sistema financeiro nacional e sobre a economia brasileira em geral.

Vimos que esta nova dinâmica é caracterizada por uma maior integração entre os diversos mercados financeiros, possibilitada tanto pela intensificação do uso de instrumentos financeiros desenvolvidos na década de oitenta (securitização e derivativos), que permitem a diversificação e administração dos riscos existentes associados às operações financeiras; como também o avanço da telecomunicação e da informática, que dá agilidade à troca de informações entre os mercados a custos reduzidos. Desta forma, os agentes com maiores facilidades de acesso aos diversos mercados -nacional ou *off-shores*- são livres para buscarem as melhores condições de liquidez e custos de suas aplicações.

Quanto à reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional, esta foi determinada pelas mudanças internas ocorridas com o processo de abertura econômica, que possibilitaram a entrada de recursos externos no país; como também pelo contexto internacional de liquidez.

As principais formas de captação dos recursos internacionais foram emissões de títulos no exterior, investimento de portfólio e investimento direto externo. Aqui, vale ressaltar que, a atratividade dos fluxos de capitais ficou por conta das elevadas taxas de juros reais internas vigentes e da alta rentabilidade oferecida pelas empresas residentes. Quanto ao investimento

direto externo, este foi atraído pelos programas de privatização e pelas perspectivas de ganhos com o mercado interno, além das facilidades adquiridas com o processo de abertura econômica.

Com relação ao sistema financeiro, os impactos foram apresentados de forma bem generalizada. O mercado de crédito apresentou uma elevação da concessão de empréstimos (aqui incluem-se os para consumo, para o comércio exterior, entre outros), os quais foram, na maioria, financiados através da captação de recursos externos. O mercado de capitais, principalmente as bolsas de valores nacionais, também foi extremamente dinamizado, diante do volume dos fluxos de capitais canalizado.

Entretanto, observamos que grande parte do endividamento externo total, ou seja, do volume total de capitais captados, concentraram-se, fundamentalmente, em investimentos de portfólio. Contudo, isto representa um risco, na medida em que, estes caracterizam-se por serem recursos extremamente voláteis guiados por uma lógica especulativa. Em outras palavras, os agentes endividados com recursos deste tipo ficam sujeitos a problemas no caso de uma reversão dos fluxos de capitais. Na verdade, aqui encontra-se o principal problema da economia brasileira: a vulnerabilidade frente a uma reversão do direcionamento dos recursos.

Esta questão passa a ser mais crítica com a adoção do Plano Real (programa de estabilização completamente atrelado à entrada de recursos externos) em 1994, e com o surgimento de déficits na Balança Comercial a partir de 1995, o que tornou a economia ainda mais dependente da manutenção desses fluxos internamente.

Desta forma, a vulnerabilidade externa está na fragilidade da capacidade da economia brasileira fazer frente a uma corrida de capitais, ou melhor, a um ataque especulativo contra a moeda nacional.

Diante disso, as políticas macroeconômicas do país ficam presas ao intuito de atrair capitais externos e, principalmente, mantê-los internamente, na tentativa de evitar uma possível crise cambial e preservar a estabilização econômica, isto é, a sustentabilidade do plano. Sendo assim, observamos que o raio de manobra da execução da política econômica encontra-se muito diminuído dentro deste cenário.

Por fim, concluímos que, apesar das vantagens que o Brasil obteve ao reinserir-se no mercado financeiro internacional, por outro lado, tal reinserção teve um custo muito elevado para a economia brasileira; e, o que se discute, atualmente, é até que ponto tudo isso, realmente, valeu a pena.

BIBLIOGRAFIA

- Baer, M. (1990) "A dinâmica financeira internacional nos países industrializados nos anos 80", Boletim de Conjuntura Internacional n. 01, março 1990.
- Baer, M. (1993) "O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80", Unicamp, maio 1993.
- Baer, M. (1995) "Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional", Economia e Sociedade n. 04, junho 1995.
- Baer, M. (1996) "Os mercados financeiros latino-americanos a partir de reinserção internacional e das experiências de estabilização nos anos 90", BNDES, Rio de Janeiro, fevereiro 1996.
- Barros, O. (1993) "Oportunidades abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90", Unicamp, 1993.
- Belluzzo, L. G. M. (1995) "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados"", Economia e Sociedade n. 04, junho 1995.
- Belluzzo, L. G. M. & Coutinho, L. G. (1996) "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas", Economia e Sociedade n. 07, dezembro 1997.

- BNDES, Texto para Discussão n. 03, "Mercado financeiro internacional: transformações e tendências", Rio de Janeiro, outubro 1991.

- BNDES, Texto para Discussão n. 18, "O regime cambial brasileiro e suas consequências para a política econômica", Rio de Janeiro, novembro 1993.

- Canuto, O. & Laplane, M. F. (1995) "Especulação e instabilidade na globalização financeira", Economia e Sociedade n. 5, dezembro 1995.

- Coutinho, L. G. (1992) "A terceira revolução industrial e tecnológica: as grandes tendências de mudança", Economia e Sociedade n. 01, agosto 1992.

- Ferreira, C. K. L. & Freitas, M. C. P. (1989) "O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80", IESP/ FUNDAP, janeiro 1989.

- Ferreira, C. K. L. (1995) "O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais", Unicamp, julho 1995.

- Gonçalves, R. (1996) "Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira", in: Baumann, R. (1996) (org.), O Brasil e a Economia Global, RJ, Campus, 1996.

- Lima, M. L. M. P. (1985) "O Euromercado e a expansão do capital financeiro internacional",

Unicamp, julho 1985.

- Mendonça, A. R. R. (1994) "As inovações financeiras e o papel da autoridade monetária - Um estudo a partir da economia americana", Unicamp, agosto 1994.

- Oliveira, G. (1996) "Brasil real: desafios da pós-estabilização na virada do milênio", São Paulo, Mandarin, 1996.

- Prates, D. M. (1997) "Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa", Unicamp, agosto 1997.

- Súmula 11: Fundos de Capital Estrangeiro.