

S  
UFRJ/IE  
TD395

ns 208019

UNIVERSIDADE FEDERAL  
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL:  
TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS

Nº 395

Fernando J. Cardim de Carvalho

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA

SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL:  
TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS

Nº 395

*Fernando J. Cardim de Carvalho\**



43 - 016851

*Julho de 1997*

---

**\* Professor Titular, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Este trabalho é resultado do projeto Financiamento dos Investimentos no Setor Elétrico no Brasil.**

Diretor Geral: Prof. Carlos Lessa  
 Diretor Adj. de Graduação: Prof. René Louis de Carvalho  
 Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Carlos A. de Medeiros  
 Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. José E. Cassiolato  
 Diretor Adj. Administrativo: Prof. Adilson de Oliveira  
 Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer  
 Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro  
 Editoração: Jorge Amaro  
 Geórgia Britto  
 Revisão: Janaina Medeiros  
 Secretária: Joseane de O. Cunha  
 Impressão: Paulo Wilson de Novais  
 Olávio da Silva Inacio

adu 210351

Ficha catalográfica

UFRJ/CCJE/BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN S  
 DATA: 4 1 12 197 UFRJ/IE  
 REGISTRO N 502594-X TD 345  
 ms 308019

CARVALHO, Fernando José Cardim de

Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas./ Fernando J. Cardim de Carvalho. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997.

50 p.; 21 cm. (Texto para Discussão. IE/UFRJ; n. 395)

1. Sistema Financeiro. I. Título. II. Série.

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar) - Praia Vermelha - CEP: 22290-240/C.P. 56028 - Telefone: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

SUMÁRIO

I. O Conceito de Sistema Financeiro Internacional	5
II. O Sistema Financeiro Internacional Atual: Atores e Instrumentos	9
III. Transformações Recentes do Sistema Financeiro Internacional	25
IV. Fluxos Financeiros para Países em Desenvolvimento	37
Notas	48
Últimos textos publicados	50

## I. O CONCEITO DE SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Para os objetivos deste trabalho, tomaremos a expressão *sistema financeiro* como abrangendo o conjunto de instituições e de mercados operantes em um dado espaço dedicados à transferência entre os agentes econômicos de instrumentos representativos de poder de comando sobre a riqueza existente ou futura. As formas de estruturação seja das instituições, seja dos mercados financeiros existem em grande variedade, o mesmo ocorrendo com os instrumentos financeiros, distinguíveis pelo seu prazo, liquidez, riscos, condições de exercício etc. Dada a natureza das operações financeiras, extremamente dependentes que são de influências muito voláteis, e sua posição estratégica na determinação das possibilidades e limites do processo de produção material da economia, os sistemas financeiros tendem a ter seu funcionamento normal amplamente sujeito a regras e regulamentos legais. Tais regulamentos, por sua vez, refletem não apenas a busca de racionalidade e eficiência na operação da economia como um todo, mas também as particularidades culturais e políticas que marcam a história de cada nação. Por tal razão, encontramos no conjunto de países que adotam economias de mercado, uma ampla variedade de estruturas e procedimentos financeiros.<sup>1</sup>

O sistema financeiro, amplo senso, isto é, incluindo-se nele, nesta acepção, o sistema bancário cumpre duas funções centrais: 1) a organização e operação dos sistemas de pagamento da economia; 2) a intermediação de direitos sobre a riqueza presente e futura. Na sua primeira função, instituições financeiras cuidam do registro e liquidação das obrigações contraiadas pelos agentes em suas operações de compra e venda de mercadorias e de títulos financeiros de

toda natureza. Na segunda, trata-se de promover a redistribuição entre os agentes, públicos e privados, de poder de comando sobre a riqueza para aqueles cujos planos de dispêndio excedem sua renda corrente ou sua riqueza acumulada.

Genericamente, é possível identificar-se dois grandes modos de organização da atividade de redistribuição do poder de compra. No primeiro, *intermediação financeira*, a redistribuição é feita pela interposição de obrigações da instituição financeira promotora da atividade entre as fontes e utilizadores últimos dos recursos. Neste caso, a instituição financeira absorve recursos da fonte, emitindo em contrapartida obrigações contra si, transferindo, depois, estes recursos para os tomadores últimos que se tornam seus devedores. Os riscos da operação, neste caso, são absorvidos pelo intermediário financeiro. Tipicamente, temos aqui, por exemplo, bancos captando depósitos (uma obrigação contraída junto aos depositantes) e utilizando estes recursos para fazer empréstimos.

A segunda modalidade é a *securitização*. Neste caso, o tomador último coloca suas obrigações diretamente com a fonte de recursos. Instituições financeiras podem participar como organizadores (corretores) da operação, mas não retem em seus balanços as obrigações emitidas pelo tomador último, nem assumem qualquer compromisso com as fontes. Mudanças da primeira modalidade para a segunda, isto é, da intermediação para a securitização são chamadas de *desintermediação*.

Na verdade, intermediação ou securitização são métodos alternativos de operação financeira, cuja adequação depende das condições específicas de cada transação. Cada um envolve custos e possibilidades diversas, podendo-se transitar de um método para outro conforme a conveniência. Como se verá, pode-se mesmo identificar uma tendência, nos últimos anos, rumo à securitização de operações antes

tipicamente intermediadas, à medida em que mudam, por diversas razões, as condições que cercam a atividade financeira, com conseqüências importantes para a determinação dos custos de aplicação e captação de recursos financeiros.

Como proposto acima, uma influência central na formação dos sistemas financeiros nacionais é a regulação exercida pelo Estado. Por esta razão, o contraste mais importante entre os sistemas financeiros nacionais e o internacional seja talvez a ausência, neste último, de uma instituição pública dotada de poder abrangente de regulação. As restrições válidas nestas operações decorrem seja da adoção voluntária, por motivos precaucionais, de mecanismos de segurança e auto-disciplina por parte dos agentes envolvidos, seja dos relativamente poucos limites e regras que se pode impor por consenso entre as nações. Neste sentido, a definição que adotamos de sistema financeiro internacional é precisamente o conjunto de instituições e mercados operantes à escala mundial, sobre o qual inexistente autoridade reguladora de igual alcance.<sup>2</sup>

Dois características centrais parecem marcar o sistema financeiro internacional nos anos 90: por um lado, os agentes envolvidos são, em sua ampla maioria, privados; por outro, operações de securitização representam uma proporção crescente da atividade financeira, a despeito do estímulo, por razões variadas, que se tem verificado nos últimos anos à realização de operações de intermediação, especialmente de empréstimos sindicados.

A relação entre o sistema financeiro internacional e os sistemas nacionais depende diretamente do grau de abertura destes últimos. Na verdade, a história recente das economias capitalistas foi marcada principalmente pela multiplicidade de controles sobre o movimentos internacional de capitais, limitando, certamente sem eliminar, a influência do sistema internacional sobre as atividades financeiras internas. Entre os últimos dez e quinze anos, porém, esta tendência foi invertida, como se verá abaixo. Nas condições correntes de aber-

tura dos sistemas financeiros nacionais à circulação internacional de capitais, poucos países apresentam escala de operação financeira suficiente para impedir a subordinação de suas atividades aos movimentos internacionais de capitais. Este fator, como se argumentará, não deve ser visto unicamente como uma benção, nem unicamente como uma ameaça. Por um lado, a abertura dos sistemas nacionais aos movimentos internacionais de capitais potencializa o apelo a estes recursos, aumentando a oferta de meios de financiamento disponíveis aos agentes locais; por outro, aumenta os riscos de instabilidade ao serem internalizados capitais cujos modos de circulação estão relativamente livres das restrições representadas por regulações precaucionárias ou disciplinadoras.

A característica voluntarista do sistema financeiro internacional tem sido objeto de preocupação generalizada recentemente, o que se reflete na sucessão de propostas de disciplinamento geradas seja em grupos de analistas ou de autoridades de diversos países, seja a partir de debates internos a cada país. As dificuldades são, no entanto, bastante grandes no caminho da definição de regras de regulação abrangentes e satisfatórias. Em contraste com as experiências de organização internacional do sistema monetário e de pagamentos, como aquelas decididas em *Bretton Woods* ao final da guerra, cujos principais protagonistas foram as autoridades monetárias de cada país aderente ao acordo, no caso do sistema financeiro internacional atualmente os papéis principais estão entregues a agentes privados. Este é um complicador importante, não apenas pela multiplicação de protagonistas, o que, por si só, torna mais complexas as iniciativas de coordenação, como pela diversidade de natureza das instituições envolvidas, que freqüentemente leva a conflitos de interesse, por si mesmos instabilizantes. Além disso, a estabilidade do sistema como um todo é uma externalidade positiva mas que, como toda externalidade, dificilmente pode ser alcançada pela iniciativa de agentes privados operando sem alguma forma de coordenação coletiva.

## II. O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL ATUAL: ATORES E INSTRUMENTOS

No que se segue, consideraremos três modalidades de atividade financeira: *intermediação*, *securitização* e o que chamaremos, à falta de melhor termo, de *apoio*. As duas primeiras já foram definidas na seção precedente. A terceira servirá para englobar operações cuja importância cresce vertiginosamente, mas que não estão voltadas para a transferência de recursos financeiros per se, mas, sim, para o desenvolvimento de instrumentos e mercados que permitam uma maior especialização dos ativos negociados através seja da intermediação, seja da securitização. Aqui referimo-nos, genericamente, aos *derivativos*, cuja principal razão de existência não é permitir a circulação de recursos em si, mas a diferenciação dos ativos principalmente no que tange aos riscos envolvidos em cada operação.

Os atores são fundamentalmente os mesmos nos três segmentos, embora a importância dos papéis varie de um para outro. Como tomadores de recursos, qualquer que seja a modalidade em exame, encontraremos grandes empresas, governos e suas agências, e bancos de âmbito doméstico, que buscam recursos no mercado internacional para repassá-los a tomadores internos. Entre os doadores de recursos encontramos, além dos três tipos de agentes já mencionados, temos, com destaque crescente, os investidores institucionais, principalmente fundos de investimento, fundos de pensão e companhias seguradoras.

É com relação aos instrumentos e às instituições financeiras envolvidas na promoção ou intermediação dos negócios que encontramos as principais distinções entre as três modalidades propostas. Nas atividades de *intermediação*, o principal agente financeiro envolvido é o *banco comercial*, captador de depósitos, especialmente a termo, através da emissão de certificados de depósito, que são emprestados

aos tomadores sob sua responsabilidade ou através do empréstimo sindicado. A principal característica deste tipo de operação é a aceitação, por parte do banco, do *risco de crédito* decorrente dos empréstimos. Já as operações de securitização tem como principal intermediário o *banco de investimento*. Este tipo de instituição tipicamente organiza o processo de colocação de papéis emitidos pelos tomadores no mercado, subscrevendo-os ou não e fornecendo-lhes ou não medidas de reforço de crédito e liquidez (*credit enhancement*). Frequentemente, aqui como no caso da intermediação, as instituições financeiras envolvidas podem operar através de subsidiárias sediadas em áreas livres de regulação, de modo a maximizar sua liberdade de operação. Os papéis colocados diferenciam-se pela natureza (títulos de propriedade ou de dívida), pelos prazos (curto, médio e longo prazos) e pelas características dos fluxos de renda a que dão origem. O banco de investimento não incorpora em seu balanço o risco de crédito permanentemente: mesmo nos casos em que os papéis são subscritos pelo intermediário, a intenção deste último é sua revenda no mercado de capitais. O banco de investimento está porém sujeito aos *riscos de mercado e de liquidez*: o primeiro se, por qualquer razão, os preços dos papéis variarem em direção adversa entre o ato de subscrição e a colocação em mercado; o outro, se os mercados não se mostrarem capazes de absorver os papéis que se deseja colocar. Foi para lidar com as incertezas envolvidas nas duas modalidades de atividade financeira que se desenvolveram recentemente as estruturas de apoio representadas pelos mercados de derivativos. A obtenção de financiamentos através da colocação de papéis (representativos de dívidas ou de propriedade) diretamente junto aos aplicadores finais não é, naturalmente, algo novo. Ao lado deste processo de securitização, contudo, que podemos chamar de primária, tem-se desenvolvido outra modalidade de captação, denominada securitização secundária.<sup>3</sup> Esta consiste na transformação de financiamentos intermediados em securitizados. Ela ocorre quando a instituição financeira

que oferece crédito emite papel representativo da coleção de créditos suprida para colocação junto a aplicadores finais, geralmente apoiada em algum mecanismo de reforço de crédito (*credit enhancement*). Alternativamente, a instituição financeira pode simplesmente padronizar os contratos de crédito de uma dada natureza, coletando-os em pacote a ser revendido ao aplicador final. No primeiro caso, coexistem a intermediação e a securitização; no segundo, a última substitui inteiramente a primeira. Promover a securitização secundária altera a natureza do papel exercido pelo intermediário financeiro, que se transforma, gradualmente, em um "corretor" de capitais. O principal atingido por esta transformação é o banco comercial, cuja função se torna, talvez, obsoleta.

Também no caso da securitização secundária, o apelo a derivativos para melhor avaliação e controle de riscos é generalizado. Derivativos são ativos derivados da separação (*unbundling*) e reagrupamento de características dos ativos originais em novos instrumentos que, ao serem negociados, permitem que os riscos envolvidos nas operações financeiras sejam redistribuídos entre os agentes de acordo com suas preferências.

Nos mercados de derivativos opera uma grande variedade de instituições, inclusive bancos comerciais e de investimento, companhias financeiras em geral, e fundos, particularmente os chamados *hedge funds*, de definição incerta e, por isso mesmo, fundamentalmente livres de regulação, capazes, assim, de perseguir praticamente qualquer estratégia de defesa ou de especulação que lhes parecer apropriada. Esta liberdade de ação torna os *hedge funds* alvos permanentes das preocupações com a estabilidade do sistema financeiro internacional, ainda que, nos últimos dois anos, estas instituições tenham sofrido perdas significativas e se retraído acentuadamente. Operações com derivativos são realizadas em *bolsas*, através da negociação com instrumentos padronizados, mecanismos de compensação e margens de garantia, ou em *balcão* (*OTC: over the counter*), em negócios de

natureza bilateral. Naturalmente, as operações em bolsas são caracteristicamente mais seguras e transparentes. Os segmentos de maior crescimento nos últimos anos, contudo, como se verá abaixo, referem-se a operações de balcão, onde obrigações podem ser desenhadas "sob medida", adequadas às demandas individuais de cada participante do mercado. É neste segmento que tem sido verificadas periodicamente perdas importantes para os agentes envolvidos, renovando-se as demandas por regulação.

A tabela 1 oferece um quadro global das fontes de financiamento no sistema financeiro internacional, entre crédito (empréstimos sindicados) e colocação de papéis (euronotas, bonus e títulos de propriedade). Várias características do sistema merecem menção. Primeiramente, o predomínio das operações de colocação de papéis sobre a concessão de empréstimos. O instrumento mais importante de financiamento internacional é a emissão de bonus, títulos de dívida de prazo relativamente longo. A emissão de euronotas, por outro lado, vem apresentando crescimento vertiginoso. Já a colocação de ações (*equity*) representa um canal de financiamento de importância secundária.

Tabela 1  
Fontes de financiamento nos mercados financeiros internacionais

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	(Emissões brutas em bilhões de dólares)						
Empréstimos sindicados	91.7	125.5	121.1	124.5	116.0	117.9	130.1
Euronotas	102.2	93.2	81.6	73.2	87.9	134.6	158.7
dos quais :							
Euro-commercial paper							
Euronotas de médio prazo	55.8	57.1	54.1	48.3	35.9	28.9	36.6
Bônus	8.0	12.8	15.5	16.0	43.2	97.9	113.5
Bônus comuns	180.8	227.1	255.7	229.9	308.7	333.7	481.0
Bônus de taxa flutuante	121.3	160.2	154.6	158.9	242.7	265.4	369.1
Bônus conversíveis	13.0	22.3	17.8	37.1	18.3	43.6	69.6
Bônus com garantias	18.2	11.3	14.1	10.6	10.1	5.2	18.1
Outros bônus	24.8	29.7	66.2	21.2	31.6	15.7	20.6
Ofertas internacionais de participação acionária	3.5	3.6	3.0	2.1	6.0	3.8	3.4
dos quais							
Recibos de depósito (ADRs/GDRs/Rule 144A)	20.2	9.0	16.9	14.0	23.8	25.3	36.6
TOTAL	4.8	1.3	2.6	1.7	4.6	5.3	9.5
	394.9	454.8	475.3	441.6	536.4	611.5	806.4

Fonte: International Capital Markets - 1994

Crédito é ofertado no sistema financeiro internacional através da realização de operações de empréstimos por bancos individuais ou, mais freqüentemente, pela organização de sindicatos de emprestadores, em que várias instituições bancárias tomam parte, sob a liderança de um ou mais deles, responsável pela definição dos termos de financiamento. Segundo dados do FMI, as facilidades de crédito sindicado anunciadas chegaram a US\$ 320 bilhões em 1995, ano em que se verificou a recuperação desta linha de financiamento após um período de estagnação. Vale notar, porém, que parcela relevante destes créditos não chega a ser utilizada, constituindo-se apenas na definição de linhas de apoio a operações (*backup liquidity*), a serem mobilizadas apenas em caso de necessidade. Também se incluem aqui operações de rolagem de créditos.

Tabela 2  
Facilidades anunciadas de crédito sindicado internacional por nacionalidade de tomador

	1992	1993	1994	1995
	(Em bilhões de U.S. dólares)			
Todos os países	221.4	220.9	252.0	320.2
Países industrializados	165.2	168.3	199.4	251.6
dos quais :				
Estados Unidos	91.3	88.1	72.1	77.7
Japão	1.5	1.5	1.3	0.7
Alemanha	2.1	2.9	1.4	13.0
França	5.5	6.0	6.2	12.7
Itália	5.4	2.8	3.7	15.2
Reino Unido	25.5	17.0	34.2	58.8
Canadá	3.5	9.4	16.0	11.9
Países em desenvolvimento	48.2	41.6	38.2	50.9
Centros "offshore"	6.1	9.8	14.3	17.4

Fonte: International Capital Markets - 1996

A tabela 3 mostra os fluxos de crédito bancário internacional, tomando-se apenas os bancos afiliados ao Banco



de Compensações Internacionais (que incluem os bancos dos Estados Unidos, Europa Ocidental e Japão).

Tabela 3  
Principais aspectos da atividade bancária internacional

Usos e fontes de crédito bancário internacional	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	(Em bilhões de U.S. dólares)					
A = Direitos sobre os países fora da área	-12,1	6,8	66,0	11,6	36,6	108,0
B = Direitos sobre as entidades dentro da área do BIS	705,0	-116,8	80,4	253,2	226,2	521,8
(1) Direitos sobre entidades não-bancárias	289,0	100,8	89,7	127,2	-46,8	201,1
(2) Financiamento internacional dos empréstimos bancários domésticos	101,2	77,0	10,0	13,5	191,8	-16
(3) Redepósitos interbancários	314,18	-294,4	-19,4	112,4	82,9	336,7
C = Não alocados	52,0	0,4	-0,8	52,7	10,2	21,9
D = A + B + C = Total de empréstimos bancários internacionais	744,8	-109,4	145,6	317,4	272,9	651,7
E = D - B (3) = Crédito bancário internacional líquido	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0
A = Obrigações para os países fora da área	92,2	-11,7	13,2	-14,8	74,6	92,3
B = Obrigações para os países da área	633,1	-208,8	91,2	114,1	539,1	320,6
(1) Obrigações para entidades não-bancárias	175,3	15,2	104,4	87,7	132,6	138,5
(2) Fundos domésticos para empréstimos bancários internacionais	101,7	117,7	40,7	88,3	-64,2	-11,9
(3) Redepósitos interbancários	356,2	-341,7	-53,8	-62	470,7	194,0
C = Não alocados	60,9	63,9	6,7	43,8	47,0	96,1
D = A + B + C = Tomada de empréstimo bancário internacional bruta	786,2	-156,7	111,1	143,0	660,7	509,0
Memorandum item: Crédito sindicado	159,2	136,7	221,4	220,9	252,0	320,2

Fonte: Bank of International Settlements - 1996

O mercado de capitais, por sua vez, consiste em dois grandes segmentos: o mercado de dívidas, como notas, bônus etc e o de títulos de propriedade (*equity*), como ações de empresas. A diferença mais notável entre estes dois mercados é a participação de governos, como tomadores, no primeiro.

Muito embora grande parte das transações com títulos públicos se dêem domesticamente, os mercados destes papéis são intrinsecamente internacionais no caso dos países industrializados, particularmente os Estados Unidos. As tabelas 4 e 5 nos trazem o valor das emissões anuais de papéis de médio e longo prazos e de curto termo, respectivamente, por governos dos países industrializados, indicando o enorme impacto que tais operações tem sobre os mercados de capitais internacionais.

Tabela 4  
Emissões brutas de papéis de médio e longo prazos dos governos dos países industrializados

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	(Em bilhões de U.S. dólares)													
Estados Unidos	132,4	150,5	192,3	246,1	303,2	320,7	331,5	353,8	317,2	366,8	418,8	491,8	536,7	544,7
Japão	61,6	71,2	63,4	91,8	79,6	90,1	141,8	185,6	196,5	185,2	264,2	287,2	346,5	461,5
Alemanha	11,5	11,2	15,3	13,9	14,1	16,8	29,8	42,1	39,7	34,1	75,8	75,8	113,5	97,0
França	9,3	4,6	6,4	6,7	10,3	11,6	21,1	13,8	16,4	14,8	21,1	21,1	33,3	63,7
Itália	15,3	16,5	38,6	58,9	65,3	67,3	90,5	67,4	88,5	63,9	158,4	158,4	160,8	97,8
Grã-Bretanha	34,9	25,8	18,5	22,0	18,6	19,5	21,8	23,5	13,3	-	-	22,7	49,6	87,3
Canadá	8,9	5,2	7,0	11,0	12,6	13,1	11,2	13,3	11,5	12,8	17,0	...	...	...
Espanha	1,1	1,1	2,5	1,4	1,8	2,5	14,4	8,5	10,5	15,0	14,8	30,6	25,9	61,6
Holanda	3,7	4,4	6,8	8,0	7,8	6,2	5,8	10,6	15,6	15,4	19,5	21,8	25,5	18,9
Suécia	9,2	12,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Suíça	0,7	0,8	0,9	1,2	0,7	0,7	0,4	0,5	0,6	0,8	0,7	0,9	4,4	6,5
Bélgica	6,7	5,1	5,6	10,9	8,6	12,9	9,5	18,1	19,2	15,6	16,8	27,0	...	...

Fonte: International Capital Markets - 1994

Tabela 5

Emissões brutas de papéis de curto prazo dos governos dos países industrializados

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	(Em bilhões de U.S. dólares)					
Estados Unidos	887.2	937.5	1,132.6	1,115.0	1,484.8	1,558.9
Japão	...	...	1,334.6	1,301.4	1,409.9	1,751.8
Itália	320.1	371.6	471.8	489.6	553.4	364.9
Canadá	...	231.8	252.5	285.9	296.5	144.6
Espanha	56.9	73.4	95.3	87.4	105.7	96.0
Holanda	1.6	-	0.9	-	...	...
Suécia	17.6	...	9.0	...	...	...
Suíça	2.4	2.2	3.8	4.2	11.5	23.8

Fonte: International Capital Markets - 1994

As tabelas 6 e 7 trazem informação específica sobre a colocação de bônus (*bonds*) internacionais. Bônus internacionais (como os *eurobonds*), na verdade, representam apenas um dos canais de captação de recursos desta natureza, sendo aqueles colocados em mais de uma praça financeira, denominados em uma moeda qualquer. Bonus estrangeiros, em contraste, são aqueles colocados em um determinado mercado doméstico, denominado na moeda do país em que a colocação é feita. Na tabela 6, temos informações sobre a evolução recente do mercado de bônus internacionais, onde se percebe intenso crescimento tanto da colocação bruta de papéis quanto da líquida. Os principais tomadores são as corporações, seguidas dos bancos. Países em desenvolvimento absorvem parcela ainda relativamente modesta destes recursos.

Tabela 6  
Evolução dos mercados de bônus internacionais

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	(Em bilhões de U.S. dólares)							
Total bruto de bônus internacionais	227.1	180.8	227.1	255.8	229.9	308.7	333.7	481.0
Amortizações	64.0	76.0	82.9	89.2	107.9	149.3	222.5	283.0
Emissões líquidas	163.1	104.8	144.2	166.6	122.0	159.4	111.2	198.0
Por residência de tomador	201.2	156.3	198.3	224.4	190.2	255.9	265.0	368.5
Países industrializados	3.9	3.2	5.2	3.6	4.9	10.2	17.5	43.3
Países em desenvolvimento	0.6	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	-	6.2
Centros "offshore"	0.3	0.6	1.4	2.2	1.7	1.5	1.3	5.8
Países em transição	21.1	20.6	22.0	25.3	32.9	40.9	49.9	57.3
Outros, incluindo organizações internacionais								
Por categoria de tomador	40.8	23.8	24.7	20.2	24.5	44.4	63.6	104.3
Governos	23.9	21.3	32.1	32.1	41.0	48.3	52.8	65.1
Empresas públicas	65.3	38.8	61.8	62.1	56.0	55.9	67.3	110.1
Bancos	79.3	78.0	88.8	119.6	79.0	123.7	108.7	153.6
Corporações privadas	18.8	18.8	19.7	21.6	29.4	36.4	41.3	47.9
Organizações internacionais								

Fonte: International Capital Markets - 1994

A tabela 7 mostra em maior detalhe os tipos de papéis de dívida negociados e seus valores de emissão. Destaca-se nesta tabela o crescimento vertiginoso, entre 1990 e 1995, das emissões de euronotas, instrumento de grande aceitação entre aplicadores pelas suas facilidades de apoio.

Tabela 7  
Aspectos principais da emissão internacional de títulos

País de residência, moeda e tipo de emissor	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Estoques no final de 1995
	(Em bilhões de U.S. dólares)						
<b>Total de emissões líquidas</b>	164.1	204.7	151.5	197.6	285.7	313.2	2,803.3
Bônus internacionais	131.1	169.8	111.1	125.4	145.5	120.8	2,209.6
Euronotas	33.0	34.9	40.4	72.2	140.2	192.4	593.8
Países desenvolvidos	130.3	159.1	115.5	129.7	210.0	233.0	2,149.7
Europa	90.4	88.3	93.7	142.5	167.1	172.2	1,306.4
Japão	28.7	39.6	-3.4	-44.7	-26.9	-26.7	238.4
Estados Unidos	2.0	13.8	16.9	11.2	41.7	64.2	313.7
Canadá	4.9	15.8	10.7	19.1	18.2	10.8	181.3
Centros "offshore"	9.9	3.9	-0.1	5.6	37.1	36.9	187.9
Outros países	3.9	16.0	12.8	25.8	28.7	27.3	156.9
Instituições internacionais	20.0	25.7	23.2	36.5	9.9	15.8	308.7
US dólares	56.0	54.9	58.9	31.5	73.7	74.9	984.9
Yen japonês	28.9	21.1	9.2	33.8	106.8	108.3	496.8
Marco alemão	9.4	12.6	24.8	31.2	27.5	55.9	319.7
Outras moedas	69.8	116.0	58.7	10.1	77.6	74.0	1,001.9
Instituições financeiras	56.5	42.6	44.3	52.6	154.0	186.5	1,038.6
Setor público	52.5	79.4	82.3	131.8	109.5	87.0	986.7
Corporações emissoras	53.1	82.6	24.9	13.2	22.2	39.6	778.1
Memorandum items:							
Bônus internacionais anunciados	241.7	317.7	334.1	446.5	361.6	358.7	
Facilidades anunciadas de euronotas	71.3	95.9	113.2	109.8	194.0	271.6	

Fonte: Bank for International Settlements - 1996

A despeito do crescimento da emissão de títulos a taxas de juros flutuantes, o mercado ainda é dominado pelas emissões de dívida a taxas de juros fixas, como se vê na tabela 8. Ao final de 1994, os estoques de papéis no mercado eram, em sua maioria, denominados em dolares, embora a participação de títulos em yen seja considerável, especialmente entre as emissões a taxas de juros fixas.

Tabela 8

Tipo e moeda de denominação das emissões de bônus internacionais

Tipos e moedas	Emissões anunciadas				Emissões líquidas				Estoques ao final de 1994
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	
(Em bilhões de U.S. dólares)									
<b>Todas as emissões</b>	317.6	334.1	449.3	371.8	169.9	109.0	130.3	153.9	2,047.6
A taxas fixas	256.2	268.2	351.2	262.1	142.0	106.8	183.4	120.8	1,562.2
dos quais:									
U.S. dólar	75.0	86.9	105.1	66.2	27.8	37.2	51.8	27.0	465.8
Yen japonês	39.1	39.6	46.3	60.9	20.7	3.6	10.4	36.6	294.3
Marco alemão	12.2	28.7	49.6	23.5	4.9	16.6	25.8	9.4	166.7
Taxa de notas flutuante	19.0	41.7	58.5	76.5	3.4	22.4	25.2	51.3	302.9
das quais:									
U.S. dólar	4.4	24.2	35.3	38.7	-5.0	13.9	15.7	28.0	167.9
Yen japonês	1.4	3.9	5.4	7.4	0.0	2.1	2.6	7.8	23.2
Marco alemão	2.8	3.5	3.9	14.1	2.7	1.9	2.3	12.4	40.7
Relacionadas a ações	42.4	24.2	39.6	33.2	24.4	-20.1	-58.2	-18.2	182.5
dos quais:									
U.S. dólar	24.9	12.9	19.5	14.8	15.0	-20.0	-56.5	-13.5	94.4
Yen japonês	0.1	0.2	3.3	3.5	-0.2	0.2	2.7	2.9	7.6
Marco alemão	4.7	2.1	2.3	0.7	3.7	1.5	-2.1	-4	14.6
Memorandum item:									
Bônus anunciados em programas EMTN	0.0	9.6	31.6	48.9	0.0	9.6	29.6	50.1	89.9

Fonte: Bank for International Settlements - 1995

As tabelas 9 e 10 trazem informações sobre a colocação de títulos de propriedade, inclusive através de recibos de depósito (ADRs, GDRs, etc). Na tabela 9, temos uma espécie de matriz de fluxos de fundos para este segmento, onde se percebe a importância dos Estados Unidos tanto na aplicação quanto na absorção de recursos neste tipo de investimento, cabendo à América Latina uma proporção relativamente pequena da absorção de financiamento através deste canal.

Tabela 9  
Fluxos líquidos de ações através dos países

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Investidor</b>	(Em bilhões de U.S. dólares)							
<b>América do Norte</b>	3.68	-2.18	4.03	21.04	12.03	48.25	46.39	70.90
Estados Unidos	2.61	-2.68	1.95	19.00	10.26	43.31	41.99	66.40
Canadá	1.07	0.50	2.08	2.04	1.77	4.94	4.40	4.50
Japão	8.15	16.87	2.99	17.89	6.26	3.63	-2.73	15.30
<b>Europa</b>	21.32	9.42	14.29	38.40	4.58	39.55	7.56	45.20
<i>dos quais:</i>								
Reino Unido	8.85	3.77	9.66	24.16	-0.88	25.84	-2.96	24.20
<b>Mercados emergentes</b>	1.48	-5.73	1.47	0.79	-5.47	6.58	2.57	21.50
Bacia do Pacífico	0.79	-5.39	1.31	-0.81	-5.79	5.49	-3.78	12.50
América Latina	0.47	-0.42	0.09	1.49	0.30	0.53	6.33	7.50
Outros	0.22	0.08	0.07	-0.09	0.02	0.56	0.02	1.50
<b>Resto do mundo</b>	7.35	-1.95	10.07	8.48	-14.22	2.62	-0.62	6.30
Austrália	0.60	0.92	1.44	2.08	-1.31	2.71	-0.59	1.50
Outros	6.75	-2.87	8.63	6.40	-12.91	-0.09	-0.03	4.80
<b>Participação acionária</b>								
América do Norte	19.82	20.26	-3.69	13.80	-15.89	9.60	-3.95	28.60
Estados Unidos	19.11	16.47	-1.39	11.42	-14.61	11.02	-4.2	21.10
Canadá	0.71	3.79	-2.30	2.38	-1.28	-1.42	0.25	7.50
Japão	-15.76	-42.84	6.81	7.00	-13.68	46.83	8.96	20.00
<b>Europa</b>	33.38	29.67	22.75	47.11	15.29	23.35	24.83	56.10
<i>dos quais:</i>								
Reino Unido	7.83	19.50	9.72	11.24	5.35	5.84	10.08	19.60
<b>Mercados emergentes</b>	3.34	5.88	3.47	10.07	13.16	15.78	22.45	52.00
Bacia do Pacífico	3.43	6.03	2.45	3.36	3.89	4.73	10.95	30.00
América Latina	0.20	0.43	0.72	6.98	9.89	11.15	9.64	20.00
Outros	-0.29	-0.58	0.30	-0.27	-0.62	-0.1	1.86	2.00
<b>Resto do mundo</b>	1.20	3.46	3.51	8.63	3.90	5.06	0.87	2.50
Austrália	0.76	2.16	3.76	0.96	1.48	1.86	0.15	2.00
Outros	0.44	1.30	-0.25	7.67	2.42	3.20	0.72	0.50
<b>TOTAL</b>	41.98	16.43	32.85	86.60	3.18	100.63	53.17	159.20

Fonte: International Capital Market - 1994

A tabela 10 detalha, entre os países em desenvolvimento, os canais de absorção de recursos, entre recibos de depósito e outras colocações de ações, entre 1990 e 1993. A América Latina, que representa a maioria do grupo referido como "Hemisfério Ocidental", é o mais importante usuário do mecanismo de recibos de depósito.

Tabela 10

Emissões internacionais de participação acionária por países em desenvolvimento: recibos de depósito e outras emissões

	1990	1991	1992	1993
	(Em milhões de U.S. dólares)			
<b>Países em desenvolvimento</b>	1,262	5,436	9,259	11,865
<b>África</b>	-	143	270	8
Recibos de depósito	-	-	-	-
Outros	-	143	270	8
<b>Ásia</b>	1,040	1,022	4,732	5,673
Recibos de depósito	1	200	1,056	937
Outros	1,039	822	3,676	4,736
<b>Europa</b>	124	91	67	202
Recibos de depósito	-	-	10	105
Outros	124	91	57	97
<b>Orientê Médio</b>	-	60	127	257
Recibos de depósito	-	-	-	188
Outros	-	60	127	69
<b>Hemisfério Ocidental</b>	98	4,120	4,063	5,725
Recibos de depósito	98	2,166	1,781	5,246
Outros	-	1,954	2,282	479

Fonte: International Capital Markets - 1994

As tabelas finais informam sobre os mercados de derivativos. A tabela 11 traz dados sobre os valores nominais dos derivativos transacionados em bolsas e em operações de balcão (OTC). Como é sabido, estes valores não representam totais efetivamente transacionados, mas, sim, os valores dos contratos fictícios sobre os quais compromissos derivativos são calculados. Assim, por exemplo, nos contratos de swap,

estes são os valores dos principais (fictícios) sobre os quais os fluxos de juros a serem efetivamente trocados são calculados. Deste modo, as transações financeiras efetivas a que estes contratos dão origem representam valores muito menores aos indicados, mas virtualmente impossíveis de serem conhecidos com um mínimo de precisão. Como se vê na tabela 11, as operações de balcão são amplamente predominantes, fato gerador de preocupação com a estabilidade do sistema, como já observado anteriormente.

Tabela 11  
Mercados para instrumentos financeiros derivativos seletivos

Instrumentos	Valores nominais contratados					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	(Em bilhões de U.S. dólares)					
Instrumentos de negociação em bolsa	2,290.4	3,519.3	4,634.4	7,771.1	8,862.5	9,185.3
Futuros de taxa de juros	1,454.5	2,156.7	2,913.0	4,958.7	5,777.6	5,863.4
Opções de taxa de juros	599.5	1,072.6	1,385.4	2,362.4	2,623.6	2,741.7
Futuros de câmbio	17.0	18.3	26.5	34.7	40.1	37.9
Opções de câmbio	56.5	62.9	71.1	75.6	55.6	43.2
Futuros de índices de mercado de ações	69.1	76.0	79.8	110.0	127.3	172.2
Opções de índices de mercado de ações	93.7	132.8	158.6	229.7	238.3	326.9
Instrumentos de balcão	3,450.3	4,449.4	5,345.7	8,474.6	11,303.2	17,990.0
"swaps" de taxa de juros	2,311.5	3,065.1	3,850.8	6,177.3	8,815.6	...
"swaps" cambiais	577.5	807.2	860.4	899.6	914.8	...
Outros derivativos relacionados a "swaps"	561.3	577.2	634.5	1,397.6	1,572.8	...

Fonte: Bank for International Settlements - 1996

As tabelas 12 e 13 dizem respeito exclusivamente aos derivativos transacionados em bolsas. Elas nos mostram, por tipo de instrumento, o valor nominal de contratos negociados e o giro efetivo de contratos neste segmento, respectivamente.

Tabela 12

Mercados para instrumentos financeiros derivativos selecionados:  
valor no mercado dos principais nacionais

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	(Em bilhões de U.S. dólares)									
Futuros de taxa de juros	370.0	487.7	895.4	1,200.8	1,454.5	2,156.7	2,913.0	4,942.4	5,757.4	5,863.3
Futuros sobre instrumentos de taxa de juros de curto prazo	274.3	338.9	721.7	1,002.6	1,271.1	1,906.3	2,663.7	4,632.8	5,422.3	5,475.2
Eurodólar de três meses	229.5	307.8	588.8	671.9	662.6	1,100.5	1,389.6	2,178.7	2,468.6	2,451.7
Euroyen de três meses	-	-	-	109.5	243.5	254.5	431.8	1,060.1	1,467.4	1,400.7
Euromarco de três meses	-	-	-	14.4	47.4	110.0	229.2	421.9	425.7	654.6
Futuros sobre instrumentos de taxa de juros de longo prazo	95.7	148.8	173.7	198.2	183.4	250.4	249.3	325.9	355.3	388.1
Bônus do tesouro americano	23.0	26.5	39.9	33.2	23.0	28.8	31.3	32.6	36.1	39.9
Bônus nacionais do governo francês	2.1	7.8	7.0	6.1	7.0	11.4	21.0	12.6	12.7	12.4
Bônus japonês de dez anos	63.5	104.8	106.7	129.5	112.9	122.1	106.1	135.9	164.3	178.8
Bônus do governo alemão	-	-	1.4	4.2	13.7	20.2	27.8	33.3	41.7	56.7
Opções de taxa de juros	148.5	122.6	279.2	397.9	599.5	1,072.6	1,385.4	2,362.5	2,623.5	2,741.6
Futuros de câmbio	10.2	14.06	12.1	16.0	17.0	18.3	26.5	34.7	40.1	37.9
Opções de câmbio	39.2	59.5	48.0	50.2	56.5	62.9	71.1	75.6	55.6	43.2
Futuros de índices de mercado de ações	14.5	17.08	27.1	41.3	69.1	78.0	79.8	110.0	127.3	172.2
Opções de índices de mercado de ações	37.8	27.7	42.9	70.7	93.7	132.8	158.6	229.7	238.3	326.9
TOTAL	616.3	729.9	1,304.8	1,766.9	2,290.4	3,519.3	4,634.4	7,771.1	8,862.5	9,185.3
América do Norte	518.1	578.1	851.7	1,155.8	1,298.5	2,151.7	2,694.7	4,358.6	4,819.5	4,847.2
Europa	13.1	13.03	177.7	251.0	461.2	710.1	1,114.3	1,777.9	1,831.7	2,241.3
Ásia-Pacífico	87.0	138.5	175.4	380.0	560.5	657.0	823.5	1,606.0	2,171.8	1,990.1
Outros	-	-	-	0.1	0.2	0.5	1.8	28.7	39.5	106.7

Fonte: International Capital Markets - 1996

Tabela 13  
Giro anual de instrumentos financeiros derivativos  
negociados em bolsas

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
					(in millions of U.S. dollars)						
Futuros de taxa de juros	91.0	145.7	156.3	201.0	219.1	230.9	330.1	427.1	627.8	561.0	
Futuros sobre instrumentos de taxa de juros de curto prazo	16.3	29.4	33.7	70.2	76.0	87.3	144.9	180.0	282.4	266.5	
Eurodólar de três meses	12.4	23.7	25.2	46.8	39.4	41.7	68.9	70.2	113.6	104.2	
Euroyen de três meses	-	-	-	4.7	15.2	16.2	17.4	26.9	44.2	42.9	
Eurosmar de três meses	-	-	-	1.6	3.1	4.8	12.2	21.4	29.5	25.7	
Futuros sobre instrumentos de taxa de juros de longo prazo	74.7	116.3	122.6	130.8	143.1	143.6	165.2	247.1	346.1	294.5	
Bônus do tesouro americano	54.6	69.4	73.8	72.8	78.2	69.6	71.7	80.7	101.5	87.8	
Bônus nacionais do governo francês	1.1	11.9	12.4	15.0	16.0	21.1	31.1	36.8	50.2	33.6	
Bônus japonês de dez anos	9.4	18.4	18.9	19.1	16.4	12.9	12.1	15.6	14.1	15.2	
Bônus do governo alemão	-	-	0.3	5.3	9.6	12.4	18.9	27.7	51.2	44.8	
Opções de taxa de juros	22.3	29.3	30.5	39.5	52.0	50.8	64.8	82.9	116.7	225.5	
Futuros cambiais	19.9	21.2	22.5	28.2	29.7	30.0	31.3	39.0	69.7	98.3	
Opções cambiais	13.0	18.3	18.2	20.7	18.9	22.9	23.4	23.8	21.3	23.2	
Futuros de índices de mercado de ações	28.4	36.1	29.6	30.1	39.4	54.8	52.0	71.2	108.8	114.8	
Opções de índices de mercado de ações	140.4	139.1	79.1	101.7	119.1	121.4	133.9	144.1	197.3	187.3	
TOTAL	315.0	389.6	396.2	421.2	478.3	510.5	635.6	789.0	1,142.2	1,210.1	
América do Norte	288.7	318.3	252.2	287.9	312.3	302.7	341.4	382.3	513.5	455.0	
Europa	10.3	35.9	40.7	64.4	83.0	110.5	185.0	263.5	397.3	353.3	
Asia-Pacífico	14.4	30.0	34.4	63.6	79.1	85.8	82.8	98.4	131.9	126.5	
Outros	1.6	5.5	8.9	5.3	3.9	11.6	26.3	43.7	99.4	275.4	

Fonte: International Capital Markets - 1996

Deve manter-se em mente que estes são mercados criados para negociar riscos diretamente. Sua estrutura é volátil e seus participantes ágeis no impulso inovativo, respondendo com rapidez a variações na percepção dos riscos que afetam os diferentes mercados e instrumentos.

### III. TRANSFORMAÇÕES RECENTES DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL<sup>4</sup>

Nos últimos quinze anos, mudanças profundas tem ocorrido na natureza e na forma da atividade financeira, seja doméstica, seja internacional. Em termos da organização dos sistemas financeiros nacionais, observa-se uma acentuada obsolescência dos modelos estruturais adotados nos países industrializados, dando lugar a uma tendência de convergência a um modelo comum, cujas características mais importantes já são visíveis. A grosso modo, durante a maior parte deste século, dois modelos de estruturação do setor financeiro foram dominantes, servindo inclusive de inspiração para o desenho de sistemas financeiros em países menos desenvolvidos, como o Brasil. Países como os Estados Unidos, a Inglaterra e o Japão tem seus sistemas financeiros estruturados de modo a forçar um elevado grau de especialização institucional. O sistema financeiro é *segmentado*, com instituições financeiras específicas operando em cada segmento. A elevada segmentação é a característica básica destes sistemas, prevalecendo sobre diferenças importantes entre eles, como, por exemplo, o predomínio das atividades de intermediação no Japão, em relação à grande importância dos mercados de capitais nos Estados Unidos.

O modelo alternativo é aquele assentado sobre o *banco universal*, onde uma mesma instituição financeira exerce vários papéis, operando em vários segmentos. Este modelo tem sua principal encarnação no sistema financeiro alemão, mas é também adotado, em maior ou menor grau, em muitos outros países.

Ambas as estruturas são bastante exigentes em termos de regulação, especialmente a de caráter prudencial. No caso dos sistemas segmentados, regras estritas são necessárias para evitar o crescimento de uma dada instituição para além das fronteiras de seu segmento específico. No caso dos bancos universais, regulações prudenciais estritas são geralmente aplicadas para evitar desequilíbrios entre obrigações e direitos nos balanços dos bancos que ameacem a estabilidade do sistema. Ambas as estruturas, em sua forma mais pura, estão se tornando obsoletas. Pressões competitivas e inovações tecnológicas e financeiras estão tornando cada vez mais difícil (e inútil) a defesa da segmentação.<sup>5</sup> Por outro lado, novos mercados e produtos financeiros tem favorecido, como se verá abaixo, o crescimento da securitização, ameaçando os sistemas de banco universal, tradicionalmente baseados na predominância de relações de crédito. Finalmente, a tendência à globalização mais intensa, ainda que, neste momento, ainda apenas uma tendência, à excessão dos mercados de câmbio, tem sido poderoso fator de mudança estrutural rumo à convergência estrutural, augurando um sistema financeiro organizado em torno de grandes conglomerados, capazes de operar como bancos comerciais e de investimento, em mercados cada vez mais sofisticados e diferenciados em termos de produtos.

Este processo de transformação tem causas múltiplas e complexas, em que se destacam, de qualquer modo, mudanças tecnológicas, especialmente no que tange à informação, processamento de dados e comunicações, e mudanças no cenário político-regulatório, com a crescente aceitação de princípios de mercado.<sup>6</sup> No restante desta seção, as tendências de evolução do sistema financeiro serão analisadas em termos de tres grandes grupos de mudanças: 1) a globalização dos mercados e operações financeiras, com sua tendência resultante de homogeneização de estruturas institucionais; 2) a securitização crescente das relações financeiras, reduzindo a relevância do financiamento intermediado, mudando a natureza dos serviços prestados

pelos intermediários e estimulando a emergência e crescimento dos mercados para novos produtos, particularmente os derivativos; e 3) a emergência de investidores institucionais.<sup>7</sup>

#### a. Globalização e Convergência Estrutural

O movimento de desregulação e o progresso técnico em comunicações são os fatores mais freqüentemente utilizados para explicar a tendência recente rumo à globalização. As instituições financeiras líderes tem como objetivo serem capazes de captar recursos em qualquer lugar do mundo, para colocá-los igualmente em qualquer ponto do planeta. O progresso nas comunicações permite a operação simultânea em mercados espalhados pelo mundo. Oportunidades de arbitragem estimulam as instituições financeiras a atuar em mercados geograficamente distantes através da colocação de produtos complexos que os avanços no processamento de dados e o progresso na tecnologia de telecomunicações tornaram possíveis.

O outro lado da moeda é a acentuação de riscos já existentes e surgimento de alguns novos. A rapidez das operações pode aumentar os riscos de crédito, ao não permitir que as instituições financeiras analisem mais detalhadamente os projetos financiados. Na mesma direção, atua a complexidade crescente de negócios que envolvem países e agentes operando em contextos muito diversos. Um risco novo, conhecido como *risco Herstatt*, refere-se à possibilidade de rupturas das cadeias de pagamentos entre zonas geográficas com diferentes fusos horários.

O processo de globalização, entendido como a unificação dos espaços de decisão sobre a produção e acumulação de riqueza, tem sido liderado pela atividade financeira. No entanto, não se deve perder de vista que, a despeito de toda a sua visibilidade, a globalização tem se restringido principalmente aos canais de curto prazo e aos mercados organizados. Os mercados de moedas estão efetivamente

globalizados. Os mercados de títulos públicos, pelo menos de países como os Estados Unidos, Europa e Japão, são amplamente acessíveis a aplicadores de qualquer origem. Mas, como informa o FMI em seu *World Economic Outlook* de maio de 1995, 94% dos recursos inversíveis gerados nos Estados Unidos eram aplicados no próprio país. No Reino Unido, na Alemanha e no Japão, o coeficiente era superior a 85%.

Vale notar, de qualquer modo, que para os países emergentes, mesmo este relativamente pequeno grau de globalização já representa uma oferta bastante grande de recursos financeiros, suficiente para causar mudanças estruturais profundas na organização institucional de seus mercados. Além disso, a desregulação financeira, calcada tanto em uma nova visão ideológica das virtudes dos mercados livres como na crítica às limitações às formas de regulação adotadas no passado, derrubou, e continua derrubando, barreiras não apenas entre os mercados em sistemas domésticos segmentados, como entre os diversos mercados nacionais. Para ser capaz de operar na escala desejável, os bancos formam conglomerados, seja pelo desenvolvimento de novas divisões no seu próprio interior, seja pela aquisição ou fusão com outras instituições financeiras. Estas tendências, que estão transformando os sistemas financeiros domésticos, operam em escala e velocidade muito maiores no sistema financeiro internacional onde as barreiras de natureza regulatórias sempre foram muito menores.

É interessante notar que estas tendências operam tanto nos sistemas segmentados, quanto nos baseados no banco universal. Enquanto nos Estados Unidos a lei Glass-Steagal é crescentemente questionada na imposição de barreiras entre os mercados financeiros que determina, as instituições financeiras vão descobrindo cada vez mais brechas na lei que permitam aos bancos comerciais operar com papéis ou como bancos de investimento. Algo similar ocorre no Japão. O resultado é a erosão da segmentação de mercado, permitin-

do a disseminação de formas institucionais próximas em natureza do banco universal, capazes em tese de oferecer aos clientes pacotes variados de produtos financeiros.

No entanto, também os sistemas de banco universal tem sido transformados pelas inovações citadas. Como mostrou *The Economist* (02/12/1995), os bancos universais existentes na realidade, como os bancos alemães, estão longe de corresponder ao conceito de banco universal. Na verdade, os bancos alemães estão, grosso modo, apenas *autorizados* a lidar com vários mercados e várias formas de operação. As relações financeiras na Alemanha consistem basicamente da intermediação de crédito. Mercados financeiros ou são subdesenvolvidos ou simplesmente inexistentes. Parte significativa da demanda de agentes privados alemães por alternativas mais sofisticadas de aplicação financeira é suprida por países vizinhos, notadamente Luxemburgo. Também aqui, a globalização tem servido como poderoso estímulo à transformação e modernização do sistema financeiro. Tanto os tomadores de recursos quanto os aplicadores, em um sistema financeiro crescentemente globalizado, encontram novas oportunidades de negócio nos mercados financeiros diversificados típicos de sistemas segmentados, como os dos Estados Unidos e Inglaterra. Os sistemas de bancos universais não tem sido capazes de mudar suas estruturas para oferecer aos seus clientes a diversidade de serviços que se encontra naqueles dois países. Para evitar a perda de parcela de mercado na arena globalizada, os bancos universais tem de desenvolver a capacidade de operação em mercados altamente sofisticados e complexos como os de derivativos. A onda de aquisições de bancos de investimento britânicos por parte de grupos alemães e suíços mostram como estes últimos estão alertas para a necessidade de preparação para a competição em um único mercado financeiro mundial.

Em suma, enquanto caem as barreiras entre os mercados, as instituições financeiras vêem-se forçadas a se tornar



mais diversificadas e ágeis, com pronta capacidade de resposta à demanda permanente por inovações financeiras. Em alguma medida, estas são exigências contraditórias e o conflito entre as "culturas" necessárias ao desenvolvimento de estruturas ao mesmo tempo ágeis e inovadoras e grandes e financeiramente sólidas tem se mostrado na dificuldade que processos de fusão e aquisição de instituições financeiras por outras tem encontrado para se completar.

#### b. Securitização e Desenvolvimento dos Mercados de Derivativos

A colocação de papéis, enquanto uma alternativa à tomada de empréstimos junto a intermediários financeiros, tem sido uma opção crescentemente favorecida tanto pelos tomadores que contam com a confiança de investidores quanto pelos próprios intermediários que minimizam os riscos que sofrem ao atuar deste modo. De fato, pode-se dizer que, em princípio, o apelo crescente à securitização resulta do acúmulo de restrições regulatórias sobre a atividade de empréstimo, os custos de transação relativamente mais altos envolvidos na concessão de empréstimos em comparação com a colocação de papéis e os riscos crescentes que o financiamento indireto representa para os balanços das instituições financeiras. Por outro lado, novas técnicas de emissão de papéis tem aumentado o potencial de mobilização de recursos financeiros através deste canal. A colocação direta de títulos de propriedade (*equity*) ou de dívida junto a aplicadores finais sempre esteve ao alcance de grandes empresas ou governos com uma boa avaliação de crédito junto ao mercado. Este canal sempre esteve fechado a tomadores de menor porte ou maior risco, seja pelo desconhecimento do mercado a respeito das suas condições econômico-financeiras, seja porque estes tomadores demandassem menor volume de recursos, que tornasse anti-econômico o apelo à securitização. Este quadro mudou radicalmente, em suas possibilidades, nos últimos anos em função da disseminação de práticas inicialmente utilizadas no financiamento de

hipotecas nos Estados Unidos em consequência da crise dos bancos de poupança e empréstimo do final dos anos 70 e início dos 80. O colapso daqueles intermediários não pode ser evitado apenas pela mudança de termos dos contratos, como a introdução de taxas de juros flutuantes. O governo norte-americano tomou a iniciativa de criar agências destinadas seja a absorver hipotecas para lastrear obrigações de sua responsabilidade para colocação no mercado, seja a "empacotar" contratos de hipotecas para colocação posterior no mercado de capitais, apoiados na existência de mercados secundários representados por estas mesmas agências. Esta prática tem se mostrado bem-sucedida. Por um lado, instituições privadas estão criando pacotes de hipotecas, sem necessidade de garantias governamentais; por outro, tais métodos estão sendo transplantados para outros setores, como, por exemplo, recebíveis de cartões de crédito. Todas as indicações apontam na direção do grande potencial deste canal para mobilização de recursos em favor de tomadores menores ou menos conhecidos.

Além disso, restrições regulatórias sobre a atividade de empréstimo por parte dos bancos e, em alguns casos, também por outras instituições financeiras, criadas para evitar descasamento excessivo entre ativos e passivos dos agentes financeiros tem sido uma força adicional no impulso à securitização ao desencorajar a acumulação de ativos representativos da concessão de créditos no balanço dos bancos. Entre os fatores mais atuantes nesta direção, estão o acordo da Basiléia e a *European Union's Capital Adequacy Directive*, que limitam a capacidade de empréstimo das instituições financeiras a um dado múltiplo de seu patrimônio líquido.

O sucesso da colocação direta de papéis também se deve ao custo relativamente baixo dos recursos para os tomadores. A padronização dos documentos e requisitos necessários à colocação de papéis, a socialização dos riscos de crédito antes suportados por apenas um ou um reduzido grupo de intermediários financeiros, o desenvolvimento de

mercados secundários que dão liquidez aos estoques de papéis existentes, tudo isto contribui para tornar a securitização um canal mais barato de obtenção de financiamentos, pelo menos para os tomadores de boa posição. Na verdade, empresas e governos podem captar recursos pagando as mesmas taxas de juros pagas pelos próprios bancos na sua atividade de captação. Uma consequência importante desta nova situação é a pressão que representa sobre os bancos comerciais. Aquelas instituições incapazes de reorientar suas estratégias assistem impotentes à deterioração de seus portfólios. Tomadores de primeira classe deixaram de recorrer aos bancos comerciais para empréstimos, preferindo a colocação direta de papéis.<sup>8</sup> A estas casas bancárias restaram fundamentalmente os tomadores de maior risco, sem acesso à securitização, dispostos a pagar, em consequência juros maiores. Já as instituições bancárias mais inovadoras, em contraste, não apenas não se opuseram à securitização, mas trataram de se valer dela, seja desenvolvendo sua capacidade como corretores de papéis e promotores de negócios, seja como fornecedores de suportes (*backup*) de liquidez, seja, ainda, como aplicadores em nome próprio, comprando títulos para sua própria carteira. Segundo *The Economist* (30/04/1994), a participação das receitas de negócios com papéis e câmbio no total das receitas dos bancos norte-americanos passou de 24% em 1981 a 42% em 1992, a despeito das severas limitações impostas pela Lei Glass-Steagal. Por outro lado, o crescimento dos investimentos em papéis em carteira própria tem sido suficientemente intenso para gerar preocupações nas autoridades reguladoras com relação a possíveis conflitos de interesse, como relatado em vários números da revista *Euromoney* dos últimos tres anos.

Um desenvolvimento independente, mas relacionado, é o crescimento dos mercados de derivativos. Estes mercados, especialmente para a viabilização de estratégias defensivas (*hedge*) face a incertezas, na verdade, existem há muito tempo. No entanto, a volatilidade dos preços dos ativos e

das taxas de juros causada tanto pela inflação persistente dos anos 70, como pelas repetidas tentativas de estabilização através da adoção de políticas monetárias restritivas estimulou o intenso crescimento e a disseminação destes instrumentos entre os últimos quinze e vinte anos. O recuo do processo inflacionário em todo o mundo não eliminou a utilidade destes mercados, capazes de desenvolver novos produtos e novas técnicas de separação e precificação de riscos que satisfazem demandas cada vez mais generalizadas.

O desenvolvimento dos mercados de derivativos dá apoio à tendência à securitização, a medida em que permite aos que atuam nos mercados de papéis cobrir suas apostas através da compra de contratos derivativos. Neste sentido, derivativos operam como uma alternativa à criação de mercados secundários para estes papéis, ao assegurar liquidez às aplicações em condições pré-especificadas. Ou, ainda, pode-se ver derivativos como uma forma alternativa de seguros contra contingências adversas identificadas a priori como possíveis de ocorrer durante a vigência dos contratos. De qualquer modo, a possibilidade de defesa contra desenvolvimentos adversos nos mercados de títulos permite que agentes avessos a riscos participem deste mercado, aumentando a disponibilidade de recursos financeiros para investimento. Como já observado, os derivativos existem em duas modalidades: os negociados em bolsas são criados para permitir a cobertura de riscos de natureza mais homogênea ou genérica. Já os transacionados em balcão servem, em princípio, para a proteção contra riscos mais específicos, sendo desenhados para satisfazer demandas definidas por cada agente. Seu caráter idiossincrático impede a criação de câmaras de compensação que lhe dêem liquidez e reduzam os riscos para os agentes envolvidos.<sup>9</sup>

Entre as consequências importantes deste processo aqui descrito, está a emergência de um viés *curto-prazista* na atividade financeira. A securitização, apoiada em técnicas de

controle de risco através da compra de derivativos ou da criação de mercados secundários, permite que toda aplicação financeira seja vista como um investimento de portfolio, enfraquecendo conexões mais duráveis entre fontes e usos de recursos financeiros. Maior atenção é dada aos preços correntes dos ativos, na existência de mercados que reavaliam constantemente estes valores, do que a perspectivas de longo prazo. Maior volatilidade na definição de estratégias por parte dos aplicadores, especialmente os investidores institucionais, e dos intermediários financeiros pode representar um desenvolvimento adverso à sustentação de investimentos.

### c. A Emergência dos Investidores Institucionais

Investidores institucionais são criados quando os recursos de indivíduos são reunidos para lhes permitir acesso a oportunidades de aplicação mais diversificadas e lucrativas. Muitos, talvez a maioria, destes fundos são, na verdade, organizados e administrados por instituições financeiras, mas, ao invés de serem considerados intermediários financeiros, eles são vistos como poupadores, prontos a aplicar recursos diretamente com tomadores ou indiretamente, pela compra de papéis de intermediários.

Investidores institucionais existem em muitas formas, as principais sendo os fundos mútuos e os fundos de pensão. Os fundos mútuos incluem tanto aplicações em ativos de prazo mais longo, como ações ou bonus, quanto as feitas no mercado monetário. Segundo *The Economist* (30/04/1994), em 1994, nos Estados Unidos, cerca de US\$ 2 trilhões estavam aplicados em fundos, contra US\$ 2,7 trilhões em depósitos bancários. Já o FMI informava em 1994 que a razão entre os ativos dos fundos e os depósitos de poupança e a prazo de menor valor havia passado de 21% em 1986 para 65% em 1993 no mesmo país. Estes dados sublinham a perda de recursos sob a forma de depósitos para os bancos em favor dos fundos mútuos. Como

ocorreu em outros segmentos do sistema financeiro, alguns destes fundos foram criados para evitar restrições regulatórias sobre as aplicações permitidas às instituições financeiras e sobre o pagamento de juros sobre depósitos à vista, como no caso dos fundos de mercado monetário. Para os indivíduos, estes fundos oferecem a possibilidade de ganho de juros sobre saldos transacionários, algo que os depósitos à vista nos bancos comerciais, em geral, não podiam oferecer. Por outro lado, a possibilidade de escolher aplicações livre das restrições impostas pelas autoridades monetárias sobre os bancos permitiu a estes fundos alcançar retornos mais elevados, ainda que ao custo da aceitação de riscos maiores.

Entre as estruturas institucionais criadas para evitar restrições regulatórias, destacam-se os chamados *hedge funds*. Esta denominação é, na verdade, enganosa, pois os fundos nesta categoria cobrem grupos dedicados às mais variadas formas de aplicação financeira. O estudo do FMI sobre os mercados internacionais de capitais, de 1994, define as principais características destes fundos: 1) precária regulação; 2) reunião de investidores mais ricos e tolerantes ao risco; 3) manutenção de elevados graus de alavancagem; 4) desempenho superior à média em termos de rentabilidade. Esta última característica, porém, parece não ter se confirmado recentemente (cf. *Euromoney*, dezembro de 1995). Já o crescimento dos fundos de pensão parece ter suas raízes nas dificuldades que os sistemas públicos de previdência social tem enfrentado nas últimas duas décadas em um grande número de países. A expectativa relativamente generalizada de que estes sistemas, assolados por déficits causados, seja por uma política de benefícios hoje julgada excessivamente generosa, seja pela redução de receitas acarretada pela desaceleração do crescimento econômico, serão incapazes de efetivamente oferecer os benefícios de aposentadoria desejados levou à criação, em muitos países, de fundos de pensão privados para a complementação de rendas no futuro.

Qualquer que tenha sido a razão original para que estes fundos tenham sido criados, o volume que atingiram na atualidade é um fator a reforçar seu crescimento. Em 1995, o FMI estimou que os ativos dos trezentos maiores investidores institucionais dos Estados Unidos haviam passado de 30% do PIB em 1975 para 110% em 1993. *The Economist* (27/11/1993) calculou o valor total de recursos administrados por terceiros em cerca de US\$ 14 trilhões, dos quais US\$ 8 trilhões nos Estados Unidos. Os fundos de *hedge* chegaram a controlar ativos no valor de US\$ 100 bilhões em 1993, caindo, porém, para US\$ 75 bilhões ao final de 1994, segundo a *Euromoney* de dezembro de 1995. Ao reunir recursos em escala significativa, eles são capazes de contratar administradores profissionais, reduzir custos de transação, diversificar riscos e obter termos mais favoráveis para a aplicações financeiras, operando em mercados mais sofisticados e diversificados. A organização destes fundos tem sido um fator importante de crescimento da poupança disponível para investimento, seja nos países desenvolvidos, seja em países em desenvolvimento, como o Chile. Por outro lado, a variedade de tipos de fundos existentes cria um grande potencial de acomodação de demandas de recursos por parte dos tomadores. Fundos de mercado monetário operam com papéis de menor duração; fundos de investimento buscam ações e bônus, desde que existam estruturas institucionais que lhes dêem liquidez. Fundos de pensão, dada a natureza das obrigações que assumem, buscam aplicações de prazo mais longo. Cria-se, assim, uma demanda por ativos de perfil flexível e diversificado.

É importante notar que há importantes interações e mecanismo de realimentação entre estes tres grupos de mudanças. O crescimento dos investidores institucionais intensifica a demanda pela diversificação de produtos financeiros que se adeque ao perfil de cada instituição, ao mesmo tempo em que as fronteiras nacionais, com a exceção da norte-americana, tornam-se excessivamente estreitas para o aproveitamento de seu potencial de investimentos. O volume

de recursos em busca de oportunidades de investimento, por sua vez, estimula as instituições financeiras a se tornar mais competitivas, tornando-se mais ágeis e inovadoras, identificando novas oportunidades de ganho. Para explorar adequadamente estas oportunidades, escalas planetárias de operação são desejáveis, o que induz a fusões e aquisições entre instituições financeiras que permitem o surgimento de conglomerados suficientemente grandes para serem capazes de oferecer a seus principais clientes, geralmente grandes investidores institucionais, um conjunto de opções adequadamente amplo. Um dos modos mais importantes de criação destas oportunidades, por outro lado, é dado pela tendência à securitização e crescimento dos mercados de papéis, apoiados na estruturação de mercados de derivativos. Isto também contribui para forçar os intermediários financeiros a desenvolver novos modos de operação, ameaçando tornar obsoletas as tradicionais funções dos bancos comerciais.

Em suma, as tendências à transformação dos sistemas financeiros em curso apontam claramente para o desenvolvimento dos mercados de capitais, em detrimento dos mercados de crédito, como forma mais barata e eficiente de captação e alocação de recursos. A emissão de papéis de dívida (ou, em menor escala, de ações) para colocação, intermediada por instituições financeiras de porte global e valendo-se de mecanismos de reforço de crédito, junto a grandes investidores institucionais se mostra como o caminho mais promissor e eficaz de obtenção de recursos financeiros para investimento.

#### IV. FLUXOS FINANCEIROS PARA PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

São duas as características mais visíveis dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento nos anos 90: 1) a predominância do financiamento privado, a despeito das grandes flutuações tanto nos fluxos oficiais quanto nos pri-

vados, como se vê na tabela 14, principalmente através da colocação de bônus, cujo estoque existente no mercado, de emissão de países em desenvolvimento, passou de US\$ 19,2 bilhões em 1980 para US\$ 224,2 bilhões em 1993 (Cf. *Euromoney*, dezembro de 1995); 2) a ainda pequena, embora crescente, importância dos fluxos de financiamento para este grupo de países em comparação com os fluxos entre países industrializados. Segundo o FMI, a participação dos países em desenvolvimento na emissão de bônus internacionais passou de 4% em 1991 para 12% em 1993.

Tabela 14  
Fluxos de capital para Ásia e América Latina

	(Em bilhões de U.S. dólares)				
	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Influxo líquido de capital privado</b>					
Total	50,7	80,9	95,2	70,0	52,6
China	-1,9	11,7	7,8	16,4	-1,4
Outros da Ásia	24,5	18,3	32,4	22,0	34,7
Brasil	2,5	9,1	9,9	9,1	32,0
México	21,0	23,9	30,3	9,7	-15,4
Outros da América Latina	4,6	18,0	14,7	12,9	2,7
<b>Influxo líquido de capital oficial</b>					
Total	12,0	10,2	16,9	10,4	35,8
China	1,2	2,9	5,4	7,5	6,2
Outros da Ásia	5,7	7,2	11,1	3,1	2,3
Brasil	1,0	-1,4	-0,5	-0,7	-0,7
México	2,0	2,0	1,7	0,3	25,7
Outros da América Latina	2,1	-0,5	-0,9	0,2	2,3
<b>Aumento líquido das reservas</b>					
Total	13,4	52,7	70,0	43,0	60,2
China	2,7	14,1	23,2	30,5	22,0
Outros da Ásia	10,5	23,3	23,9	21,7	15,0
Brasil	-0,1	-0,4	14,7	7,2	13,5
México	0,6	8,2	1,2	-18,9	9,6
Outros da América Latina	-0,3	7,6	7,1	2,5	0,2

Fonte: Bank for International Settlements - 1996

a. Financiamentos Oficiais

Os fluxos oficiais de financiamento, provenientes de governos e de instituições multilaterais, para os países em desenvolvimento tem se mantido estagnados nos últimos anos, como se vê nas tabelas 15, 16 e 17. Tres razões principais são normalmente oferecidas para explicar esta trajetória: 1) problemas fiscais nos países doadores; 2) fim da guerra fria; e 3) dúvidas sobre a eficiência de investimentos públicos.

Tabela 15  
Fluxos oficiais de financiamento a países em desenvolvimento

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
	(Em bilhões de U.S. dólares)						
Financiamento oficial a desenvolvimento	61,1	60,9	69,7	69,6	69,7	69,5	65,7
Asst. of. a desenvolvimento	47,7	48,8	52,8	58,5	58,7	56,2	58,9
Outros	13,4	12,1	16,9	11,1	11	13,3	6,8
Bilateral	43,6	41,7	46	46,7	48,6	46	45
AOD	36,6	36,4	39,3	42,3	41,2	39,6	41,3
Outros	7,6	5,3	6,7	4,4	7,4	6,4	3,7
Multilateral	17,5	19,2	23,7	22,9	21,1	23,5	20,7
AOD	11,1	12,4	13,5	16,2	17,5	16,6	17,6
Outros	6,4	6,8	10,2	6,7	3,6	6,9	3,1

Fonte: OCDE, em IMF, Official Financing for Developing Countries - 1995

Tabela 16  
Desembolsos brutos de financiamento oficial bilateral de países desenvolvidos por grupo de renda.

	1989	1990	1991	1992	1993
Desembolsos of. bilaterais brutos	(Em bilhões de U.S.dólares)				
Paises de menor desenvolvimento	12,8	14,4	12,6	11,7	11,2
de baixa renda	29	26,4	30,2	24,9	27,4
de rendas menores sup.	30,8	31,2	29,1	29,5	28,5
de alta renda	13,2	13,7	12,1	17,2	15,2
não alocável	4,6	4,5	5,7	6,9	8,2
Desembolsos de AOD bilaterais Brutos	9,7	9,8	10,4	9,7	9,5
Paises de maior desenvolvimento	4,6	25,3	28,3	19,6	19,4
de baixa renda	28,3	28,7	36,1	28,3	28,1
de renda média inferior	20,8	23,3	23,2	25,3	26,9
de renda média superior	5,1	4,9	4	4,6	5,2
de alta renda	5,6	5	4,7	6,1	4,7
não alocável	17,5	15,4	13,8	16,2	15,7

Fonte: OCDE, em IMF, citado.

Tabela 17  
Desembolsos brutos e líquidos de instituições multilaterais por região

	1980-84	1985-89	1990	1991	1992	1993	1994
	(Em milhões de U.S. dólares)						
Todos os países	bruto 21.742	25.996	36.364	39.110	35.614	37.110	37.478
	líquido 16.806	9.102	15.368	17.689	13.834	15.234	13.697
Sub-Saara Africano	bruto 3.390	4.297	5.339	5.240	5.347	4.922	5.896
	líquido 2.711	2.328	3.078	3.079	3.391	2.962	3.643
África do Norte/Oriente Médio	bruto 1.257	2.249	2.343	3.412	2.961	2.531	3.726
	líquido 864	1.043	616	1.438	893	427	1.493
Ásia	bruto 7.402	8.382	11.332	12.683	11.772	11.424	11.711
	líquido 6.062	3.197	5.180	7.152	6.362	6.035	4.317
Hemisfério Ocidental	bruto 6.640	8.537	13.814	9.896	9.160	11.537	8.769
	líquido 4.929	3.089	5.399	609	-606	1.425	252
Outros	bruto 3.053	2.531	3.545	7.879	6.372	6.696	7.376
	líquido 2.995	1.354	1.035	2.087	1.754	2.976	1.197

Fonte: Banco Mundial, em IMF, citado

\* Inclui dívida pública e garantida pelo Estado de médio e longo termos, inclusive junto ao FMI

Déficits públicos crônicos tem caracterizado a situação fiscal da maioria dos países desenvolvidos. Nos Estados Unidos, estes déficits provêm da Era Reagan e de sua adesão à chamada economia do lado da oferta, que sugeria que reduções de impostos pagariam por si mesmas ao estimular a atividade econômica e ampliar a base de tributação. Os países europeus também tem se visto a braços com déficits significativos, situação dramatizada pela necessidade de cumprir os requisitos impostos para a adesão ao sistema monetário único. Já no caso japonês, apenas recentemente a situação fiscal começou a gerar preocupações com o acúmulo de medidas tomadas visando estimular a economia depois de um longo período de estagnação. Pressões crescentemente intensas em favor do reequilíbrio fiscal tem levado os governos a tomar, no mínimo, iniciativas cosméticas de controle de gastos. A ajuda externa é, certamente, o elo mais fraco na corrente de gastos públicos. Apesar de sua pouca relevância quantitativa, ela é um elemento em cuja defesa não emergem coalizões políticas domésticas de importância. Por outro lado, o fim da guerra fria retirou a principal razão para a doação de ajuda externa, com a possível, e temporária, excessão dos países do leste europeu, ainda instáveis, que era fazer frente a ameaças de transformação política. Finalmente, fluxos oficiais de financiamento eram preferencialmente dirigidos a instituições de estado nos países receptores. A eficiência do investimento público, face ao privado, tem sido crescentemente questionada, tendendo a prevalecer o apoio a iniciativas privadas através de mecanismos de mercado.

Por estas mesmas razões, especialmente a última, alguns governos e instituições multilaterais, notadamente o Banco Mundial, tem condicionado a concessão de financiamentos, pelo menos aqueles que portam algum tipo de subsídio, à realização das chamadas reformas estruturais, destinadas a reduzir a influência econômica do setor público, aumentando a área de decisão privada.

Enquanto a oferta de recursos diminuiu, novos demandantes se somaram aos destinatários anteriores. A reconstrução das antigas economias socialistas do leste europeu tornou-se meta prioritária, por razões políticas, para os principais países doadores e, por influência destes, para as instituições multilaterais de financiamento. Nestas circunstâncias, países emergentes, como o Brasil, perderam prioridade para o recebimento de financiamentos concessionais. Apenas créditos de exportação mantêm-se relevantes em termos de fluxos oficiais de financiamento para países como o Brasil.

#### b. Financiamento Privado

Mudanças importantes também tem ocorrido na oferta de financiamentos privados para economias em desenvolvimento ou emergentes. Após um longo período de turbulência, que tomou praticamente toda a década passada, representada principalmente pela crise bancária norte-americana, os fluxos financeiros privados para países emergentes retomam importância nos anos 90 sob novas formas. Há um acentuado recuo da importância de empréstimos bancários. De fato, os bancos, especialmente os norte-americanos, foram os principais atingidos pela sucessão de crises que marcou os anos 80. Logo no início daquela década, a falência mexicana abriu caminho para a inadimplência internacional de vários países em desenvolvimento, inclusive o Brasil. Os bancos norte-americanos não foram atingidos apenas por esta crise, já por si bastante grave. Os anos 80 mostraram ainda que investimentos feitos pelo setor bancário nos anos 70, nos Estados Unidos, Europa e Japão, foram fundamentalmente equivocados, implicando na retenção, nos balanços dos bancos, de ativos de valor duvidoso ou simplesmente inexistente em proporção significativa. Finalmente, atingindo bancos norte-americanos, a crise do setor de poupança e empréstimo habitacional só foi resolvida depois de longa demora e pesados prejuízos.

A adoção de políticas de investimento muito mais cautelosas no decorrer dos anos 80, acoplada a mudanças regulatórias voltadas para o reforço do patrimônio líquido dos bancos, como as do Acordo da Basileia, e à retomada da expansão cíclica na economia norte-americana, permitiu às instituições bancárias iniciar a década dos 90 com alta liquidez. Em resultado, dois desenvolvimentos se seguiram: 1) a busca de novos canais de aplicação, livres dos riscos que ameaçaram o sistema bancário nos anos 80, levou ao crescimento dos mercados de capitais e à securitização, já discutida; 2) a facilitação dos termos de crédito para colocação dos excedentes de liquidez detidos pelos bancos.

Ambos os desenvolvimentos têm sido favoráveis aos países emergentes, apesar de sua participação ainda marginal no sistema financeiro internacional. Estes países tem sido beneficiados, ainda que em menor medida do que outros países desenvolvidos, pelo relaxamento dos termos de empréstimo verificados em empréstimos sindicados, e pela redução das taxas de juros cobradas. Por outro lado, utiliza-se cada vez mais intensamente as facilidades de colocação de títulos que tem sido criadas para impulsionar a tendência à securitização. Assim, países como o Brasil têm sido bastante bem sucedidos na colocação de papéis de mais longo prazo (*bonds*) nos mercados internacionais, através de bancos de boa posição nestes mercados, ainda que termos e maturidades sejam ainda desfavoráveis se comparados a outros países emergentes. Os países asiáticos têm sido os principais beneficiários destes fluxos de financiamento privado, particularmente por serem o mercado prioritário para os bancos japoneses, forçados pela estagnação da economia japonesa, a buscar aplicações no exterior para a elevada poupança financeira gerada naquele país. Em escala ainda muito menor, mas crescente, tomadores privados de países emergentes tem sido capazes de colocar títulos de propriedade (*equity*) junto a investidores estrangeiros, através de instrumentos como os ADRs, GDRs etc.

A tabela 18 mostra o vertiginoso aumento dos fluxos líquidos de capital para os países emergentes e seus componentes, entre 1990 e 1994. Note-se que o principal receptor destes fluxos foram as economias asiáticas, seguidas, à certa distância, pelas latino-americanas.

Tabela 18

Fluxos de capital para os países em desenvolvimento e em transição

	1990	1991	1992	1993	1994,0	1995
(Em bilhões de U.S. dólares)						
<b>Todos os países em desenvolvimento</b>						
Total de influxo líquido de capital	43,5	154,9	130,1	172,9	151,6	193,7
Investimento líquido direto estrangeiro	18,6	28,4	31,6	48,9	61,3	71,7
Investimento líquido em portfólio	18,3	36,9	47,2	89,6	50,4	37,0
Outros	6,6	89,6	51,3	34,5	39,8	85,1
dos quais :						
Crédito líquido e empréstimos da IMF	-1,9	1,1	-0,2	-0,8	-0,8	12,2
<b>Ásia</b>						
Total de influxo líquido de capital	23,1	49,8	32,1	81,1	81,1	104,1
Investimento líquido direto estrangeiro	9,4	14,3	14,4	41,9	41,9	52,4
Investimento líquido em portfólio	-0,9	2,9	9,8	16,0	16,0	18,5
Outros	14,6	32,6	7,9	23,1	23,1	33,2
dos quais :						
Crédito líquido e empréstimos da IMF	-2,4	1,9	1,3	-0,8	-0,8	-1,8
<b>América Latina</b>						
Total de influxo líquido de capital	18,5	23,0	53,1	47,2	47,2	61,8
Investimento líquido direto estrangeiro	6,6	11,2	12,8	17,7	17,7	17,1
Investimento líquido em portfólio	17,4	11,4	17,8	17,4	17,4	10,0
Outros	-5,5	0,5	22,5	12,1	12,1	34,7
dos quais :						
Crédito líquido e empréstimos da IMF	1,2	-1	-1,6	-1,3	-1,3	12,9
<b>Países em transição</b>						
Total de influxo líquido de capital	11,9	-0,5	5,0	13,6	13,6	34,4
Investimento líquido direto estrangeiro	...	2,4	4,2	5,6	5,6	11,4
Investimento líquido em portfólio	...	0,8	-0,8	3,0	3,0	6,0
Outros	11,9	-3,7	1,7	5,1	5,1	17,1
dos quais :						
Crédito líquido e empréstimos da IMF	3,0	2,4	1,6	2,4	2,4	4,7

Fonte: International Capital Markets - 1996

A tabela 19 nos mostra uma matriz de fluxos de fundos referentes a investimentos diretos, onde se destaca o grau de absorção ainda relativamente modesto da América Latina até 1994, quando as entradas de capital de risco no continente são inferiores àquelas verificadas na China, isoladamente, não superando 25% dos fluxos totais para países em desenvolvimento.

Tabela 19

Padrão global de investimento direto

	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994
(Em bilhões de U.S. dólares))							
<b>Total de saídas</b>	39,7	43,2	167,7	187,1	179,4	199,0	233,5
<b>Países industrializados</b>	39,0	41,4	158,6	177,7	161,4	168,4	197,8
dos quais:							
Estados Unidos	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
Japão	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
Reino Unido	7,8	9,2	28,1	16,4	19,4	25,7	30,0
Outros da Europa	10,0	15,1	63,9	91,3	80,2	63,2	80,1
<b>Países em desenvolvimento</b>	0,8	1,8	9,1	9,5	18,0	30,5	35,7
dos quais:							
Ásia	0,1	1,1	7,8	7,2	15,3	26,4	30,2
América Latina	0,2	0,2	0,6	1,3	0,8	2,2	2,9
<b>Total de entradas</b>	31,8	55,3	152,4	152,0	153,2	177,4	239,7
<b>Países industrializados</b>	25,3	36,2	126,8	108,7	94,8	96,8	135,1
dos quais:							
Estados Unidos	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
Japão	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
Reino Unido	5,6	4,3	21,7	16,1	16,5	14,6	10,9
Outros da Europa	8,7	9,9	38,8	57,5	55,7	52,4	51,5
<b>Países em desenvolvimento</b>	6,4	19,1	25,6	43,3	58,4	80,6	104,6
dos quais:							
China	...	1,0	3,1	4,4	11,2	25,8	33,8
Outros da Ásia	2,1	4,6	12,1	20,5	26,2	25,5	33,3
América Latina	3,6	5,6	6,6	11,2	12,6	16,1	25,9

Fonte: Bank for International Settlements - 1995



V. Perspectivas para os Países Emergentes

Apesar do crescimento dos fluxos financeiros para os países emergentes, especialmente os asiáticos, as perspectivas são favoráveis para estes países, especialmente por sua participação no recebimento de recursos ser ainda fundamentalmente residual. Além disso, enquanto a atratividade das economias asiáticas continua elevada, apesar de alguma desaceleração recente nos financiamentos dirigidos a países como a China, as economias latino-americanas parecem recuperar-se quando comparadas às do leste europeu, que têm perdido posição nas preferências dos investidores.

Fator especialmente favorável para países como o Brasil tem sido a crescente capacidade de investidores e intermediários financeiros em fazer distinções entre os potenciais dos diversos componentes do grupo de países emergentes. Os investidores parecem estar gradativamente abandonando o hábito de tratar os países emergentes como um grupo indiferenciado em suas estratégias de portfolio, passando a estudar cada economia, pelo menos as mais importantes ou promissoras, individualmente. Nesta nova abordagem, que certamente ainda não é, contudo, dominante, projetos específicos e termos de financiamento (incluindo-se aqui a chamada "infra-estrutura de mercado", isto é, as regras e instituições que regulam a operação dos mercados, os riscos envolvidos, as garantias e seguros etc.) tendem a receber atenção mais individualizada. Entre os setores que tendem a ser favorecidos por esta nova perspectiva está certamente o de infra-estrutura física. Este setor apresenta algumas características atraentes, como, em alguns casos, a geração de receitas em dólares e, na maior parte das situações, contar com uma demanda firme. Naturalmente, há um *trade off* a ser considerado. A firmeza da demanda por serviços de infra-estrutura se deve ao papel estratégico destas atividades na operação da economia como um todo. Pela mesma razão, riscos de diversas naturezas, notadamente o risco político-regulatório, pairam sobre a atividade. A transparência na

definição de políticas tarifárias, por exemplo, é preocupação constante de investidores internacionais. Por outro lado, riscos cambiais e de repatriação de rendas também cercam aquelas atividades que não geram diretamente receitas em dólares.<sup>10</sup>

Estes problemas são importantes e não devem ser subestimados. É preciso, porém, também não superestimá-los. Em sua maioria, são riscos controláveis seja pela definição de regras regulatórias claras, seja através de métodos de engenharia financeira que a capacidade inovadora de agentes financeiros tem-se mostrado capaz de desenhar. Por outro lado, não se deve descuidar da modernização dos mercados financeiros domésticos, cujo potencial mobilizador de recursos ainda é claramente subaproveitado em economias como a brasileira, como se vê na tabela 20.

Tabela 20  
Mercados de títulos  
(Como porcentagem do PIB, exceto quando indicado)

	Títulos no mercado		Títulos de propriedade				Bônus	
	1990	1994	Capitalização		Giro	Capitalização		
			1990	1995		1990	1994	
Índia	35.0	93.4	12.6	56.9	24.1	18.5	22.4	57.5
<b>Ásia Oriental</b>								
Indonésia	13.5	32.6	7.6	33.9	29.4	1.6	6.0	10.0
Coreia	91.4	105.4	44.0	40.2	171.6	19.7	24.1	43.0
Malásia	196.5	352.6	113.8	265.0	62.3	59.9	51.2	32.6
Taiwan	83.2	134.7	62.3	74.0	353.5	5.6	13.6	1,840.0
Tailândia	37.8	113.8	27.9	85.4	60.9	9.8	7.0	4.0
<b>América Latina</b>								
Argentina	9.4	30.4	2.4	13.4	28.1	7.0	18.3	600.0
Brasil	11.9	66.6	3.7	26.2	83.4			
Chile	54.5	155.8	44.9	109.4	9.5	9.6	18.4	275.4
Colômbia	22.8	34.4	3.5	23.9	17.8	1.6	4.9	
México	44.6	73.9	14.1	36.3	46.5	8.7	2.9	32.9
Venezuela	22.4	18.2	17.2	4.9	20.2	5.2	11.1	
Estados Unidos	203.7	244.5	56.3	94.7	69.7	108.3	123.4	1,460.0
Japão	189.5	178.2	99.5	72.1	32.4	78.0	88.4	250.0
Alemanha	88.9	132.7	21.6	23.9	97.8	70.1	85.6	2,120.0

Fonte: Bank for International Settlements - 1996

Em 1995, o valor capitalizado das ações negociadas no Brasil ainda era muito inferior ao encontrado seja nos países industrializados, seja nas economias asiáticas. Além disso, o mercado interno para bonus só agora, com o fim do regime de alta inflação, encontra condições de desenvolvimento.

## NOTAS

1Veja-se, por exemplo, J. Zysman, *Governments, Markets and Growth*, Ithaca: Cornell University Press, 1983 e G. Kaufman (ed), *Banking Structures in Major Countries*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1992.

2 Estamos, na verdade, tomando os termos "regulação" e "autoridade reguladora" em sentido amplo, envolvendo não apenas a definição de regras de operação e sua efetiva implementação, como também a administração dos desequilíbrios que se possam desenvolver no interior do sistema e a definição de "redes de segurança" que o apoiem em caso de crise.

3 Veja-se P. Feeney, *Securitization. Redefining the Bank*, Londres: MacMillan, 1995.

4 Esta seção está baseada em F. Carvalho, "Financial Innovation and the Post Keynesian Approach to the 'Process of Capital Formation'", Textos para Discussão n° 380, IE/UFRJ, 1996, em publicação no *Journal of Post Keynesian Economics*.

5 A segmentação é imposta por lei tanto no caso dos Estados Unidos (Lei Glass-Steagal) quanto no do Japão (artigo 65 da Lei de Cambio e Títulos). Em ambos os casos há fortes pressões no sentido da mudança da lei para permitir maior liberdade de ação às instituições financeiras. Sobre os Estados Unidos veja-se Federal Reserve Bank of Chicago, *Rebuilding Banking*, maio de 1991; idem, *Credit Markets in Transition*, maio de 1992; e idem, *The Declining Role of Banking*, maio de 1994. para o Japão, veja-se, por exemplo, o plano de reformas anunciado pelo governo japonês recentemente em *The Economist* (16/11/1996).

6 Estudo do BIS publicado em 1986, *Recent Innovations in International Banking*, citava como fatores de estímulo à inovação: mudanças regulatórias, permitindo maior liberdade de ação às instituições financeiras; tecnologia em transformação; volatilidade dos mercados; mudanças nas posições de conta corrente dos balanços de pagamentos dos diversos países e grupos regionais; e competição financeira crescente. Posteriormente, a adoção dos coeficientes de capital como fundamento de regulação prudencial, consagrada no Acordo da Basileia, também deu forte estímulo especialmente às operações fora de balanço. A combinação de abertura ao exterior, desregulação, liberalização e privatização foi enfatizada no *Trade and Development Report* da UNCTAD de 1995. Por várias razões, estes movimentos de mudança tiveram lugar inicialmente, e com maior intensidade, nos Estados Unidos. O 68o. relatório anual do BIS, de 1996, revela a expectativa de que a interação entre progresso técnico, desregulação e competição internacional intensificará as mudanças na Europa e no Japão no futuro imediato. A inovação como resposta ao aumento da volatilidade financeira nos anos 70 e 80 é enfatizada por *The Economist*, em seu suplemento especial sobre o sistema bancário internacional de 10/04/1993.

7 A caracterização das transformações e inovações nas relações financeiras é tomada principalmente do estudo do BIS de 1986, citado acima, dos suplementos especiais da revista *The Economist* sobre o sistema bancário internacional (30/04/1993, 30/04/1994 e 27/04/1996) e sobre a economia mundial (07/10/1995), a revista *Euromoney* (vários números) e os relatórios trimestrais do BIS sobre *International Banking and Financial Market Developments* (vários números).

8 Em 1970, os grandes bancos americanos respondiam por 65% dos empréstimos de curto prazo a corporações não-financeiras. Em 1992, esta participação havia caído para 36%. Cf. *The Economist* (30/04/1994).

9 Para uma discussão detalhada dos méritos e limitações de cada uma das duas modalidades de derivativos, veja-se UNCTAD (1995).

10 Veja-se *The Economist* (26/08/1995) e *Euromoney* (março de 1995).

ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

394. MACHADO, João Bosco Mesquita. A ALCA e a estratégia negociadora brasileira. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (32 pág.)
393. NAKANE, Márcio Issao .Wagner's Law in the Brazilian Economy: a Disaggregated Analysis. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (22 pág.)
392. SICSÚ, João.Reputação das autoridades monetárias e credibilidade das suas políticas: uma abordagem pós-keynesiana. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (38 pág.)
391. DINIZ, Eli. Globalização, Governança e Reforma do Estado. Rio de Janeiro: UFRJ/IE,1997. (31 pág.)
- 390.STUDART, Rogério. Estado, mercados e o financiamento do desenvolvimento. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (36 pág.)
389. MARINHO, Alexandre. Brazilian Federal Universities: relative efficiency evaluation and data envelopment analysis. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (24 pág.)
388. CARVALHO, Fernando José Cardim de. Price stability and banking sector distress in Brazil after 1994. Rio de Janeiro: UFRJ/ IE, 1997. (44 pág.)
387. CARVALHO, Fernando José Cardim de. On Keynes's Concept of Revolving Fund of Finance. Rio de Janeiro; UFRJ/IE, 1997. (24 pág.)
386. RESENDE, Marcelo. Intensidade em pesquisa e desenvolvimento e tamanho da firma: uma análise exploratória do caso brasileiro. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (28 pág.)
385. FAGUNDES, Jorge Luis Sarabanda da Silva. Regulação dos Serviços de Telecomunicações: Transformações Internacionais. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (60 pág.)
384. PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Características, mudanças estruturais e desempenho do sistema bancário privado no Brasil em alta inflação. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (51 pág.)