

Os limites da inserção internacional dos países em desenvolvimento no limiar do século XXI

Marcos Antonio Macedo Cintra*

*Doutor em Economia pelo Instituto
de Economia da Unicamp e Pesquisador
da Fundap-SP.*

Maryse Farhi*

*Doutora em Economia pelo Instituto
de Economia da Unicamp e Professora
na mesma instituição.*

Resumo

A partir das dificuldades de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, no artigo, procura-se discutir o comportamento dos mercados internacionais de crédito, de dívida e do investimento estrangeiro direto (IED). Defende-se a hipótese de que a retração nos fluxos internacionais de capitais para os países em desenvolvimento parece evidenciar a emergência de uma nova forma de inserção desses países, na qual se reduz a possibilidade de grandes déficits em conta corrente serem financiados pelos capitais internacionais. Discute-se, ainda, o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capitais internacionais e a necessidade de reduzir a dependência e a vulnerabilidade externa dos países periféricos mediante o fortalecimento dos mecanismos de financiamento públicos e privados domésticos.

Palavras-chave

Financiamento externo; mercados internacionais de crédito e de dívida; investimento estrangeiro direto.

* Os autores são gratos a muitos amigos que leram e comentaram versões preliminares deste texto. Em especial, gostariam de agradecer a Vinícius Mota, Nilton Nareto, Marcos Roberto Vasconcelos e André Médici.

Abstract

This article is an attempt to discuss the behaviour of international credit and debt markets and foreign direct investment from a perspective of difficulties faced by Brazil in financing its balance of payments. The authors support the hypothesis that the retraction of international capital flows into emergent countries seems to put in evidence the emergence of a new way of insertion by those countries. One feature of this new insertion is that large deficits in current account are less probable to be funded by international capitals. The authors argue the pro-cyclical behaviour of international capital flows and emphasizes the need to decrease dependence and external vulnerability of peripheral countries by strengthening mechanisms of domestic private and public funding.

**Os originais deste artigo foram recebidos
por esta Editoria em 08.05.03.**

Diante da instauração de um novo Governo no Brasil, eleito com ampla maioria e com o compromisso de retomar o crescimento econômico, gerar empregos, reduzir a desigualdade social e preservar a estabilidade de preços, torna-se fundamental enfrentar as restrições do balanço de pagamentos, de forma a limitar o impacto de perversos processos especulativos contra o real. As contas externas brasileiras passaram por profundas transformações a partir da implementação do Plano Real em 1994. Nos primeiros anos da década, o País acumulava superávit em transações correntes. Na primeira fase do Plano Real, sob o regime de câmbio administrado, os sinais inverteram-se. O saldo da balança comercial e o das transações correntes tornaram-se crescentemente negativos. Na segunda fase, sob o regime de câmbio flutuante, o resultado da balança comercial voltou a apresentar sinais positivos, com a redução nas importações em maior proporção do que a expansão nas exportações, mas o déficit em transações correntes continuou relativamente elevado. Para financiar esse déficit, procurou-se atrair investimento estrangeiro direto e fluxos de capitais externos para a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e para o sistema financeiro doméstico, sem gerar novos instrumentos e instituições capazes de garantir o financiamento de longo prazo dos novos investimentos. Em 2002, a aversão ao risco dos investidores internacionais desencadeou uma forte crise desse padrão de financiamento das contas externas brasileiras.

A partir das dificuldades de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, neste artigo, procura-se discutir o comportamento dos mercados internacionais de crédito, de dívida e do investimento estrangeiro direto. Defende-se a hipótese de que a retração nos fluxos internacionais de capitais para os países em desenvolvimento parece evidenciar que o processo de globalização financeira não se encontra simplesmente em uma fase de contração do ciclo. Pelo contrário, explicita-se a emergência de uma nova forma de inserção dos países periféricos, na qual se reduz a possibilidade de grandes déficits em conta corrente serem plenamente financiados pelos capitais internacionais.

O artigo está organizado em cinco seções após esta breve introdução. Na primeira seção, explicitam-se a crise do padrão de financiamento das contas externas e os ataques especulativos à moeda brasileira em 2001 e 2002. Na segunda seção, discute-se o desempenho dos bancos internacionais no financiamento dos países em desenvolvimento. Na terceira seção, analisam-se os fluxos e os estoques de dívidas (*bônus, commercial papers, notes, etc.*) direcionados para os países periféricos. Na quarta seção, apresenta-se a performance dos investimentos estrangeiros diretos nos países periféricos, na virada do século. Finalmente, na quinta seção, demonstram-se o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capitais internacionais e a necessidade de reduzir a dependência e a vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento mediante o fortalecimento dos mecanismos de financiamento públicos e privados domésticos.

1 - A ruptura do padrão de financiamento externo da economia brasileira

As contas externas brasileiras sofreram uma profunda alteração a partir da implementação do Plano Real em junho de 1994. Nos primeiros anos da década, o País acumulava superávit em transações correntes (diferença entre bens e serviços exportados e importados, incluindo mercadorias, juros, lucros, turismo, etc.) de US\$ 1,4 bilhão em termos médios (Tabela 1). A balança comercial (diferença entre exportações e importações de mercadorias) era positiva em US\$ 13 bilhões. Na primeira fase do Plano Real (1995-98), sob o regime de câmbio administrado, os sinais inverteram-se. A balança comercial tornou-se negativa em US\$ 5,6 bilhões, e as transações correntes, em US\$ 26,4 bilhões ou 3,4% do Produto Interno Bruto (PIB). Na segunda fase do Plano Real (1999-01), sob o regime de câmbio flutuante, o saldo da balança comercial tornou-se levemente positivo, com a redução nas importações em maior proporção do que

a expansão nas exportações. O déficit em transações correntes parou de crescer, mas o resultado médio, no período, ainda foi elevado (US\$ 24,3 bilhões), o equivalente a 4,5% do PIB.¹

Na primeira fase, a entrada de investimentos em carteira (ações e renda fixa) foi fundamental para financiar o déficit em transações correntes. Em 1994, afluíram US\$ 50,6 bilhões em investimento de portfólio, sendo US\$ 6,9 bilhões direcionados ao mercado acionário, e US\$ 43,6 bilhões, ao mercado de renda fixa. Entre 1995 e 1998, o saldo líquido anual caiu para US\$ 15,4 bilhões em termos médios, a despeito do elevadíssimo diferencial das taxas de juros praticadas para tentar defender a política de câmbio administrado. Em 1998, a crise da Rússia e suas repercussões na economia brasileira levaram a uma acentuada fuga de capitais, provocando forte redução das reservas internacionais do País e, finalmente, forçando a adoção do regime de taxa de câmbio flutuante. Na segunda fase, o investimento de portfólio reduziu-se brutalmente, e o investimento estrangeiro direto assumiu papel preponderante. Entre 1999 e 2001, a entrada média anual de investimento estrangeiro direto atingiu US\$ 27,4 bilhões.

O financiamento líquido médio em operações de bônus, *commercial papers* e empréstimos bancários pouco contribuiu para consolidar as contas externas brasileiras; apenas em 1995, 1996 e 2001, apresentou sinais positivos. O resultado de 2002 foi influenciado pelos empréstimos do Fundo Monetário Internacional (FMI), no valor líquido de US\$ 11,7 bilhões (desembolso de US\$ 15,9 bilhões e amortização de US\$ 4,2 bilhões). Em termos médios, houve saída líquida de capital durante toda a década, com destaque para o saldo negativo de US\$ 43,6 bilhões em 1994. Todavia a dívida externa total cresceu de US\$ 135,2 bilhões em 1991-93 para US\$ 234,6 bilhões em 1999-01, refletindo uma mudança no padrão de financiamento do setor privado. Entre 1990 e 1998, a captação externa líquida do setor privado foi positiva em US\$ 120 bilhões. A maior parte desses recursos em moeda estrangeira, exatamente US\$ 73 bilhões, foi captada durante a política de âncora cambial, no triênio 1996-98. Em 1999 e 2001, com a adoção do regime de câmbio flutuante e a elevação do Risco-País, o fluxo líquido de recursos em moeda estrangeira para o setor privado tornou-se negativo. Isto é, as empresas passaram a reduzir seu endividamento em moeda estrangeira, dado o aumento no risco cambial (Barros et al., 2002, p. 78-79).

¹ A maior proporção em relação ao PIB deve-se à queda de sua expressão em dólares, em função da desvalorização cambial.

Tabela 1

Médias anuais das contas externas do Brasil — 1991-02

DISCRIMINAÇÃO	1991-93	1994	1995-98	1999-01	2002
Balança comercial (US\$ bilhões)	13,0	10,5	-5,6	0,2	13,1
Balança de serviços (US\$ bilhões) ..	-13,5	-14,7	-23,2	-26,1	-23,3
Transações correntes (US\$ bilhões)	1,4	-1,7	-26,4	-24,3	-7,7
Investimento direto (líquido) (US\$ bilhões) (1)	0,9	1,5	14,6	27,4	14,0
Investimento em carteira (líquido) (US\$ bilhões)	10,2	50,6	15,4	3,6	-5,1
Ações (US\$ bilhões)	2,8	6,9	4,1	1,4	1,5
Renda fixa (US\$ bilhões)	7,4	43,7	11,3	2,2	-6,7
Financiamento (líquido) (US\$ bilhões) (2)	-4,3	-43,6	-0,7	-9,6	-0,6
Reservas internacionais (US\$ bilhões)	21,8	38,8	52,2	35,1	37,8
Memorandum					
Dívida externa total (US\$ bilhões) (3)	135,2	148,3	195,2	234,6	227,7
Transações correntes (% do PIB)	0,4	-0,3	-3,4	-4,5	-1,7
Dívida externa total (% do PIB)	32,8	27,2	25,3	43,4	44,2
Investimento estrangeiro direto (% do PIB)	0,2	0,4	1,8	3,9	3,7
Formação bruta de capital fixo (% do PIB) (4)	14,0	15,0	15,7	14,8	13,9
Investimento estrangeiro direto/formação bruta de capital fixo	1,2	2,4	10,3	26,0	...

FONTE: SÉRIES temporais. Brasília, D. F.: BACEN. Disponível em: <http://www.bancocentral.gov.br> apud BARROS, José R. M. de et al. **Negociações internacionais em serviços financeiros**. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo: Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, 2002. Mimeografado. p. 78. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>
 WORLD INVESTMENT REPORT: transnational corporations and export competitiveness. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2002.

(1) Inclui empréstimos intercompanhias. (2) Inclui outros investimentos mais derivativos. (3) Inclui empréstimos intercompanhias. Série revista em março de 2001, quando o Banco Central excluiu US\$ 16,9 bilhões do estoque da dívida externa. Posição em setembro de 2002. (4) A preços de 1980 (lpeadata – www.ipea.gov.br).

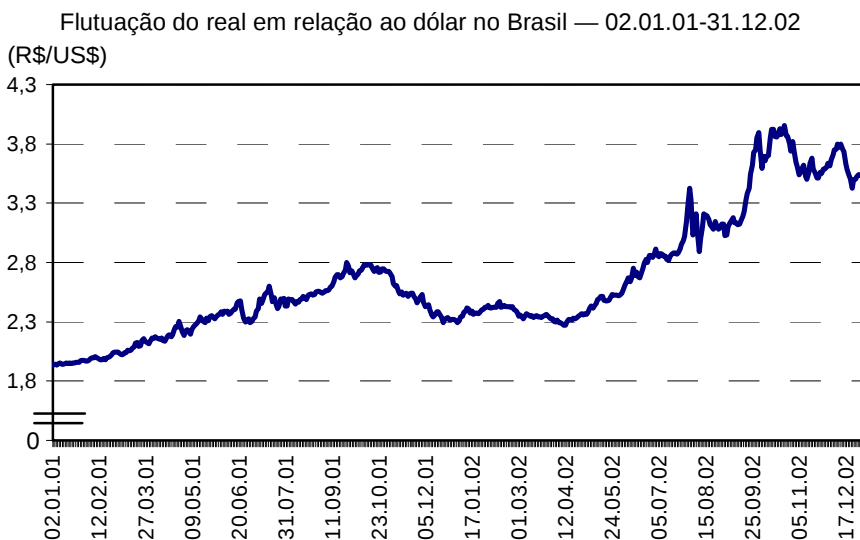
Durante esse período, as relações de débito e crédito em moeda estrangeira não induziram a uma elevação relevante da poupança doméstica: a formação bruta de capital fixo, a preços de 1980, cresceu para 15,7% do PIB entre 1995 e 1998 e caiu para 14,8% do PIB em 1999-01, a despeito do aumento no investimento estrangeiro direto. Em 2002, a formação bruta de capital fixo recuou 4,1%. Entretanto o endividamento externo e a venda de empresas públicas e privadas para investidores estrangeiros acarretaram mudanças patrimoniais desfavoráveis para o País. O passivo externo bruto alcançou US\$ 343,4 bilhões em dezembro de 2002. Descontando-se os ativos brasileiros no Exterior — US\$ 114,7 bilhões —, o passivo externo líquido resultou em US\$ 228,7 bilhões. O aumento do endividamento externo ainda ocasionou uma pesada dívida pública interna, fruto, num primeiro momento, da esterilização dos efeitos monetários da expansão das reservas e, num segundo momento, dos juros estratosféricos que, para defender a política cambial, impediram a elevação do investimento do setor privado nacional.

Assim, a forma de financiar o déficit em transações correntes foi a atração de investimento estrangeiro direto e de fluxos de capitais externos para a Bovespa e para o sistema financeiro doméstico (entrada de bancos estrangeiros), sem gerar novos instrumentos e instituições para garantir o financiamento de longo prazo. Durante o ano 2002, esse padrão de financiamento das contas externas brasileiras entrou em crise, resultando em fortes pressões sobre a taxa de câmbio, que se desvalorizou 53% entre janeiro e dezembro (Gráfico 1). Fica evidente que a desvalorização do real se acelerou a partir de meados de abril. A deterioração das expectativas foi acentuada pelas reduções nas classificações de risco promovidas pelas agências de classificações de risco de crédito e pelos analistas de bancos internacionais. Alguns chegaram a sugerir a possibilidade de uma moratória externa, e até interna, das dívidas pública e privada brasileira. Em meados de outubro, diante da possibilidade concreta de Luiz Inácio Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores e da oposição, ganhar a eleição presidencial, a taxa de câmbio atingiu R\$ 3,98/US\$ 1,00. Após as eleições, o compromisso do Governo eleito com uma política *market friendly* resultou em uma tendência de revalorização do real, e a taxa de câmbio fechou o ano em R\$ 3,53/US\$ 1,00.

Esse foi o segundo ataque especulativo sofrido pela moeda brasileira após a adoção do regime de câmbio flutuante. O primeiro ocorreu entre março e outubro de 2001. Os motivos invocados foram se sucedendo durante aquele período: a queda das ações de alta tecnologia nos mercados internacionais, a crise na Turquia, a crise na Argentina, o racionamento de energia e os acontecimentos de 11 de setembro. As repercussões de cada um deles sobre a taxa de câmbio foram cumulativas, sem aparente solução de continuidade entre os distintos acontecimentos. A magnitude da desvalorização do real não podia ser atribuída

apenas à especulação. A partir de determinado nível de queda do valor da moeda brasileira, a assimetria de riscos cambiais no País induziu forte demanda por cobertura de riscos. A desvalorização do real passou a alimentar uma percepção de riscos mais elevados da economia brasileira, contribuindo para certa redução dos fluxos de capitais e levando aqueles que se dispunham a investir no País a buscarem proteção cambial quando internalizavam recursos. Nesse contexto, diminuiu a oferta de divisas no mercado de câmbio à vista.

Gráfico 1



FONTE: Bacen. Disponível em: <http://www.banco.central.gov.br>

Mas a volatilidade das taxas de câmbio e de juros acarretou uma elevação de volume nos mercados de derivativos. No mercado organizado, o volume de contratos negociados na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) aumentou 25% entre janeiro e novembro de 2001. Elevou-se consideravelmente, também, o volume de derivativos negociados no mercado de balcão. As instituições financeiras passaram a montar e a oferecer aos seus clientes as mais diversas operações de *hedging* com lastro em suas posições especulativas de divisas à vista ou de títulos públicos com indexação na taxa de câmbio (Farhi, 2001). Expandiu-se, também, a colocação de títulos públicos indexados à variação cambial.

As consequências micro e macroeconômicas dessa acentuada desvalorização cambial foram bastante distintas das resultantes dos ataques especulativos no regime de câmbio administrado. No plano microeconômico, tornou-se difícil apreciar o valor patrimonial das empresas com dívidas em moeda estrangeira. Essa dificuldade se aplicava tanto às empresas que não tinham feito operações de *hedge*, e que poderiam ter ficado com patrimônios líquidos negativos, quanto para as empresas que tinham coberto parte ou a totalidade de seus riscos. Com efeito, a taxa de câmbio em que a proteção de riscos tinha sido feita variou expressivamente de empresa para empresa, não sendo possível determinar, de antemão, o impacto dessa cobertura em seus balanços. As fortes quedas dos preços das ações das empresas negociadas em Bolsas de Valores foram, em parte, acentuadas por essa dificuldade em avaliar o impacto da desvalorização cambial sobre os balanços. Em compensação, da mesma forma que na crise cambial de janeiro de 1999, o setor bancário demonstrou uma lucratividade excepcional, decorrente das elevadas posições em moeda estrangeira e dos ativos ligados à variação cambial.

As repercussões macroeconômicas desse ataque especulativo manifestaram-se por pressões suplementares nos preços, que levaram a taxa de inflação de 2001 a superar o teto da meta fixada pelo Governo e incluída no acordo com o FMI. À medida que a autoridade monetária pautava sua atuação pelas metas inflacionárias, a desvalorização da taxa de câmbio repercutia em elevação da taxa de juro (embora esta fosse bem menor do que no regime de câmbio administrado) e, conseqüentemente, em redução do crescimento econômico. Por um efeito perverso, a alta dos juros passou a provocar desvalorizações suplementares na taxa de câmbio, devido ao efeito combinado de ambas sobre o aumento do estoque da dívida pública interna, que contribuía para a percepção de uma deterioração de fundamentos macroeconômicos.

Entretanto o regime de câmbio flutuante permitiu que, após um certo lapso de tempo, surgissem mecanismos de estabilização econômica que permitiram reduzir os desequilíbrios. A acentuada desvalorização do real resultou em uma melhora das contas externas que a adoção do regime de câmbio flutuante não tinha conseguido alcançar nos anos anteriores (1999 e 2000). O superávit comercial ampliou-se ao longo do ano, os gastos com viagens ao Exterior, bem como a remessa de lucros, reduziram-se, e a entrada de capitais para investimentos diretos foi maior do que a prevista. Esses elementos permitiram uma reversão das expectativas a partir de outubro de 2001.

A combinação de melhoras nas contas externas brasileiras com uma ação mais decidida das autoridades monetárias levou a desinflar a “bolha” especulativa após nova escalada da taxa de câmbio, em decorrência dos atentados de 11 de setembro, com o dólar cotado a R\$ 2,83. Relutante em aumentar ainda mais a

taxa de juros, o Banco Central lançou mão de outros instrumentos de política monetária e de regulamentação, tais como a redução do nível de alavancagem nas posições de câmbio e a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos. Mas, sobretudo, indicou claramente ao mercado que considerava a desvalorização cambial excessiva ao ofertar volumes excepcionalmente elevados de títulos públicos indexados ao câmbio. Ao intervir pesadamente no mercado de câmbio após os atentados de 11 de setembro, o Banco Central do Brasil parece ter se inspirado nos Bancos Centrais dos países desenvolvidos, que adotaram uma posição ativa e coordenada para evitar um agravamento imprevisível das repercussões dos atos terroristas. Não é possível determinar se o resultado seria o mesmo, caso essas intervenções do Banco Central brasileiro tivessem ocorrido antes, isto é, se teriam conseguido evitar que a “bolha” especulativa no mercado de câmbio ganhasse tanto gás.

Apesar da intensificação da crise argentina, que evoluía para uma moratória, a intervenção do Banco Central permitiu que começasse a se impor, entre investidores nacionais e estrangeiros, a constatação de que os fundamentos macroeconômicos brasileiros se distinguiam daqueles do país vizinho. A confirmação de um persistente superávit fiscal primário e de um superávit da balança comercial, bem como a manutenção dos fluxos de investimento direto, auxiliaram a autoridade monetária a reverter as expectativas pessimistas dos participantes no mercado de câmbio.

A partir de outubro, as posições especulativas foram, aos poucos, sendo desfeitas: a demanda por cobertura de riscos arrefeceu,² a taxa de câmbio do real começou a cair, os preços dos ativos, expressos em reais ou representando o Risco-País, subiram, e algumas empresas voltaram a captar recursos no Exterior. A expressão do período era “descolamento da Argentina”, para indicar que a crise do país vizinho já estava, em boa parte, embutida na taxa de câmbio, nos preços dos ativos e na taxa de Risco-Brasil — Emerging Market Bonds Index (EMBI+)³. A evolução desta última foi a mais significativa do propalado descolamento: as taxas de Risco-País da Argentina e do Brasil, que vinham evoluindo no mesmo sentido, passaram a divergir acentuadamente a partir de outubro.

² A decisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de permitir às empresas de capital aberto a diluição contábil, por cinco anos, dos prejuízos resultantes da variação cambial também contribuiu para a redução da demanda por *hedge*.

³ Essa taxa, calculada pelo banco norte-americano JP Morgan Chase, representa o diferencial de taxa de juros que um país teria de pagar em relação à taxa que o Governo norte-americano pagaria para captar recursos.

Todavia a trégua foi de curta duração. A moeda brasileira passou a sofrer novo ataque especulativo a partir de abril de 2002. O movimento inicial foi dado pelos analistas dos bancos internacionais, que alteraram bruscamente suas recomendações em relação aos ativos brasileiros. Ele se intensificou após a desajeitada decisão do Banco Central brasileiro em antecipar, sem aviso prévio e às vésperas de um feriado, a prática de “marcação a mercado” dos títulos das carteiras dos fundos de investimento. Essa medida suscitou desconfiança na manutenção das regras, alimentou temores e especulações de reestruturação da dívida pública com possível confisco das contas e provocou saques elevados nos fundos, com os recursos dirigindo-se, em boa parte, para a compra de dólares no mercado à vista.

No fértil terreno criado pela realização das eleições presidenciais, a significativa procura por divisas fez com que a taxa de câmbio se deteriorasse de forma muito mais acentuada do que no ano 2001. Mas essa procura concentrou-se, essencialmente, no mercado à vista. Ao longo de todo esse episódio, as taxas de câmbio futuras dos mercados de derivativos situaram-se abaixo das taxas de câmbio praticadas no mercado à vista. Essa distorção da curva normal dos preços entre ativos à vista e nos mercados futuros era uma clara demonstração de que a demanda por *hedge* era pouco acentuada. Ao contrário, a concentração da demanda no mercado à vista denotava o fato de que muitos agentes necessitavam efetuar pagamentos externos imediatamente.⁴ E aqueles que temiam uma futura ruptura de contratos desejavam, essencialmente, adquirir divisas para retirá-las do País e não ativos indexados à taxa de câmbio, mas com liquidação em reais.

Enfim, as incertezas eleitorais contribuíram para esse processo, uma vez que elevaram a aversão dos investidores estrangeiros ao risco, mas elas não responderam por toda a história. De acordo com as informações disponíveis, o colapso das dívidas e do sistema cambial, monetário e financeiro da Argentina gerou uma incerteza radical — não passível de cálculo — sobre as avaliações futuras dos investimentos, pois as perdas dos bancos estrangeiros que operavam no País foram maiores do que qualquer antecipação possível dos testes de *stress* dos sistemas de avaliação de risco — Value-at-Risk (VAR).⁵ Evidentemente, a

⁴ Esses pagamentos representaram tanto liquidação de empréstimos, que não tinham sido renovados ou que tinham sido emitidos com cláusula de antecipação de pagamento, quanto recompra de títulos anteriormente emitidos para aproveitar o forte deságio no mercado internacional.

⁵ Segundo Vercelli (1991, p. 74, nota 3), a “(...) contraposição entre risco e incerteza é terminologicamente ilógica e deveria ser evitada. Incerteza refere-se a qualquer situação em que não há certeza. Risco usualmente designa o ‘custo’ de uma decisão errada e se aplica

incerteza em relação ao futuro amplificou-se, também, com a crise de confiança nos mercados de capitais (fraudes contábeis, conflitos de interesses, etc.), a concordata de grandes empresas norte-americanas, a falta de dinamismo das economias centrais e as ameaças de uma guerra contra o Iraque (Farhi; Cintra, 2002).

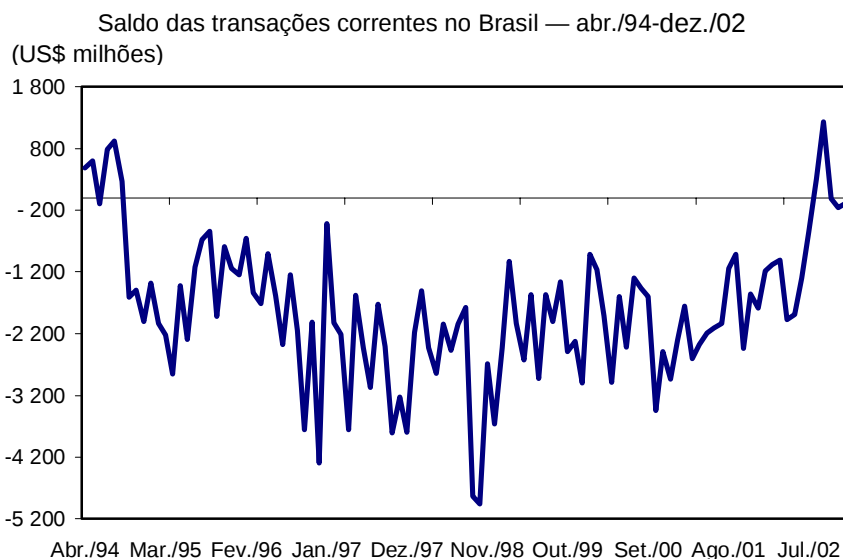
Acresce-se que a ausência de mecanismos de controle e registro, por tipo de empréstimos, pelo Banco Central da República Argentina acabou determinando a inclusão dos créditos à exportação (*trade financing*) na moratória da dívida externa, no início de 2002. Essa decisão do Banco Central argentino quebrou uma convenção do mercado financeiro internacional: os financiamentos ao comércio exterior nunca haviam sido atingidos pelos processos de moratórias e de renegociações de dívidas. Diante disso, as autoridades reguladoras (Bancos Centrais e autoridades como o Office of the Comptroller of the Currency dos Estados Unidos) passaram a solicitar que os bancos incluíssem os créditos ao comércio exterior nos sistemas de avaliação de risco de crédito e nas suas prestações de contas (Coutinho, 2002). Essa decisão ocasionou um aumento no risco dos ativos mantidos no Exterior (*cross border risk*) pelos bancos, que devem consolidar suas operações, inclusive das filiais no Exterior, para efeito de supervisão, levando a uma rápida redução das posições em ativos dos países periféricos. Como, em alguns casos, a venda de ativos no mercado secundário poderia desencadear perdas acentuadas, os bancos optaram, então, por não renovar as linhas de crédito comerciais vencidas.

A redução da oferta de linhas de crédito ao comércio exterior para as empresas brasileiras, além das dificuldades para se rolar a totalidade dos empréstimos vencidos (amortizações), obedeceu a essa lógica, reforçada pelas incertezas políticas internas. As pressões resultantes sobre a taxa de câmbio do real foram potencializadas por especulações em torno dos vencimentos de parcelas dos títulos da dívida pública interna, corrigidos pela variação cambial, em que os agentes financeiros domésticos forçaram a desvalorização para ampliar seus ganhos patrimoniais.

em qualquer tipo de incerteza". Assim, Vercelli considera a hipótese de um variável grau de confiança nas projeções para o futuro dos agentes. Propõe, então, que se estabeleça uma distinção entre, num extremo, a incerteza simples ("risco"), em que "(...) apenas uma única distribuição de probabilidade é epistemologicamente possível e seu grau de confiança é máximo", e, noutro, uma definição de incerteza no sentido heurístico de Keynes (1936), denominada "incerteza-k", em que "(...) nenhuma distribuição de probabilidades é considerada suficientemente confiável" (o caleidoscópio de Schacke, 1967). Entre esses dois extremos, pode haver um contínuo, de acordo com o grau de confiabilidade da distribuição de probabilidades (ou peso do argumento). Essa hipótese permite apreender certos movimentos de preços que ocorrem nos mercados financeiros, pois, a despeito da incerteza que predomina sobre a evolução futura de preços, as transações são efetuadas.

De forma mais acentuada que em 2001, a forte desvalorização cambial de 2002, combinada ao desaquecimento do mercado interno, produziu notável melhora na balança comercial e nas transações correntes do balanço de pagamentos. Em agosto de 2002, o salto em transações correntes foi superavitário em US\$ 304,9 milhões, o primeiro superávit desde setembro de 1994 (Gráfico 2). O resultado acumulado foi um déficit de US\$ 7,7 bilhões em 2002, 66% menor do que em 2001 (US\$ 23,2 bilhões).

Gráfico 2



FONTE: Bacen. Disponível em: <http://www.bancocentral.gov.br>

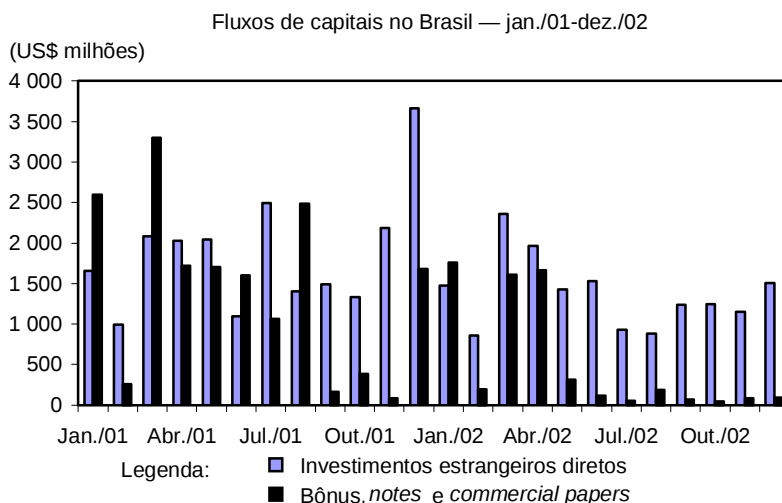
É necessário salientar que essa queda surpreendente teve um forte componente cíclico (Carneiro, 2002). Os ganhos provieram do superávit na balança comercial e da queda no déficit de serviços produtivos (frete, viagens, seguros, alugueis, *royalties*, etc.). Isso refletiu a redução da taxa de crescimento doméstica, a excessiva desvalorização da taxa de câmbio e, conseqüentemente, a contração nas importações (a queda foi de 12,8% em 2002).⁶ As rendas de capitais (juros,

⁶ Todavia deve-se reconhecer que o saldo comercial decorre, também, da melhora nas cotações de algumas *commodities* exportadas pelo País no mercado internacional: complexo

remessa de lucros e dividendos) permaneceram no mesmo patamar de 2001, significando que essas contas se tornaram relativamente incompressíveis (Tabela 1 do Anexo).

Porém, dessa vez, a melhora das transações correntes foi acompanhada por uma deterioração, sem precedentes, das contas de capital e financeira (investimento e fluxos de capital). O saldo acumulado foi negativo em US\$ 4 bilhões, se forem excluídos os recursos obtidos junto ao FMI (US\$ 9,9 bilhões em junho, US\$ 3 bilhões em setembro e US\$ 3 bilhões em dezembro). Essa deterioração refletiu a acentuada redução dos investimentos estrangeiros diretos, o fluxo de capital mais estável nos anos anteriores. O saldo líquido de investimento estrangeiro direto (entrada menos saída) foi positivo em US\$ 24,7 bilhões em 2001. Em 2002, caiu para US\$ 14 bilhões (Tabela 1 do Anexo e Gráfico 3). Refletiu, também, a fuga dos investidores de portfólio (ações e títulos de renda fixa), que retiraram US\$ 5,1 bilhões em 2002. O acesso a créditos comerciais, a empréstimos bancários, à captação de bônus, *notes* e *commercial papers* no mercado internacional também sofreu forte restrição (Gráfico 3).

Gráfico 3

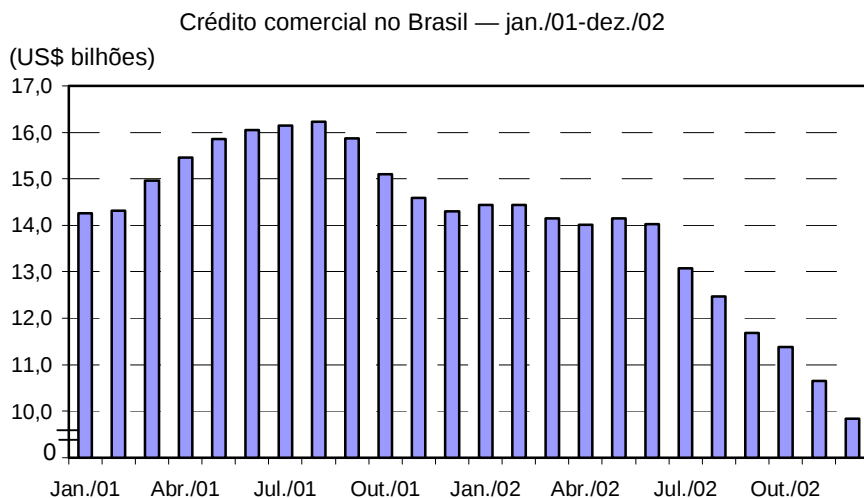


FONTE: Bacen. Disponível em: <http://www.bancocentral.gov.br>

soja, açúcar, suco de laranja, fumo, carnes (bovina, suína e frango) e café (em recuperação). Isso resultou em uma expansão de 3,5%, das exportações no mesmo período.

As linhas de crédito interbancárias (para fins de comércio exterior, exportação e importação), que tinham alcançado US\$ 16,2 bilhões em agosto de 2001, foram cortadas para US\$ 9,8 bilhões em dezembro de 2002 (Gráfico 4). Estimase que pelo menos US\$ 6,5 bilhões em exportações deixaram de ser financiados mediante adiantamentos de contrato de câmbio, dada a redução dessas linhas de crédito interbancárias. Isso obrigou os empresários a tomarem empréstimos no mercado interno e/ou a utilizarem recursos próprios. O Banco Central e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) passaram a ofertar linhas de financiamento às exportações (aproximadamente US\$ 2 bilhões cada um), a fim de conter o racionamento do mercado de crédito internacional.

Gráfico 4

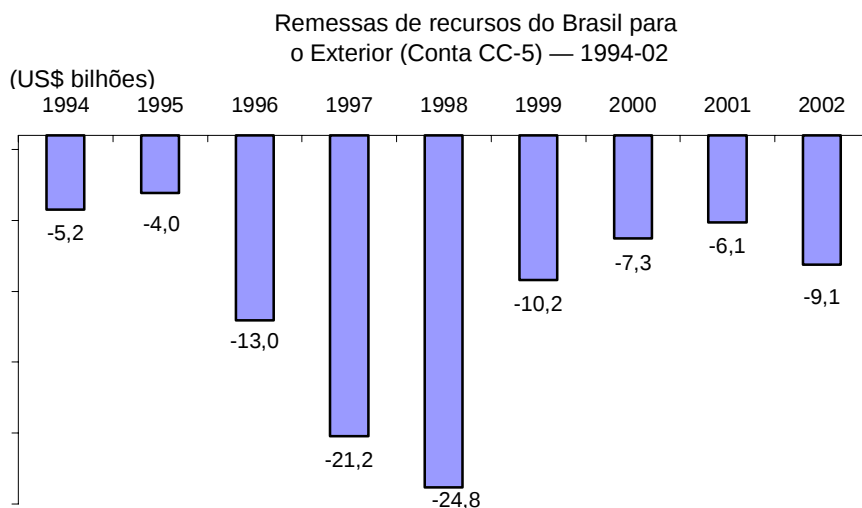


FONTE: Bacen. Disponível em: <http://www.bancocentral.gov.br>

A chamada Conta CC-5, um dos principais mecanismos utilizados pelos investidores brasileiros para remeter recursos para o Exterior, foi regulamentada pela Circular nº 2.677, de 10 de abril de 1996, do Banco Central. O Artigo 12 permite, aos residentes no País, efetuar transferências em moeda nacional (em reais) para o Exterior, a título de Capitais Brasileiros a Curto Prazo — Disponibilidade no Exterior, mediante contas de não-residentes do sistema bancário doméstico. O banco que possui uma conta de não-residente realiza a conversão dos reais para a moeda estrangeira desejada e efetua a transferência para o

Exterior. De acordo com os dados divulgados pelo Banco Central, o auge de fuga de capitais brasileiros ocorreu em 1998 (US\$ 24,8 bilhões), antes da alteração do regime cambial. Nos anos seguintes, com o regime de câmbio flutuante, os fluxos de saída diminuíram substancialmente. Em 2002, saíram US\$ 9,1 bilhões, 50% acima do total do ano anterior (US\$ 6,1 bilhões), mas sem representar uma tendência exagerada de remessa de capitais brasileiros para o Exterior (Gráfico 5). No mês de dezembro, foram registradas saídas de US\$ 375 milhões, um patamar bastante inferior aos prevalecentes entre julho e outubro (US\$ 1,5 bilhão).

Gráfico 5



FONTE: Bacen. Disponível em: <http://www.bancocentral.gov.br>

Esses dados reforçam a hipótese de que o País enfrentou, essencialmente, uma severa restrição externa de liquidez. Os investidores internacionais decidiram reduzir suas posições em ativos brasileiros. Se não entra capital, a taxa de câmbio se desvaloriza, pois as empresas precisam de recursos para pagar seus compromissos e/ou para aplicar suas reservas no Exterior. Em 2002, a taxa média de rolagem da dívida externa privada foi de 43%, sendo 31% para títulos de dívida e 64% para empréstimos bancários. Durante o mês de dezembro, a restrição ao mercado externo foi mais aguda. A taxa média de rolagem foi de apenas 24%, sendo 10% para títulos de dívida e 54% para empréstimos. Em

2001, o setor privado tinha conseguido rolar praticamente a totalidade de sua dívida externa: a taxa média de rolagem tinha sido de 98%.

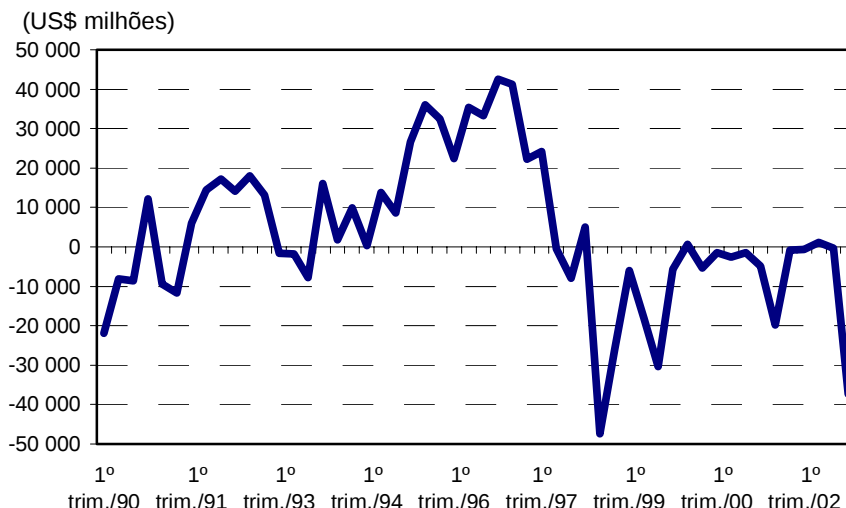
A redução das incertezas decorrentes do processo eleitoral brasileiro, associada com a queda na aversão ao risco dos investidores internacionais (premidos pela necessidade de apresentar resultados positivos na gestão dos portfólios e pelas baixas taxas de juros nos países industrializados), atenuou a forte restrição aos fluxos de capitais internacionais durante o primeiro semestre de 2003. Bancos e empresas brasileiras voltaram a captar recursos no mercado financeiro externo, revalorizando o real, pois o dólar caiu para R\$ 2,83 no final de junho de 2003, a despeito da elevada fragilidade das contas externas. É nesse sentido que devem ser interpretadas as expectativas médias dos analistas de bancos em relação à taxa de câmbio para o final de 2003. De acordo com o Boletim do Banco Central, **Focus** (2002), as projeções de taxas de câmbio passaram para R\$ 3,10/US\$ 1,00. Para alguns, a excessiva valorização cambial produzida pelo fluxo de capitais de curto prazo, com o beneplácito das autoridades monetárias, dificultará a manutenção do ajuste externo, mediante saldos comerciais expressivos, constituindo um importante mecanismo para a redução da dependência de capitais externos. Para outros, esse patamar da taxa de câmbio já possibilitou a redução do salto negativo em transações correntes, e o acesso aos mercados internacionais de capitais permitiria o financiamento do restante, bem como da conta de capital.

2 - O papel dos bancos internacionais no financiamento dos países em desenvolvimento

Uma forte contração dos empréstimos bancários para os países em desenvolvimento vem ocorrendo desde a crise dos países asiáticos, no segundo trimestre de 1997, o que ilustra a natureza pró-cíclica do mercado bancário internacional (Gráfico 6). Na expansão, os bancos, invariavelmente, ampliam seus créditos internacionais. Mas o peso da dívida gradualmente se torna mais evidente, surge a aversão ao risco, e os bancos reduzem os créditos. O fluxo de empréstimos bancários para os países periféricos contraiu-se abruptamente, em US\$ 76,3 bilhões, em 1998 (durante a crise russa e a ameaça de desvalorização da moeda brasileira) e, em US\$ 60,2 bilhões, em 1999 (crise do real e crise da Turquia). Essa atitude, que pode parecer correta do ponto de vista das instituições individuais, exacerba a dinâmica da contração da liquidez para os países.

Gráfico 6

Empréstimos bancários para os países em desenvolvimento — 1º trim./90-4º trim./02



FONTE: BIS. Disponível em: <http://www.bis.org>

De acordo com Jeanneau e Micu (2002, p. 2), a expansão dos empréstimos bancários para os países em desenvolvimento foi mais pronunciada na Ásia, seguida pelos países da Europa Oriental e da América Latina. Grande parte desse aumento esteve relacionada com os empréstimos de curto prazo: crescimento dos créditos comerciais (*trade financing*), facilidades no monitoramento e na gestão das exposições internacionais e mecanismos de arbitragens criados pela combinação de taxas de juros locais elevadas e regimes de taxas de câmbio fixas ou quase fixas.⁷ Outra notável característica presente na expansão dos empréstimos bancários para os países em desenvolvimento foi o aumento

⁷ Aparentemente, o arcabouço institucional — Acordo de Capital de Basiléia (1988) — fomentou os fluxos de empréstimos de curto prazo para os países em desenvolvimento. Segundo as regras do Acordo, empréstimos internacionais de até um ano, para bancos não pertencentes aos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), implicavam um peso de 20% sob a adequação de capital ponderado pelos riscos; enquanto os empréstimos de longo prazo carregavam um peso de 100%. Entretanto um grupo de trabalho do Basel Committee on Banking Supervision (1999) não encontrou evidências conclusivas sobre esse efeito.

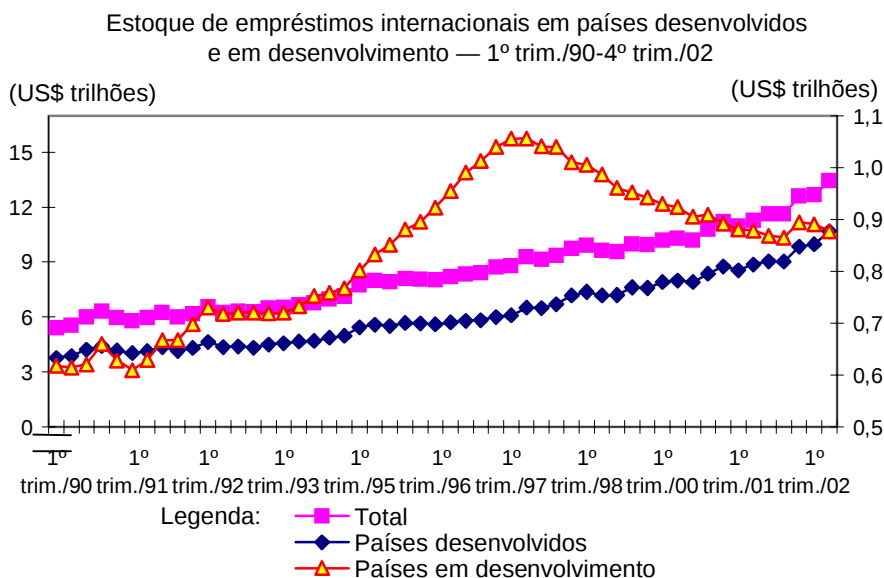
da participação dos bancos europeus, particularmente na Ásia e na América Latina, acompanhando a expansão do investimento estrangeiro direto e o comércio internacional das corporações européias. Essa expansão foi atribuída a uma necessidade de diversificação regional — uma vez que os bancos europeus, tradicionalmente, concentravam suas atividades na África, na Europa Oriental e no Oriente Médio —, bem como à busca de maiores ganhos diante de uma menor taxa de rendimento das atividades bancárias na própria Europa, que apresentou baixas taxas de crescimento durante toda a década.

A expansão dos bancos norte-americanos foi muito mais modesta. Provavelmente, essa atitude mais cautelosa resulta da experiência da crise da dívida dos países em desenvolvimento no início dos anos 80, quando seus balanços foram dramaticamente comprometidos com os empréstimos aos países latino-americanos. Na verdade, os bancos norte-americanos expandiram suas atividades entre 1992 e 1994, mas passaram a reduzi-las após a crise mexicana em dezembro de 1994. Os empréstimos de bancos norte-americanos para os países latino-americanos permaneceram relativamente contraídos desde então, com os bancos fomentando operações em outras áreas, tais como Ásia, África, Europa Central e Oriente Médio (Jeanneau; Micu, 2002, p. 3-4).⁸

Entre o início de 1997 e dezembro de 2002, o estoque de créditos bancários internacionais para os países desenvolvidos saltou de US\$ 5,8 trilhões para US\$ 10,7 trilhões, um aumento de US\$ 4,9 trilhões (ou 84%). Por sua vez, os créditos para países em desenvolvimento caíram continuamente (Gráfico 7). O estoque diminuiu de US\$ 1 trilhão para US\$ 876,8 bilhões no mesmo período. Portanto, houve uma contração de US\$ 135,7 bilhões (ou 13,5%), sobretudo mediante a não-renovação das linhas de crédito. Isso resultou em uma concentração dos empréstimos dos bancos internacionais para os países desenvolvidos, 79,5% do total em dezembro de 2002. O conjunto dos países europeus absorveu 52,7% do total; os EUA, 20%. Os países em desenvolvimento receberam apenas 6,5% das operações totais de crédito internacional dos bancos (tinham recebido 10% em 1999 e 8% em 2001). Fica evidente que os créditos para os países periféricos constituem uma parcela cada vez menor do mercado de empréstimo bancário internacional.

⁸ A exposição dos bancos norte-americanos nos países em desenvolvimento entre 1998 e 2001 pode ser observada na Tabela 2 do Anexo. De modo geral, a tendência foi de redução progressiva dos níveis de exposição, exceto pela compra do Banamex, no México, pelo Citigroup por US\$ 12,5 bilhões em 2001. Em relação aos países asiáticos, a exposição caiu de 15,5% em 1998 para 12% em 2001. Em relação à Argentina, de 9,7% para 6,6%. Em relação ao Brasil, houve um ligeiro aumento, de 11,3% para 13%, no mesmo período (Bassett; Carlson, 2002, p. 276-277).

Gráfico 7



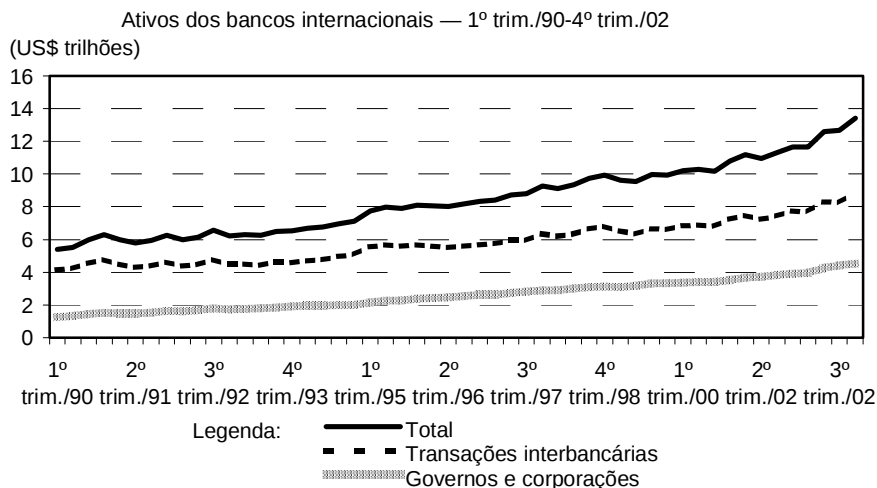
FONTE: BIS. Disponível em: <http://www.bis.org>

Destaca-se, ainda, a elevada concentração dos empréstimos bancários para poucas nações em desenvolvimento. Apenas 12 países — Argentina, Brasil, Chile e México, na América Latina; China, Indonésia, Coreia do Sul e Tailândia, na Ásia; Rússia e Turquia, na Europa Oriental; e Arábia Saudita e África do Sul, no Oriente Médio e na África — absorveram 54,6% do total dos créditos bancários internacionais direcionados aos países em desenvolvimento. Apenas cinco países — Brasil, México, Coreia do Sul, China e Argentina — receberam 34,2% do total dos empréstimos bancários internacionais direcionados aos países periféricos.

As transações interbancárias dominam o mercado de crédito internacional desde os anos 60. Em dezembro de 2002, o estoque de crédito dos bancos internacionais para outros bancos — mercado interbancário — representava 66% dos empréstimos internacionais; os outros setores (corporações e setor público) absorviam 34% (Gráfico 8). No período recente, a expansão do sistema bancário global aprofundou as interconexões entre os principais agentes. Houve redução no número de grandes bancos internacionais (concentração bancária) e expansão da participação do mercado (*market share*). Esses grandes agentes possuem compromissos enormes entre si e conexões com todos os outros bancos do

sistema internacional. Essa situação amplifica a possibilidade de problemas em uma grande instituição se transformar, por efeito dominó, em um risco sistêmico. Se uma ruptura ocorrer, os principais bancos centrais provavelmente encontrarão sua capacidade de administrar a crise seriamente constrangida pela amplitude e pela complexidade da interdependência do mercado interbancário (US\$ 8,8 trilhões no quarto trimestre de 2002).

Gráfico 8



FONTE: BIS. Disponível em: <http://www.bis.org>

A desaceleração da economia mundial implicou uma forte redução no fluxo de crédito dos bancos internacionais. O volume de empréstimos caiu de US\$ 1,2 trilhão em 2000 para US\$ 859,4 bilhões em 2001, uma redução de US\$ 362,1 bilhões ou 29,6%. Todas as grandes regiões foram afetadas, sendo que o Japão teve contração de US\$ 23,3 bilhões; e os países em desenvolvimento, de US\$ 26,9 bilhões (Tabela 2). Em 2002, o movimento contracionista persistiu, mas em menor proporção. O volume total de empréstimos bancários caiu para US\$ 794,3 bilhões, uma queda de 7,5% em relação ao ano anterior. Os agentes econômicos europeus e os norte-americanos foram os maiores tomadores. Os japoneses voltaram ao mercado internacional de crédito após quatro anos consecutivos de redução de seus empréstimos. Os países em desenvolvimento enfrentaram a quinta redução anual das exposições dos bancos internacionais. A contração foi de US\$ 37,2 bilhões, sendo que grande parte ocorreu no quarto

trimestre de 2002. Essa foi a maior contração desde o terceiro trimestre de 1998 (US\$ 47,4 bilhões). Durante o segundo trimestre de 2002, as economias em desenvolvimento receberam US\$ 1 bilhão; foi o primeiro saldo positivo relevante em 17 trimestres (com exceção do saldo de US\$ 723 milhões no primeiro trimestre de 2000).

Na verdade, entre 1998 e 2001, acumulou-se um fluxo líquido negativo (saídas líquidas de recursos dos países) de US\$ 343,9 bilhões (Tabela 3). Em 2002, houve um fluxo líquido positivo de US\$ 5,8 bilhões, em decorrência de saques efetuados pelos agentes (bancos, corporações e Bancos Centrais) em seus depósitos no Exterior, e não da expansão dos empréstimos. A restrição de crédito aos países em desenvolvimento obriga os agentes que têm recursos no Exterior a sacarem seus depósitos nos bancos internacionais para honrar seus compromissos em divisas. No agregado, a posição líquida do estoque de empréstimos dos bancos internacionais direcionados aos países em desenvolvimento menos os depósitos dos agentes econômicos desses países nos mesmos bancos resulta negativa em US\$ 197,6 bilhões (Tabela 3). Isso significa que os países em desenvolvimento se tornaram emprestadores líquidos de capital para o sistema bancário internacional.

Em grande parte, esses fluxos de saída começaram com a fuga abrupta dos bancos das economias em desenvolvimento em 1997 e 1998, concentrada, inicialmente, nos países asiáticos e desencadeando grande volatilidade nos preços dos ativos e desvalorização das moedas. Após a fuga dos credores, as empresas e os governos dos países em desenvolvimento procuraram repagar as dívidas acumuladas e aumentar os depósitos externos (reservas dos Bancos Centrais e de outros agentes privados), a fim de amortecer os efeitos deletérios da desvalorização das moedas e garantir capacidade de importação de insumos, máquinas, etc. Em suma, o superávit em transações correntes e a desalavancagem das corporações tornou os empréstimos bancários menos necessários.

Os países latino-americanos ainda eram devedores líquidos de US\$ 39,5 bilhões em dezembro de 2002. Em decorrência dessa posição devedora, eles enfrentaram contração no fluxo de crédito bancário em todos os trimestres de 2002. O fluxo líquido somente foi positivo no primeiro trimestre, em função de uma recomposição do portfólio do Banco Central do México (Tabela 3). O Brasil representava a maior exposição dos bancos internacionais nos países em desenvolvimento: o estoque de empréstimos atingia US\$ 87,5 bilhões, e os depósitos de brasileiros, US\$ 40,5 bilhões, resultando em um saldo líquido devedor de US\$ 47 bilhões. Para evitar a insolvência do País, o FMI decidiu aprovar outro pacote de ajuda (US\$ 30 bilhões em setembro de 2002), uma vez que os bancos passaram a reduzir suas posições em ativos brasileiros a partir do segundo trimestre (Tabela 3).

Tabela 2

Ativos externos dos bancos internacionais — 1997-02

DISCRIMINAÇÃO	VARIAÇÃO ESTIMADA E AJUSTADA PELA TAXA DE CÂMBIO (US\$ bilhões)					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Países desenvolvidos	1 032,9	571,5	498,2	1 126,4	804,4	794,0
Europa	598,8	628,9	575,5	804,4	563,0	446,5
Japão	38,6	-106,9	-251,5	-12,0	-23,3	32,5
EUA	366,2	37,0	169,9	309,0	236,6	260,7
Centros offshore	186,7	-171,4	-102,0	52,2	58,9	19,6
Países em desenvolvimento	87,2	-76,3	-60,2	-8,6	-26,9	-37,2
Total (1)	1 307,2	284,5	322,6	1 221,5	859,4	794,3

DISCRIMINAÇÃO	VARIAÇÃO ESTIMADA E AJUSTADA PELA TAXA DE CÂMBIO (US\$ bilhões)			ESTOQUE TOTAL (dez./02)	
	2º Trim./02	3º Trim./02	4º Trim./02	Valor (US\$ bilhões)	%
Países desenvolvidos	197,9	39,5	210,2	10 674,6	79,5
Europa	196,5	161,6	391,2	7 074,6	52,7
Japão	22,2	0,5	62,5	585,7	4,3
EUA	143,4	-1,4	111,8	2 669,9	19,8
Centros offshore	26,7	-19,0	19,9	1 567,9	11,7
Países em desenvolvimento	1,0	-0,3	-37,4	876,8	6,5
Total (1)	225,8	139,9	371,2	13 425,6	100,0

FONTE: QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Feb. 2000.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Aug. 2000.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Sept. 2002.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, June 2003.

(1) Inclui créditos para organizações internacionais.

Tabela 3

Ativo e passivo dos bancos internacionais com os países
em desenvolvimento — 1998-02

(US\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	FLUXO				
	1998	1999	2000	2001	2002
Países em desenvolvimento					
Ativo (1)	-76,3	-60,2	-8,7	-27,0	-37,3
Passivo (2)	-16,8	32,1	136,1	20,3	-43,1
Fluxo líquido (3)	-59,5	-92,3	-144,8	-47,3	5,8
Ásia					
Ativo (1)	-94,6	-55,1	-28,5	-6,9	-16,3
Passivo (2)	3,7	8,3	63,4	4,2	-22,0
Fluxo líquido (3)	-98,3	-63,3	-91,9	-11,1	5,7
América Latina					
Ativo (1)	-7,9	-12,9	13,9	-3,5	-26,9
Passivo (2)	-15,1	13,7	9,4	-1,9	-26,9
Fluxo líquido (3)	7,2	-26,6	4,6	-1,6	0,0
Argentina					
Ativo (1)	0,6	1,4	1,2	-5,8	-11,8
Passivo (2)	1,2	0,1	3,1	-16,7	0,0
Fluxo líquido (3)	-0,6	1,3	-1,9	10,8	-11,7
Brasil					
Ativo (1)	-10,2	-6,9	9,5	0,9	-11,3
Passivo (2)	-8,4	2,2	-4,6	0,4	-8,0
Fluxo líquido (3)	-1,7	-9,1	14,1	0,5	-3,3
Chile					
Ativo (1)	-0,4	-1,7	0,3	0,2	0,5
Passivo (2)	0,5	2,7	-1,5	-1,0	-1,1
Fluxo líquido (3)	-0,9	-4,4	1,8	1,2	1,6
México					
Ativo (1)	0,4	-3,8	-1,0	2,0	3,1
Passivo (2)	0,3	4,0	6,9	8,8	-11,4
Fluxo líquido (3)	0,1	-7,8	-7,9	-6,8	14,4

(continua)

Tabela 3

Ativo e passivo dos bancos internacionais com os países
em desenvolvimento — 1998-02

DISCRIMINAÇÃO	FLUXO				ESTOQUE 2002 (dez./02)
	1º	2º	3º	4º	
	Trim./02	Trim./02	Trim./02	Trim./02	
Países em desenvolvimento					
Ativo (1)	-0,7	1,1	-0,3	-37,4	876,8
Passivo (2)	-7,3	-6,5	-18,4	-10,8	1 074,4
Fluxo líquido (3)	6,7	7,6	18,1	-26,6	-197,6
Ásia					
Ativo (1)	-2,3	1,2	13,7	-28,9	263,8
Passivo (2)	8,5	-3,6	-12,5	-14,3	339,1
Fluxo líquido (3)	-10,7	4,8	26,2	-14,5	-75,2
América Latina					
Ativo (1)	-2,3	-4,7	-11,4	-8,5	272,0
Passivo (2)	-16,1	-1,6	-8,5	-0,6	232,5
Fluxo líquido (3)	13,8	-3,1	-2,9	-7,8	39,5
Argentina					
Ativo (1)	-4,3	-0,8	-4,5	-2,3	31,2
Passivo (2)	-1,0	0,5	0,3	0,2	24,9
Fluxo líquido (3)	-3,3	-1,2	-4,7	-2,5	6,3
Brasil					
Ativo (1)	1,0	-2,4	-3,5	-6,4	87,5
Passivo (2)	1,4	-3,8	-1,4	-4,2	40,5
Fluxo líquido (3)	-0,4	1,4	-2,1	-2,2	47,0
Chile					
Ativo (1)	-0,3	-0,5	-0,1	1,3	19,9
Passivo (2)	0,2	-0,8	-0,8	0,3	14,1
Fluxo líquido (3)	-0,5	0,3	0,7	1,0	4,1
México					
Ativo (1)	3,3	1,7	-1,9	-0,1	64,3
Passivo (2)	(4) -14,1	1,3	-0,3	1,7	52,1
Fluxo líquido (3)	17,4	0,4	-1,6	-1,8	12,2

FONTE: QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Mar. 2001.

QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Mar. 2002.

QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Dec. 2002.

QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, June 2003.

(1) O ativo dos bancos internacionais é composto, fundamentalmente, por empréstimos. Um aumento no ativo representa uma entrada de capital no país emergente. (2) O passivo dos bancos internacionais é composto, principalmente, por depósitos. Um aumento no passivo representa uma saída de capital do país emergente. (3) Ativo menos o passivo. (4) O Banco Central do México promoveu uma realocação em seu portfólio. Sacou US\$ 10 bilhões em depósitos bancários e aplicou em *securities* estrangeiras, incluindo títulos do Tesouro norte-americano e bônus de agências federais.

A inadequação dos bancos internacionais como fonte de financiamento do desenvolvimento revela-se também nos programas de privatização bancária da periferia.⁹ Em vez de fortalecer os seus sistemas nacionais de crédito (públicos e privados), os governos entregaram-se à utopia da maior eficiência dos estrangeiros ou à quimera de que contariam com liquidez garantida, em moeda forte, no caso de uma crise no balanço de pagamentos. Os asiáticos, em 1997 e 1998, os brasileiros e os argentinos, em 2001 e 2002, verificaram que os bancos estrangeiros não aumentaram a eficiência dos sistemas, pois rapidamente se adaptaram às práticas predominantes nos mercados domésticos, e nem ampliaram as fontes de financiamento de longo prazo.

A ilusão de financiamento emergencial durante as crises cambiais pelos bancos internacionais, para defender seus investimentos, foi rapidamente desfeita. Na Argentina, alguns bancos decidiram garantir apenas o capital investido; os passivos — depósitos — superiores ao capital foram entregues à própria sorte; outros simplesmente abandonaram o País.¹⁰ No Brasil, diversos bancos reduziram acentuadamente suas posições em ativos brasileiros (títulos públicos e privados e créditos comerciais);¹¹ e outros também decidiram sair do País — por exemplo, o BBA-Creditanstalt S/A, que vendeu seus ativos para o Itaú; o Bilbao-Vizcaya Argentaria, para o Bradesco (Quadro 1 do Anexo). Ademais, os bancos estrangeiros mostraram-se uma fonte suplementar de pressão nas crises cambiais, ao procurarem proteger seus patrimônios das desvalorizações e constituir importantes posições especulativas nos mercados à vista e de derivativos.¹²

⁹ Os bancos estrangeiros, que detinham 10% dos ativos totais do sistema bancário latino-americano em 1994, passaram a controlar 50% em 2001. Para maiores informações, ver Cintra e Castro (2001) e Calderón e Casilda (2000).

¹⁰ O Bank of Nova Scotia (canadense), o Crédit Agricole AS (francês) e o IntesaBCI SpA (italiano) anunciaram planos de se retirar da Argentina depois da moratória, em janeiro de 2002. As discussões dos impactos da entrada dos bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico fogem ao escopo deste trabalho. Para diferentes avaliações, ver Freitas (1999); Boechat Filho, Melo e Carvalho (2001); Vidoto (2002); Carvalho, Studart e Alves Júnior (2002).

¹¹ A exposição total do Citigroup ao Brasil era de US\$ 10,7 bilhões no final de 2001 e caiu para US\$ 8,1 bilhões em setembro, uma redução de 24% (Bloomberg News, 2002).

¹² O Banco Central do Brasil realizou um levantamento dos ativos e dos passivos internacionais dos bancos que operam no País em março de 2002 (Malan et al., 2002). Essas posições eram relativamente pequenas, R\$ 88,6 bilhões e R\$ 128 bilhões, representando 9,2% dos ativos totais e 14,9% dos passivos (Tabela 3 do Anexo). Os bancos estrangeiros, como os alemães e os ingleses, mais voltados para operações externas, apresentavam maior exposição. Aqueles que adquiriram grandes instituições nacionais, visando consolidar suas posições no mercado doméstico, tenderam a revelar menor índice de internacionalização.

Verifica-se, ainda, que os bancos internacionais passaram a substituir, de forma progressiva, os empréstimos bancários externos por créditos domésticos. Estes últimos têm aumentado de forma expressiva, como reflexo da intensificação da presença desses bancos internacionais nos países em desenvolvimento, através do estabelecimento de agências bancárias nesses países, e estariam baseados no uso de fontes domésticas de recursos, não de recursos externos. Assim, o envolvimento dos bancos internacionais com os países periféricos vai mudando de natureza e procurando fugir do risco cambial. Ele ocorre, cada vez mais, mediante o empréstimo bancário dentro do próprio país, o que não envolve o aporte de divisas. Em vista dessas transformações, parece pouco provável que os empréstimos bancários internacionais para os países em desenvolvimento retomem os níveis observados antes da crise asiática (McCauley, 2003; Gottschalk; Sodré, 2003).

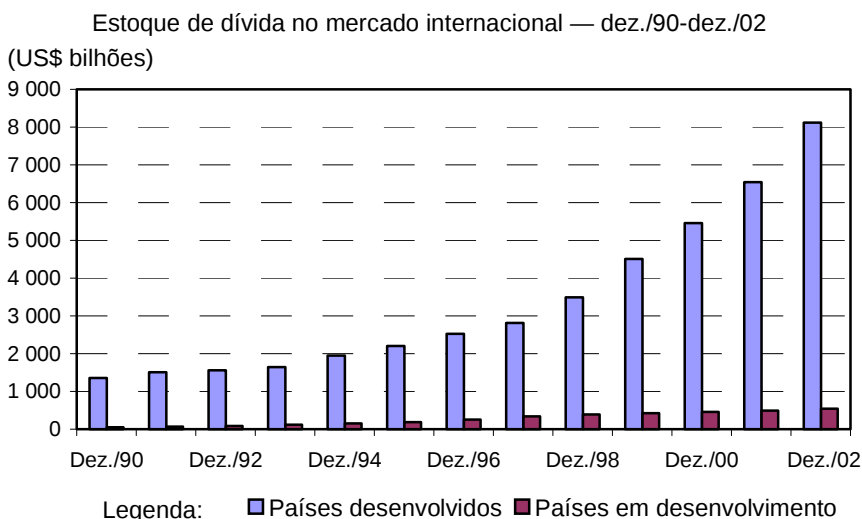
3 - O mercado internacional de dívida para os países em desenvolvimento

Processo semelhante ocorre no mercado internacional de dívida (bônus, *notes*, *commercial papers*, etc.). Entre dezembro de 1997 e dezembro de 2002, o estoque de dívida internacional pulou de US\$ 3,5 trilhões para US\$ 9,2 trilhões, um crescimento de 163% (Gráfico 9). O estoque de títulos esteve concentrado, fundamentalmente, nos países desenvolvidos, que emitiram 88% do total. O estoque de títulos de dívida captados pelos países em desenvolvimento saltou de US\$ 340,3 bilhões para US\$ 543,8 bilhões, uma expansão de 56,8%. Os títulos emitidos pelos países em desenvolvimento somaram apenas 5,9% do total (Tabela 4).

Como indicado para o mercado bancário internacional, as instituições financeiras representaram os agentes emissores dominantes no mercado internacional de dívidas, em torno de 61,9% dos estoques; as corporações, 11,4%; o setor público, 21,9% (Tabela 4). Nos fluxos, a desaceleração da economia mundial desencadeou uma redução nas emissões líquidas de US\$ 1,3 trilhão em 2001 para US\$ 1 trilhão em 2002, uma queda de 25%. O Japão apresentou fluxo negativo pelo terceiro ano consecutivo, sua participação no estoque caiu para apenas 2,8%. Os países em desenvolvimento emitiram US\$ 36,5 bilhões em 2002, representando uma queda de 14% em relação ao ano anterior. Porém o fluxo trimestral de dívida parece muito mais volátil, pois está sujeito a rápidas reavaliações dos investidores (Gráfico 10). Há indicações de que os fluxos de recursos estrangeiros direcionados para os países em desenvolvimento passaram por três fases bem características durante os anos 90. Na primeira fase,

generalizou-se a formação de fundos especializados em ativos de diferentes países em desenvolvimento (*country funds*), com grandes volumes sendo direcionados para inúmeros mercados. Na segunda fase, adotou-se a estratégia de fundos especializados em regiões (*regional funds*), tais como América Latina, Ásia e Pacífico, Europa Oriental, etc. Na terceira fase, consolidou-se a constituição de fundos globais (*global funds*). Os portfólios dos fundos globais aceitam tão-somente ações e títulos de dívidas de empresas com porte e atuação global, seja de países desenvolvidos, seja de países em desenvolvimento. Nesta última estratégia, os recursos direcionados às empresas dos países em desenvolvimento tornaram-se marginais (em torno de 10% da carteira).

Gráfico 9



FONTE: BIS. Disponível em: <http://www.bis.org>

Parece evidente, portanto, que, ao longo da década, em cada uma dessas fases, ocorreram um aumento da aversão ao risco dos investidores e uma queda no volume de recursos direcionados aos países em desenvolvimento. Os países asiáticos, após praticamente desaparecerem do mercado de dívida, voltaram a emitir US\$ 21,3 bilhões em 2002. Os países latino-americanos, por sua vez, sofreram forte restrição de crédito, o fluxo caiu de US\$ 34,2 bilhões em 2001 para apenas US\$ 1,9 bilhão em 2002.

Tabela 4

Mercado internacional de dívida — 1998-02

DISCRIMINAÇÃO	EMISSÕES LÍQUIDAS (US\$ bilhões)				
	1998	1999	2000	2001	2002
Países desenvolvidos	573,7	1 164,0	1 156,7	1 260,6	950,4
Alemanha	97,4	223,2	251,6	217,0	203,5
Japão	-17,4	2,7	-25,8	-10,1	-21,4
EUA	280,0	483,2	464,5	597,0	337,2
Centros offshore	10,7	11,2	15,7	28,2	8,3
Países em desenvolvi-					
to	41,4	40,9	42,1	42,6	36,5
Ásia	0,4	-3,2	0,6	-1,7	21,3
América Latina	22,1	32,2	30,4	34,2	1,9
Argentina	11,3	11,2	11,2	16,4	-5,4
Brasil	2,8	5,7	12,1	8,1	4,1
Chile	0,7	1,8	0,3	1,6	2,1
México	2,0	10,0	5,0	0,3	-1,5
Instituições internacionais	55,7	25,1	22,9	16,3	20,9
TOTAL	681,4	1 241,2	1 237,3	1 347,6	1 016,0
Por tipo de emissor					
Instituições financeiras	370,1	867,4	796,4	956,6	717,4
Corporações	133,2	152,7	172,5	171,2	56,2
Setor público (1)	122,4	196,0	245,5	203,6	221,2

(continua)

Tabela 4

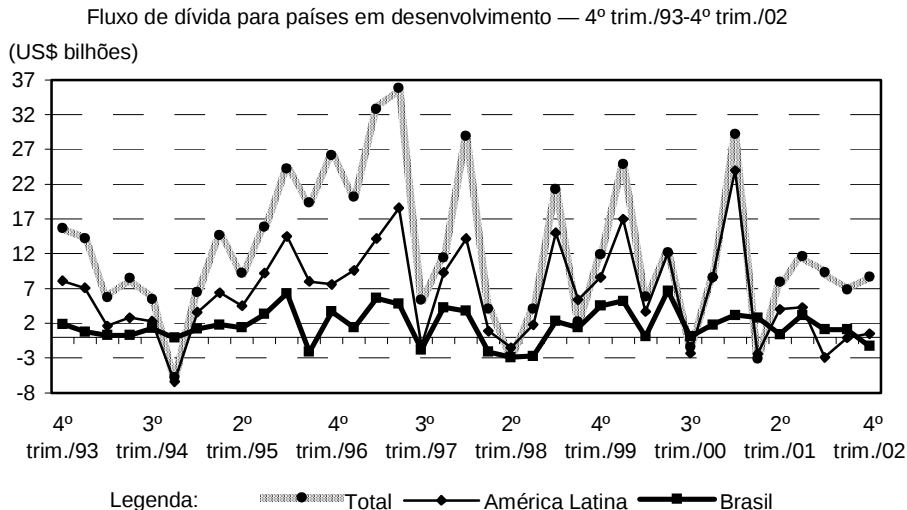
Mercado internacional de dívida — 1998-02

DISCRIMINAÇÃO	EMISSIONES LÍQUIDAS (US\$ bilhões)			ESTOQUE TOTAL (dez./02)	
	2º Trim./02	3º Trim./02	4º Trim./02	Valor (US\$ bilhões)	%
Países desenvolvidos	325,9	166,7	173,3	8 113,2	88,1
Alemanha	70,0	54,3	24,9	1 460,7	15,9
Japão	3,2	-4,2	-10,2	257,1	2,8
EUA	115,7	35,7	48,5	2 742,1	29,8
Centros offshore	0,3	-1,1	4,7	110,9	1,2
Países em desenvolvi-					
to	9,3	6,8	8,7	543,8	5,9
Ásia	7,7	5,3	4,2	156,1	1,7
América Latina	-2,9	-0,1	0,5	265,4	2,9
Argentina	-0,6	-1,5	-1,5	83,7	0,9
Brasil	1,1	1,1	-1,3	70,3	0,8
Chile	0,9	0,4	0,8	8,8	0,1
México	-4,1	-0,6	1,9	65,5	0,7
Instituições internacionais	6,8	9,1	-3,0	437,0	4,7
TOTAL	342,3	181,6	183,7	9 204,9	100,0
Por tipo de emissor					
Instituições financeiras	242,3	118,1	141,3	5 705,8	61,9
Corporações	40,7	-1,5	-2,2	1 053,3	11,4
Setor público (1)	52,6	55,9	47,7	2 021,2	21,9

FONTE: QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Feb. 2000.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Mar. 2001.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Sept. 2002.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, Dec. 2002.
 QUARTERLY REVIEW, Basle: BIS, June 2003.

(1) Exclui organizações internacionais; inclui Governo, instituições financeiras públicas e empresas estatais.

Gráfico 10



FONTE: BIS. Disponível em: <http://www.bis.org>

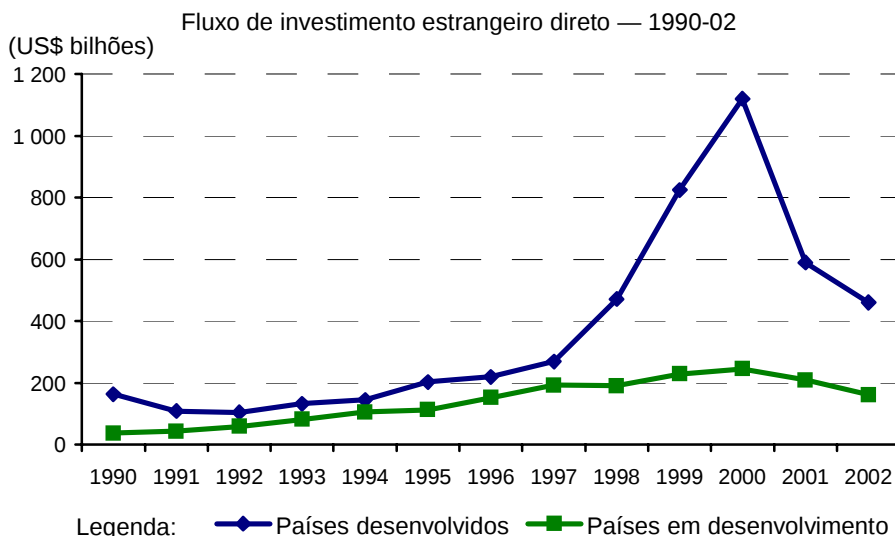
Nos anos 70 e 80, os mercados internacionais privados — bancário e de dívida — mostraram que, se deixados funcionando unicamente sob suas próprias leis, não podem fornecer uma previsível e persistente fonte de recursos para o financiamento do desenvolvimento. O funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional é pautado por movimentos erráticos, decorrentes das expectativas dos investidores e de arbitragem, e, portanto, guiado pelo lucro financeiro de curtíssimo prazo, sujeito a surtos de euforia e pessimismo. Haveria a necessidade de um sistema monetário e financeiro internacional administrado com vistas à reprodução de longo prazo de um regime de acumulação produtivo.

4 - O investimento estrangeiro direto para os países periféricos

O estoque global de investimento estrangeiro direto cresceu continuamente durante a década de 90: pulou de US\$ 1,9 trilhão em 1990 para US\$ 7,1 trilhões em 2002. Nos países em desenvolvimento, os estoques de investimento estrangeiro direto saltaram de US\$ 485 bilhões para US\$ 2,3 trilhões no mesmo período. Isso representou um aumento na participação das economias em

desenvolvimento, de 26% para 32% do estoque mundial. Nos fluxos, o auge ocorreu durante o ano 2000, quando atingiram US\$ 1,4 trilhão, sendo US\$ 1,1 trilhão direcionado aos países desenvolvidos e US\$ 246 bilhões, aos países em desenvolvimento (Gráfico 11).

Gráfico 11



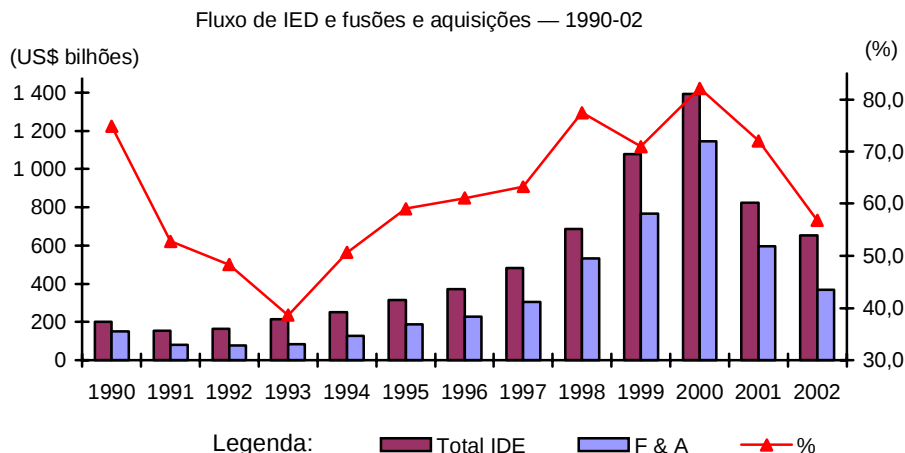
FONTE: WORLD DEVELOPMENT REPORT 2002 e 2003: Anex Tab. B. 1.
Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2002/2003.

Todavia grande parte do investimento estrangeiro direto realizado ocorreu mediante operações de fusões e aquisições de empresas, que representam trocas patrimoniais sem gerar ampliação da capacidade produtiva. As operações de fusões e aquisições corresponderam a 77,5% do fluxo total de investimento estrangeiro direto efetuado em 1998; 71% em 1999; 82,1% em 2000; 72,1% em 2001; e 56,8% em 2002 (Gráfico 12). A participação dessas operações nas economias em desenvolvimento foi relativamente menor, em torno de 30% a 40%.

As incertezas em torno das perspectivas de crescimento das três principais áreas econômicas e a série de fraudes contábeis que abalou a confiança dos investidores nos mercados de capitais solaparam a confiança empresarial, com

forte impacto nas operações de fusões e aquisições e nos planos de investimento das corporações transnacionais. De acordo com o relatório **World Investment Report** (2003), o fluxo mundial de investimento estrangeiro direto caiu de US\$ 823,8 bilhões em 2001 para US\$ 651,2 bilhões em 2002 (Tabela 5 e Gráfico 11). Isso significou um declínio de 40,9% em 2001 e de 21% em 2002, em relação ao ano anterior. Por sua vez, as fusões e aquisições transfronteiras caíram de US\$ 593,9 bilhões em 2001 para US\$ 369,8 bilhões em 2002, uma redução de 48,1% em 2001 e de 37,7% em 2002 no valor das operações entre empresas de diferentes países (Gráfico 12).

Gráfico 12



FONTE: WORLD DEVELOPMENT REPORT 2002 e 2003: Tab. B. 1, Tab. B. 7.
Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2002/
/2003.

Os países em desenvolvimento absorveram US\$ 162 bilhões de investimento estrangeiro direto em 2002, representando 25% do total (Gráfico 11 e Tabela 5). O fluxo de investimento estrangeiro direto para os países da América Latina e Caribe diminuiu de US\$ 83,7 bilhões em 2001 para US\$ 56 bilhões em 2002, correspondendo a uma queda de 33%. Para o Brasil, entre 2000 e 2002, houve uma redução de aproximadamente 50,6%, uma vez que foi praticamente interrompido o processo de privatização. Todavia, entre 1996 e 2002, o Brasil tem sido, em média, o receptor de metade dos investimentos estrangeiros na

América do Sul. Registra-se, ainda, uma queda substantiva nos investimentos estrangeiros direcionados à Argentina, de US\$ 24 bilhões em 1999 para US\$ 1 bilhão em 2002. A redução do investimento estrangeiro direto torna mais incerto o financiamento do balanço de pagamento dos países em desenvolvimento e implica menores fontes de recursos para o investimento produtivo.

Em suma, a retração nos fluxos internacionais de empréstimos bancários, de dívida e de investimento estrangeiro direto para os países periféricos parece evidenciar que o processo de globalização financeira não se encontra simplesmente em uma fase de contração do ciclo. Pelo contrário, parece explicitar a emergência de uma nova forma de inserção dos países em desenvolvimento, que reduza enormemente a possibilidade de que os déficits em conta corrente sejam financiados pelos investidores internacionais.

Na Tabela 6, demonstra-se que, a partir de 1999, o conjunto dos países em desenvolvimento, liderados pelos países asiáticos e produtores de petróleo, passou a apresentar superávits em conta corrente. Desde então, apenas os países latino-americanos e os em transição (Europa Central e Oriental) ainda tiveram déficits em conta corrente, cujo financiamento se torna cada vez mais difícil. Isso significa que os países deficitários devem realizar o ajuste externo o mais rápido possível, a fim de reduzir a dependência dos fluxos internacionais de capitais, altamente voláteis, e, conseqüentemente, diminuir a instabilidade de suas contas externas, o que impõe novos desafios para as políticas macroeconômicas desses países.

A experiência dos países asiáticos parece indicar que a obtenção de saldos comerciais expressivos e a acumulação de reservas têm propiciado o avanço tecnológico das economias, bem como permitem a adoção de políticas monetárias mais lassas, que favoreçam a expansão do crédito doméstico, da produção e do emprego. A acumulação de reservas — mediante saldos comerciais elevados e não pela contratação de novas dívidas — atende à demanda por liquidez em moeda forte e assegura a estabilidade da taxa de câmbio (Belluzzo, 2003).

Tabela 5

Estoque e fluxo do investimento estrangeiro direto — 1990-02

DISCRIMINAÇÃO	FLUXO				
	1990-95 (1)	1996	1997	1998	1999
Valor (US\$ bilhões)					
Brasil	2,0	10,8	19,0	28,9	28,6
América do Sul	10,4	32,2	48,2	52,4	70,3
América Latina e Caribe	22,3	52,9	73,3	82,0	108,3
Países em desenvolvimento ...	74,3	152,7	193,2	191,3	229,3
Países desenvolvidos	145,0	219,9	269,7	472,3	824,6
Total	225,3	386,1	481,9	686,0	1 079,0
Participação %					
Brasil	...	...	...	...	...
América do Sul	19,2	33,5	39,4	55,2	40,7
América Latina e Caribe	9,0	20,4	25,6	35,2	26,4
Países em desenvolvimento ...	2,7	7,1	9,9	15,1	12,5
Países desenvolvidos	1,4	4,9	7,0	6,1	3,5
Total	0,9	2,8	3,9	4,2	2,7

DISCRIMINAÇÃO	FLUXO			ESTOQUE
	2000	2001	2002	2002
Valor (US\$ bilhões)				
Brasil	32,8	22,5	16,6	235,9
América do Sul	57,2	39,7	25,8	441,1
América Latina e Caribe	95,4	83,7	56,0	762,2
Países em desenvolvimento ...	246,0	209,4	162,1	2 339,6
Países desenvolvidos	1 120,5	589,4	460,3	4 594,8
Total	1 392,9	823,8	651,2	7 122,5
Participação %				
Brasil	...	...	...	...
América do Sul	57,3	56,7	64,3	53,5
América Latina e Caribe	34,4	26,9	29,6	30,9
Países em desenvolvimento ...	13,3	10,7	10,2	10,1
Países desenvolvidos	2,9	3,8	3,6	5,1
Total	2,4	2,7	2,5	3,3

FONTE: WORLD DEVELOPMENT REPORT 2002 e 2003: Annex Tab. B.1, Tab. B.3. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2002/2003.

(1) Média anual.

Tabela 6

Fluxo líquido de capitais privados e resultado em conta corrente
dos países emergentes — 1994-02

(US\$ bilhões)					
DISCRIMINAÇÃO	1994	1995	1996	1997	1998
Fluxo líquido de capital privado	151,7	206,4	228,3	75,7	53,4
Investimento estrangeiro direto	80,6	95,0	109,5	136,0	148,8
Portfólio	113,0	48,8	94,6	48,5	1,7
Outros (1)	-41,9	64,6	24,2	-108,8	-97,1
Conta corrente (emergente)	-84,6	-93,5	-90,4	-71,8	-51,3
Ásia	-19,0	-42,1	-39,2	8,4	47,9
América Latina	-52,2	-37,4	-39,9	-67,0	-90,5
Oriente Médio e Turquia	-2,3	0,2	10,6	9,0	-21,9
África	-11,1	-16,6	-6,2	-6,4	-18,6
Memorandum					
Exportadores de petróleo	-2,5	2,5	30,4	24,0	-26,6
Países em transição (2)	-3,3	-5,3	-14,8	-17,0	-20,0

DISCRIMINAÇÃO	1999	2000	2001	2002
Fluxo líquido de capital privado	96,0	51,1	38,8	85,9
Investimento estrangeiro direto	156,8	149,0	170,5	139,2
Portfólio	41,4	12,1	-38,5	-36,6
Outros (1)	-102,2	-110,1	-93,2	-16,7
Conta corrente (emergente)	34,0	125,7	84,1	114,3
Ásia	46,7	44,2	34,5	51,2
América Latina	-56,2	-47,7	-53,3	-16,8
Oriente Médio e Turquia	15,0	65,4	50,3	28,5
África	-15,6	5,1	-0,4	-8,0
Memorandum				
Exportadores de petróleo	18,6	106,1	60,5	41,7
Países em transição (2)	-23,1	-21,2	-20,0	-21,1

FONTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK, [Washington]: IMF, Sept. 2002.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK, [Washington]: IMF, Apr. 2003. Tab. 1.3 e Tab. 27 of the Statistical Appendix. Disponível em: <http://www.imf.org>

(1) Inclui empréstimos bancários, emissão de bônus, *commercial papers*, *notes*, etc. (2) Europa Central e Oriental, exclui a Rússia, que apresenta superávit em conta corrente desde 1999.

5 - Reciclagem da liquidez internacional e sistema financeiro doméstico

O comportamento dos mercados de títulos e de empréstimos demonstra que a reciclagem estável e anticíclica da liquidez internacional — em que não

há, em princípio, nenhuma espécie de automatismo — é elemento fundamental para o funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional.¹³ Diante disso, Soros (2002) afirmou:

“(...) o sistema financeiro internacional está falido, no sentido de que ele não provê capital adequado para países que dele mais necessitam e têm direito a esses recursos. Os mercados financeiros mundiais sugam a maior parte das poupanças mundiais para o centro, mas eles não bombeiam o dinheiro de volta para a periferia. Com efeito, desde 1997, tem ocorrido uma reversão no fluxo de capital, passando a fluir dos países na periferia pobre da economia mundial para aqueles no centro rico”.

Os Estados Unidos absorveram US\$ 408 bilhões na conta de capital e financeira, no primeiro semestre de 2002. Ao mesmo tempo, o Brasil — que praticou políticas econômicas responsáveis, superávits orçamentário e comercial — não conseguia refinarçar sua dívida a taxas razoáveis. O Risco-País (EMBI+) divulgado pelo JP Morgan Chase, a partir dos preços dos títulos da dívida externa brasileira negociados nos mercados secundários, ultrapassou em 2.400 pontos a taxa de juros paga pelos títulos do Tesouro americano de mesma maturidade na primeira semana de outubro de 2002. Isso significa que a emissão de um título de dívida pelo Governo brasileiro embutia uma taxa de juros de 24% ao ano em dólar.

Soros (2002) foi ainda mais longe e afirmou:

“(...) a convicção predominante de que a disciplina de mercado corrige tais desequilíbrios é falsa, porque os mercados financeiros são inerentemente instáveis. (...) A instabilidade surge porque os mercados financeiros tentam descontar um futuro que depende de seu próprio comportamento. Hoje, reconhece-se que isso pode resultar no que os economistas denominam ‘equilíbrios múltiplos’, mas nós continuamos a negar a clara implicação de que os mercados financeiros não podem ser deixados funcionando unicamente sob suas próprias leis. Na prática, naturalmente, os mercados internacionais nunca ficaram absolutamente sem controle. Os países ricos, tendo à frente os EUA, estão no comando. A tarefa primordial desses países é proteger seus próprios interesses. Quando esses países entram em um período de dificuldades, suas autoridades intervêm vigorosamente. Os países, que não podem levantar empréstimos em mercados internacionais

¹³ Para uma discussão sobre a reciclagem da liquidez internacional no período entre guerras e logo após a Segunda Guerra Mundial, ver Scandiucci Filho (2000).

em sua própria moeda, não dispõem desse poder. Eles precisam recorrer ao FMI, e o FMI está mais preocupado com a estabilidade financeira internacional do que em possibilitar aos países em desenvolvimento implementar políticas anticíclicas necessárias para evitar recessões. Até recentemente, os programas de socorro do FMI eram estruturados de modo a permitir que os países devedores cumprissem suas obrigações. Os contribuintes em países devedores, como o México, pagavam a conta. Isso pode ter sido injusto, mas pelo menos mantinha o dinheiro fluindo para a periferia. A crise no mercado emergente em 1997-1998 mudou tudo isso. Essa crise foi atribuída não à instabilidade nos mercados financeiros e à assimetria do sistema, mas ao risco moral (*moral hazard*) criado pelas operações de socorro do FMI (e pelos bancos centrais do G-7).^[14] Isso resultou numa guinada de 180 graus: de *bail-outs* ['socorro e ajuda'] para *bail-ins* ['o contrário'], ao fazer com que o setor privado compartilhasse o ônus. O risco moral foi diminuído, mas os riscos de investir em países em desenvolvimento cresceram. Esses riscos estão agora refletidos nos preços de mercados, e são a fonte dos atuais problemas”.

No mesmo sentido, Pettis (2002, p. 10-11) afirmou:

“(...) as condições [financeiras mundiais] mudaram dramaticamente nos últimos anos e é importante reconhecer que a mudança ocorreu de maneira permanente. A década de 90 foi um período de liquidez global historicamente alta em que investidores do mundo todo estavam dispostos a assumir riscos consideráveis para obter altos retornos. Sua disposição de assumir riscos os levou a mercados tão diversos como o novo e não testado setor de tecnologia, a títulos de alto risco (*junk bonds*) americanos e europeus e a países em desenvolvimento. (...) Está claro, agora, que estamos vivendo uma reversão da liquidez global, assim como está claro que a América Latina está entrando em outro período de calotes da dívida soberana e crescimento moroso. (...) O apetite global por risco está baixo e os investidores estão inquietos demais com o país para considerarem novos investimentos, seja qual for a política que seguir, por isso o Brasil continuará enfrentando evasão de investimentos mesmo que faça os maiores esforços para saldar sua dívida”.

¹⁴ De acordo com essa interpretação, a existência de um Banco Central incentivaria a exuberância irracional de banqueiros internacionais em países em desenvolvimento, nas fases ascendentes do ciclo econômico.

Enfim, vai se formando um consenso de que não haveria nada de errado em impor disciplina de mercado a países que praticassem políticas irresponsáveis, mas a proporção risco/recompensa a emprestadores e a investidores pendeu excessivamente contra a periferia.¹⁵ Países que cumprissem os critérios deveriam ter acesso a um emprestador de última instância e estar municiados da capacidade para executar políticas anticíclicas. Nas palavras de Soros (2002):

“(...) o Brasil, por exemplo, está diante de um caso inequívoco de falha de mercado. Embora a taxa de juros real máxima sustentável seja de aproximadamente 10%, a dívida brasileira denominada em dólares rende 24,5%. Um título de dívida em reais, com vencimento em um ano, remunera o investidor em 27%. A essas taxas, o Brasil está caminhando para o colapso. Se nenhum emprestador de última instância assegurar que haja crédito disponível a 10% ou menor, não se pode esperar que o Brasil cumpra suas obrigações — o que provocaria um impacto terrível tanto no Brasil como no sistema financeiro internacional”.

Os mercados financeiros, entregues à própria lógica, são sujeitos a surtos de euforia e pessimismo.

“Isso ocorre a despeito dos esforços dos economistas que insistem em desenhar modelos de mercados eficientes ou construir teoremas sobre a indiferença das estruturas de financiamento. A coisa ainda fica pior quando os surtos de euforia envolvem riscos de ‘descasamento’ de moedas, o que freqüentemente tem levado a crises cambiais, financeiras e bancárias em países imprudentes.” (Belluzzo, 2002).

Todavia o estabelecimento de um emprestador de última instância para os países em desenvolvimento, no contexto de uma nova arquitetura financeira internacional, destinada a atuar de forma anticíclica, parece remoto. Vai sendo reposta, então, a necessidade de uma alternativa para o financiamento do desenvolvimento. Bacha (2002) sugeriu:

“(...) ampliar e aprofundar os mercados financeiros domésticos, tornando assim o processo de investimento menos dependente do

¹⁵ Na contramão desse consenso, Arida (2002) defendeu a plena conversibilidade do real como essencial para consolidar a estabilidade econômica. Por sua vez, Belluzzo (2002a) mostrou, criticamente, que “(...) a diferença de poder financeiro torna indesejável a opção pela conversibilidade plena — transações correntes e conta de capital — nos países que fundamentalmente não podem emitir no mercado internacional títulos denominados em sua própria moeda. E isso não pode ser determinado por medidas administrativas, mas decorre da disposição dos não residentes de usar o real na liquidação de transações comerciais ou de divisas”.

financiamento externo. Como essa é a única alternativa inteiramente em mãos dos executores das políticas domésticas, vale a pena explorá-la um pouco mais. Em primeiro lugar, a necessidade é de financiamento local de longa duração, que não é a mesma coisa que aumentar a taxa doméstica de poupança. Inicialmente, pelo menos, relações mais profundas de crédito e débito não se expressam necessariamente numa taxa de poupança doméstica mais alta, conforme seria sugerido por um esquema macroeconômico clássico, no qual o investimento é restringido pela poupança. Se a economia está em recessão, aumentar a poupança pode apenas aumentar o desemprego e sufocar ainda mais o incentivo para investir. O problema real é como mobilizar e canalizar as poupanças acumuladas e potenciais para empreendimentos de longo prazo. Em segundo lugar, alavancar as finanças locais não significa apenas aprofundar e ampliar os mercados financeiros domésticos. Com o perdão da palavra, a 'exportabilidade' da produção é igualmente importante. O que está em causa é uma redução da vulnerabilidade financeira externa, conforme expressa, por exemplo, pela razão entre a dívida externa e a parcela exportável do PIB. Em princípio, a redução pode ser alcançada, seja pela substituição da dívida externa por dívida interna de longo prazo, seja por um aumento do grau de exportabilidade da economia".¹⁶

Recoloca-se, assim, a velha e eterna questão brasileira e latino-americana: a tradicional incapacidade do sistema financeiro doméstico de prover crédito de longo prazo. A integração aos fluxos financeiros internacionais privados induziu à entrada de capitais de curto prazo, atraídos pela elevada rentabilidade dos ativos financeiros domésticos (privatização e empresas subvalorizadas); ao aumento do endividamento privado no Exterior (bônus, *notes*, *commercial papers*, empréstimos sindicalizados, etc.); e à entrada de bancos estrangeiros. O resulta-

¹⁶ No mesmo sentido, afirma Tenani (2002), estrategista do Citigroup Asset Management, que "(...) as causas da atual crise que assola o Brasil devem ser procuradas fora, e não dentro do país; e elas talvez estejam em uma imperfeição — um desvio do equilíbrio competitivo — que acontece no mercado global quando da determinação das taxas de Risco-País. Essa imperfeição pode prender as taxas de risco em um patamar excessivo, o que, por arbitragem, resulta em taxas de juros reais muito altas". O autor sugere, então, "(...) desvincular as taxas de juros reais da taxa de Risco-País através, por exemplo, de um imposto seletivo sobre a entrada daquele capital que arbitra essas duas taxas. As taxas de juros reais, então desvinculadas dessa imperfeição nas taxas de risco, poderiam cair para patamares condizentes com estabilidade". Essa proposta faz pleno sentido, se forem levados em conta os vínculos entre o sistema financeiro doméstico e o internacional, que se

do foi um ciclo curto de endividamento externo com elevados custos e reduzidos prazos. Ao invés de favorecer uma formulação mais adequada das políticas de financiamento e de assegurar o desenvolvimento de fontes de financiamento de médio e longo prazos, destinadas à acumulação produtiva, desorganizou-se, ainda mais, o sistema de financiamento doméstico (Tavares; Belluzzo, 2002, p. 159-169).

O problema do financiamento da acumulação produtiva e da construção de uma intermediação eficiente e menos vulnerável à especulação financeira interna e externa permanece presente no contexto latino-americano. A recuperação da capacidade de financiamento das economias em desenvolvimento, essencial à retomada do crescimento, não pode ser solucionada, exclusivamente, pelo setor externo por causa da grande volatilidade dos movimentos de capitais de curto prazo.¹⁷ Provavelmente, eles serviriam para esse propósito, se os países em desenvolvimento utilizassem alguns mecanismos de controle de capital para monitorar o volume e a maturidade dos fluxos com as necessidades econômicas domésticas (Carneiro, 2003). Tampouco pode ser executada, de forma independente, pelo setor financeiro privado, devido a sua tendência em operar no curto prazo, em condições de instabilidade e incerteza. Por conseguinte, uma vez mais o equacionamento da estrutura de financiamento das economias em desenvolvimento passa pelo Estado, sem o qual os investimentos de reconversão produtiva ocorreriam apenas nas empresas mais bem situadas no mercado e com maior capacidade de autofinanciamento.

Noutras palavras, o desenvolvimento econômico requer a definição de políticas financeira e creditícia para alavancar as empresas produtivas, de forma articulada com uma política industrial e de desenvolvimento social. Desse ponto de vista, uma política de financiamento, estimulando os setores prioritários (novas tecnologias, exportação, agricultura, pequena e média empresas, etc.), conectada a um planejamento de médio e longo prazos, deve ser reposta pelos países em desenvolvimento, sobretudo pelos países latino-americanos. Nesse sentido, o

aprofundaram na virada do século. Pastore e Pinotti (2002, p. 14), por exemplo, demonstram que há uma estreita correlação positiva entre a taxa de Risco-País (EMBI+) e o prêmio dos juros longos no Brasil, ou seja, o excesso em pontos percentuais dos *swaps* de 360 dias sobre a taxa básica Selic. Vale dizer, "(...) se ocorre uma piora na qualidade da política econômica, elevando o risco percebido pelos investidores, crescem os prêmios de risco exigidos em operações nas quais intervêm predominantemente os brasileiros (os prêmios dos *swaps* sobre a taxa Selic), ou nas quais intervêm os bancos internacionais no mercado financeiro de Nova York".

¹⁷ Para uma discussão dos processos de abertura financeira e comercial dos países do Cone Sul (1974-84), ver Cintra (1999).

Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Banco Mundial poderiam desempenhar um papel catalisador no desenvolvimento de mercados de títulos de dívida em moeda local, para promover novos instrumentos de financiamento e diminuir o risco do endividamento em moeda forte¹⁸. Na Europa Oriental, o Banco Europeu para a Reconstrução e o Desenvolvimento já está emitindo papéis nas moedas locais (na Polônia e na República Tcheca). Além disso, o BID poderia auxiliar a articulação de uma “arquitetura financeira regional de desenvolvimento” dos países da América do Sul, formada com recursos do BNDES, da Corporación Andina de Fomento (CAF) e do Fundo Financeiro de Desenvolvimento da Bacia do Prata (Fonplata), para viabilizar os investimentos de integração da infra-estrutura desses países (Iniciativa para Integração da Infra-estrutura Regional da América do Sul, Brasília, agosto de 2000).

¹⁸ Para uma discussão sobre os mercados asiáticos em moeda doméstica, ver McCauley (2003). O autor mostra que as captações em moeda estrangeira dos países asiáticos pagam juros 3% a 4% acima daqueles recebidos pelos estoques de reservas (aplicados em Bônus dos Tesouros ou das corporações dos países desenvolvidos), dada a assimetria de risco.

Anexo

Tabela 1

Principais contas do balanço de pagamentos do Brasil — 2001 e 2002

(US\$ milhões)

ANOS E MESES	TRANSAÇÕES CORRENTES	BALANÇA COMERCIAL	SERVIÇOS PRODUTIVOS
Jan./01	-2 305,7	-476,3	-677,2
Fev./01	-1 754,1	77,7	-503,4
Mar./01	-2 607,9	-279,9	-671,1
Abr./01	-2 377,4	120,2	-476,5
Mai./01	-2 185,5	210,9	-811,8
Jun./01	-2 110,2	280,4	-907,1
Jul./01	-2 036,2	107,8	-841,9
Ago./01	-1 144,4	628,1	-623,2
Set./01	-912,2	595,7	-505,9
Out./01	-2 441,4	245,9	-560,5
Nov./01	-1 552,6	286,9	-520,2
Dez./01	-1 786,9	853,1	-660,4
Jan.-dez./01 (A)	-23 214,5	2 650,5	-7 759,2
Jan./02	-1 179,9	170,4	-251,3
Fev./02	-1 077,7	261,6	-373,5
Mar./02	-1 009,8	596,5	-486,8
Abr./02	-1 968,1	494,8	-525,1
Mai./02	-1 890,4	395,4	-584,2
Jun./02	-1 298,6	678,7	-457,4
Jul./02	-549,1	1 201,2	-496,2
Ago./02	304,9	1 577,6	-382,1
Set./02	1 237,4	2 499,3	-362,6
Out./02	-17,8	2 205,6	-250,7
Nov./02	-156,4	1 262,3	-286,5
Dez./02	-90,6	1 799,8	-581,8
Jan.-dez./02 (B)	-7 696,1	13 143,2	-5 038,2
Diferença (B - A)	15 518,4	10 492,7	2 721,0

(continua)

Tabela 1

Principais contas do balanço de pagamentos do Brasil — 2001 e 2002

(US\$ milhões)

ANOS E MESES	RENDA DE CAPITAIS	TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS	CONTA CAPITAL E FINANCEIRA
Jan./01	-1 284,7	132,5	4 899,2
Fev./01	-1 436,3	107,9	1 273,0
Mar./01	-1 806,0	149,1	1 666,6
Abr./01	-2 150,4	129,3	2 925,1
Mai./01	-1 724,1	139,5	3 101,3
Jun./01	-1 604,2	120,7	3 719,4
Jul./01	-1 437,1	135,1	300,1
Ago./01	-1 287,5	138,3	1 777,8
Set./01	-1 134,4	132,4	5 464,8
Out./01	-2 276,3	149,5	-175,3
Nov./01	-1 477,3	158,0	1 366,1
Dez./01	-2 124,9	145,3	769,9
Jan.-dez./01 (A)	-19 743,2	1 637,6	27 088,0
Jan./02	-1 226,2	127,3	1 647,6
Fev./02	-1 083,5	117,8	1 095,1
Mar./02	-1 240,5	121,1	2 027,4
Abr./02	-2 185,5	247,7	-2 134,4
Mai./02	-1 847,7	146,2	1 454,1
Jun./02	-1 683,2	163,3	10 184,1
Jul./02	-1 488,2	234,2	-1 735,9
Ago./02	-1 119,2	228,6	-2 582,8
Set./02	-1 135,0	235,7	-99,1
Out./02	-2 273,6	300,9	-2 656,2
Nov./02	-1 360,1	227,9	-754,2
Dez./02	-1 547,8	239,1	1 932,2
Jan.-dez./02 (B)	-18 190,5	2 389,8	8 377,9
Diferença (B - A)	1 552,7	752,2	-18 710,1

(continua)

Tabela 1

Principais contas do balanço de pagamentos do Brasil — 2001 e 2002

	(US\$ milhões)		
ANOS E MESES	INVESTIMENTO DIRETO LÍQUIDO	INVESTIMENTO DE CARTEIRA	DERIVATIVOS
Jan./01	1 568,7	2 365,5	11,0
Fev./01	1 004,9	-19,1	-31,2
Mar./01	2 043,8	137,6	-90,3
Abr./01	2 001,9	733,7	-109,8
Maior01	1 891,9	-152,4	-52,6
Jun./01	3 571,7	-1 297,5	-27,4
Jul./01	2 728,2	220,9	-4,2
Ago./01	1 116,5	1 688,5	-28,4
Set./01	1 223,4	-231,3	-8,2
Out./01	1 346,8	-999,1	-38,0
Nov./01	1 765,5	-1 444,1	-18,0
Dez./01	4 451,7	-925,5	-74,0
Jan.-dez./01 (A)	24 715,0	77,2	-471,1
Jan./02	1 466,6	1 499,2	-53,2
Fev./02	510,4	-748,5	-126,4
Mar./02	2 191,4	1 696,6	-95,6
Abr./02	1 751,5	1 201,4	-44,7
Maior02	1 226,4	-1 111,4	-39,1
Jun./02	1 437,6	-1 632,8	-8,9
Jul./02	277,1	-1 767,8	63,5
Ago./02	615,6	-1 041,0	-20,4
Set./02	891,8	-969,3	9,0
Out./02	1 187,7	-1 550,8	-12,1
Nov./02	1 117,4	-139,8	-6,7
Dez./02	1 410,6	-554,3	-21,7
Jan.-dez./02 (B)	14 084,1	-5 118,5	-356,3
Diferença (B - A)	-10 630,9	-5 195,7	114,8

(continua)

Tabela 1

Principais contas do balanço de pagamentos do Brasil — 2001 e 2002

(US\$ milhões)

ANOS E MESES	OUTROS (1)	ERROS E OMISSÕES	TOTAL
Jan./01	954,0	-38,8	2 576,0
Fev./01	318,4	325,3	-124,9
Mar./01	-424,6	258,5	-659,3
Abr./01	299,3	-359,4	212,1
Mai./01	1 414,5	135,4	1 073,5
Jun./01	1 472,7	217,8	1 849,0
Jul./01	-2 644,8	-224,1	-1 938,1
Ago./01	-998,8	-326,8	333,7
Set./01	4 481,1	-992,0	3 587,9
Out./01	-485,0	76,8	-2 517,0
Nov./01	1 062,6	167,2	-2,2
Dez./01	-2 682,2	229,0	-1 088,5
Jan.-dez./01 (A)	2 767,2	-531,1	3 302,2
Jan./02	-1 264,9	13,1	506,2
Fev./02	1 459,6	-402,5	-358,5
Mar./02	-1 764,9	-52,9	988,7
Abr./02	-5 042,6	55,1	-4 018,4
Mai./02	1 378,2	-23,0	-426,4
Jun./02	10 388,2	-246,0	8 676,8
Jul./02	-308,6	-151,9	-2 392,9
Ago./02	-2 137,0	55,1	-2 183,7
Set./02	-30,6	124,2	1 316,3
Out./02	-2 281,0	-362,3	-2 982,0
Nov./02	-1 725,1	635,4	-238,3
Dez./02	1 097,5	-457,2	1 414,4
Jan.-dez./02 (B)	-231,2	-812,9	302,2
Diferença (B - A)	-2 998,4	-281,8	-3 000,0

FONTE: SÉRIES temporais. Setor externo. [Brasília, D. F.]: BACEN, jul. 2003. Disponível em:
<http://www.bancocentral.gov.br>

(1) Inclui créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos e operações de regularização (FMI).

Tabela 2

Exposição dos bancos norte-americanos em alguns
países em desenvolvimento — 1998-01

DISCRIMINAÇÃO	PAÍSES ASIÁTICOS (1)	EUROPA ORIENTAL		AMÉRICA LATINA
		Total	Rússia	Total
Valor (US\$ bilhões)				
1998	37,87	8,53	1,05	104,96
1999	37,45	7,43	0,95	101,63
2000	37,30	12,33	1,39	107,31
2001	36,32	12,88	1,80	162,39
Porcentagem (2)				
1998	15,49	3,49	0,43	42,93
1999	14,37	2,85	0,37	39,00
2000	13,17	4,35	0,49	37,88
2001	12,09	4,29	0,60	54,06

DISCRIMINAÇÃO	AMÉRICA LATINA			TOTAL
	México	Argentina	Brasil	
Valor (US\$ bilhões)				
1998	24,15	23,62	27,55	151,36
1999	24,77	24,51	27,34	146,51
2000	25,71	23,82	31,59	156,94
2001	78,00	19,87	39,01	211,59
Porcentagem (2)				
1998	9,88	9,66	11,27	61,90
1999	9,50	9,40	10,49	56,22
2000	9,08	8,41	11,15	55,40
2001	(3) 25,97	6,61	12,99	70,44

FONTE: FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL STATISTICAL.
Country exposure survey. Release e.16. Disponível em:
<http://www.ffic.gov/E16.htm>

NOTA: 1. Exposição mediante empréstimos e posições em derivativos em moeda estrangeira e operações em moeda local.

2. Ver também Basset e Carlson (2002, p. 277, tab. 3).

(1) Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Filipinas e Tailândia. (2) Relação entre a exposição ponderada pelo risco e o capital (representado pelas ações) — Tier 1 (Acordo de Basiléia, 1988). (3) O aumento na exposição decorre, fundamentalmente, da aquisição do Banamex, pelo Citigroup, por US\$ 12,5 bilhões em 2001.

Tabela 3

Comparação entre posições locais de ativos e passivos internacionais e posições totais, por propriedade do controle do capital, do sistema bancário brasileiro — mar./02

BANCOS	ATIVOS					
	Internacionais		Não internacionais		Total	
	Valor (R\$ milhões)	%	Valor (R\$ milhões)	%	Valor (R\$ milhões)	%
Bancos nacionais	51 924	7,7	626 209	92,3	678 133	100,0
Privados	35 460	9,9	321 080	90,1	356 540	100,0
Estatais	16 464	5,1	305 129	94,9	321 593	100,0
Bancos estrangeiros	36 642	12,8	250 348	87,2	286 990	100,0
Alemães	3 568	31,6	7 721	68,4	11 289	100,0
Espanhóis	8 142	11,5	62 757	88,5	70 899	100,0
Holandeses	5 161	11,5	39 912	88,5	45 073	100,0
Ingleses	4 451	13,9	27 551	86,1	32 002	100,0
Americanos	8 510	11,5	65 251	88,5	73 761	100,0
Outros	6 810	12,6	47 156	87,4	53 966	100,0
TOTAL	88 566	9,2	876 557	90,8	965 123	100,0

BANCOS	PASSIVOS					
	Internacionais		Não internacionais		Total	
	Valor (R\$ milhões)	%	Valor (R\$ milhões)	%	Valor (R\$ milhões)	%
Bancos nacionais	60 217	9,9	545 868	90,1	606 085	100,0
Privados	41 720	13,8	261 502	86,2	303 222	100,0
Estatais	18 497	6,1	284 366	93,9	302 863	100,0
Bancos estrangeiros	67 795	26,8	184 923	73,2	252 718	100,0
Alemães	4 732	45,1	5 764	54,9	10 496	100,0
Espanhóis	11 915	20,2	47 022	79,8	58 937	100,0
Holandeses	11 285	29,4	27 094	70,6	38 379	100,0
Ingleses	11 894	39,6	18 135	60,4	30 029	100,0
Americanos	15 993	23,7	51 455	76,3	67 448	100,0
Outros	11 976	25,3	35 453	74,7	47 429	100,0
TOTAL	128 012	14,9	730 791	85,1	858 803	100,0

FONTE: BACEN apud MALAN et al. **Ativos e passivos internacionais do sistema bancário brasileiro**: resultado das estatísticas bancárias internacionais. Brasília, D. F.: BACEN, 2002. p. 4 (Nota técnica, n. 27).

NOTA: Para uma comparação dessas posições em dólar, ver BIS (2002a).

Quadro 1

Reação dos grandes bancos varejistas brasileiros em datas selecionadas

DATAS	BANCOS	COMPRADORES	VALORES
Jan./03	JP Morgan Asset Management	Bradesco	R\$ 150 milhões
Jan./03	Bilbao-Vizcaya Argentaria	Bradesco	R\$ 2,63 bilhões
Jan./02	Banco do Estado da Amazônia	Bradesco	R\$ 182,9 milhões
Jan./02	Banco Mercantil de São Paulo	Bradesco	R\$ 1,4 bilhão
Jan./02	Banco Cidade	Bradesco	R\$ 385,4 milhões
Jan./02	Ford Leasing e CDC do Banco Ford	Bradesco	R\$ 50 a 60 milhões
Fev./02	Deutsch DTVM (Asset Management)	Bradesco	...
Fev./02	BBA-Creditanstalt S/A	Itaú	...
Fev./02	Banco Fiat	Itaú	...
Dez./01	Banespa	Santander	R\$ 7 bilhões
Nov./00	Banco do Estado de Goiás	Itaú	R\$ 665 milhões
Out./00	Banestado (Paraná)	Itaú	R\$ 1,62 bilhão

FONTE DOS DADOS BRUTOS: VALOR ECONÔMICO, São Paulo. [Diversos números].
GAZETA MERCANTIL, São Paulo. [Diversos números].
FOLHA DE S. PAULO, São Paulo. [Diversos números].

Referências

72nd ANNUAL REPORT. Basle: Bank for International Settlements, 8 July 2002. Disponível em: <http://www.bis.org>

ARIDA, Pêrsio. Por uma moeda plenamente conversível. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A11, 12 nov. 2002. (Artigo republicado na Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 151-154, jul./set. 2003).

BACHA, Edmar. Do consenso de Washington ao dissenso de Cambridge. **Valor Econômico**, São Paulo, p. 11, 27 set. 2002.

BARROS, José Roberto Mendonça de et al. **Negociações internacionais em serviços financeiros**. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo; Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, 2002. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **Supervisory lessons to be gained from the Asian crisis**. Basel: BIS, 1999. Disponível em: <http://www.bis.org>

BASSETT, William F.; CARLSON, Mark. Profits and balance sheet developments at U.S. commercial banks in 2001. **Federal Reserve Bulletin**, Washington, D.C.: Federal Reserve Bank, v. ?, p. 259-288, June 2002.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Os efeitos negativos da política cambial na Ásia. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, p. B-2, 20 jul. 2003.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Defuntos e câmbios fixos. **Carta Capital**, São Paulo, v. 9, n. 216, p. 25, 20 nov. 2002a.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Pedro Malan tira figurino britânico e ataca mercados. O outro lado da moeda. **Carta Maior**, São Paulo, 27 set., 2002. Disponível em: <http://www.cartamaior.org.br>

BIS consolidated banking statistics, for the second quarter of 2002. Basle: Bank for International Settlements, 2002a. (Press release, 23 Oct.). Disponível em: <http://www.bis.org>

BLOOMBERG NEWS. **Varejo dá lucro 23% maior ao Citi**. [S. l.: s. n.], 2002. (Republicado na Gazeta Mercantil, São Paulo, 16 de out., p. B-2).

BOECHAT FILHO, Dalton; MELO, Enilce Leite; CARVALHO, Fernando José Cardim de. **O novo perfil do sistema financeiro**. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2001. (Relatório econômico).

CALDERÓN, Álvaro; CASILDA, Ramón. La estrategia de los bancos españoles en América Latina. **Revista de la Cepal**, Santiago do Chile, CEPAL, n. 70, p. 71-90, 2000.

CARNEIRO, Ricardo. Armadilha nas contas externas. **Carta Capital**, São Paulo, v. 9, n. 207, p. 40-41, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. **Da trindade impossível à autonomia necessária**: a política macroeconômica da era FHC ao Governo Lula. In: FÓRUM NACIONAL, 15., Rio de Janeiro, maio 2003. Disponível em: <http://www.forumnacional.org.br>

CARVALHO, Carlos Eduardo; STUDART, Rogério; ALVES JÚNIOR, Antônio José. **Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas**: a experiência brasileira recente. Brasília, D. F.: CEPAL/IPEA, 2002. (Texto para discussão, n. 882).

CHESNAIS, François. **La théorie du regime d'accumulation financiarisé**: contenu, portée et interrogations. Paris: Université de Paris-Nord, Villetaneuse, 2002. Disponível em: <http://www.attac.org/fra/list/doc/chesnais43.htm> (Tradução brasileira "A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações", **Revista Economia e Sociedade**, n. 18. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP, p. 3-25).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas: Editora da UNICAMP: São Paulo: FAPESP, 1999.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; CASTRO, Elza Moreira Marcelino de. Internacionalización del sector financiero y dolarización de los países latinoamericanos. **Nueva Sociedad**, Caracas: Friedrich Ebert Stiftung, março-abr., n. 172, p. 85-103, 2001. Disponível em: <http://www.nuevasoc.org.ve>

COUTINHO, Luciano G. FMI não basta para deter a crise. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 18 ago., p. B-2, 2002.

FARHI, Maryse. As repercussões da volatilidade financeira. In: POLÍTICA econômica em foco, n. 1, Seção III — Moeda e finanças privadas. Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica/Instituto de Economia/UNICAMP, maio/ago. 2003, p. 53-71. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>

FARHI, Maryse. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP, n. 17, p. 55-79, 2001.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. O acesso às informações: classificação de riscos, auditorias e contabilidade. **Pesquisa & Debate**, São Paulo: PUC-SP/Departamento de Economia, v. 13, n. 1, p. 85-111, 2002.

FOCUS. Brasília, D. F., BACEN, 2002. [Vários números]. Disponível em: <http://www.bancocentral.gov.br>

FREITAS, M. Cristina Penido de. Abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro. In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (Org.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo: FUNDAP/FAPESP: Brasília: IPEA/SEPLAN, 1999. p. 101-173.

GOTTSCALK, Ricardo; SODRÉ, Maria Cecília. Fluxos de capitais ao Brasil: prenúncio de um retorno mais generalizado? **Agência Estado**, São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.agenciaestado/financeiro>

JEANNEAU, Serge; MICU, Marian. **Determinants of international bank lending to emerging market countries**. Basle: Bank for International Settlements/Monetary and Economic Department, 2002. (BIS Working Papers, n. 112). Disponível em: <http://www.bis.org>

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment, interest and money**. London: Macmillan Press, 1936. (Tradução brasileira: A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os economistas)).

MALAN, Luiz S. et al. **Ativos e passivos internacionais do sistema bancário brasileiro**: resultado das estatísticas bancárias internacionais. Brasília, D. F.: BACEN, 2002. (Nota técnica, n. 27).

McCAULEY, Robert N. Capital flows in East Ásia since the 1997 crisis. **Quarterly Review**, Basle: BIS, p. 41-55, June, 2003. Disponível em: <http://www.bis.org>

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. A capacidade de crescer e as políticas macroeconômicas. In: FÓRUM NACIONAL, 14., Rio de Janeiro, maio 2002. Disponível em: <http://www.forumnacional.org.br>

PETTIS, Michael. Sofrimento manejável: o insustentável peso da dívida. **Valor Econômico**, São Paulo, p. 10-12, 13 de set., 2002. (Caderno Eu & Fim de Semana).

PRATES, Daniela Magalhães. Investimento de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (Org.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo: FUNDAP/FAPESP: Brasília: IPEA/SEPLAN, 1999, p. 17-60.

QUARTERLY REVIEW. Basle: Bank for International Settlements, Feb. 2000. Disponível em: <http://www.bis.org>

QUARTERLY REVIEW, Basle: Bank for International Settlements, Mar. 2001. Disponível em: <http://www.bis.org>

QUARTERLY REVIEW, Basle: Bank for International Settlements, Mar. 2002. Disponível em: <http://www.bis.org>

QUARTERLY REVIEW, Basle: Bank for International Settlements, Sept. 2002. Disponível em: <http://www.bis.org>

SCANDIUCCI FILHO, José Gilberto. **Hegemonia, Estados e mercado nos arranjos de Bretton Woods**. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP, 2000. (Tese de Doutorado).

SHACKLE, G. L. S. **The years of high theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 1967. (Tradução brasileira: *Origens da economia contemporânea: invenção e tradição no pensamento econômico (1926-1939)*. São Paulo: Hucitec, 1991).

SOROS, George. Salvaremos o sistema financeiro? **Valor Econômico**, São Paulo, p. A-11, 2 out., 2002.

STIGLITZ, Joseph E. Instabilidade global e suas desastrosas conseqüências. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, p. B-6, 7 out., 2002.

TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento no Brasil: lembrando um velho tema. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo; MUSSI, Carlos. **Políticas para a retomada do crescimento**: reflexões de economistas brasileiros. Brasília, D. F.: IPEA/CEPAL, p. 149-184, 2002.

TENANI, Paulo. O Brasil e o estigma das crises. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 out., p. A28, 2002.

UNCTAD predicts 27% drop in FDI inflows this year: China may outstrip U. S. as world's largest FDI recipient. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, TAD/INF/PR63, 24 Oct. 2002a. (Press release, 24 Oct. 2002a).

VASCONCELOS, Marcos Roberto; STRACHMAN, Eduardo. **Reestruturação do setor de serviços financeiros em nível mundial**: caracterização, regularização e conseqüências para as discussões junto ao GATS. Brasília, D. F.: IPEA, 2000. (Relatório de pesquisa).

VERCELLI, A. **Methodological foundations of macroeconomics**: Keynes and Lucas. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.

VIDOTO, Carlos Augusto. **O sistema financeiro brasileiro nos anos noventa**: um balanço das mudanças estruturais. Campinas: Instituto de Economia, 2002. (Tese de Doutorado).

WORLD INVESTMENT REPORT: transnational corporations and export competitiveness. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2002. Disponível em: <http://www.unctad.org/wir>

WORLD INVESTMENT REPORT: FDI policies for development: national and international perspectives. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2003. Disponível em: <http://www.unctad.org/wir>