

Financeiro

FINANCEIRO

NOVOS ATORES E INSTRUMENTOS PARA O
FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

Consultor:

Rogério Studart (Consultor)



Projeto RS-2010
Realizando o futuro

APRESENTAÇÃO

Por meio do projeto *RS 2010*, a Secretaria da Coordenação e Planejamento procurou retomar as atividades de prospecção econômica e social, as quais se encontravam inteiramente abandonadas no âmbito do Governo do Estado.

O esforço para dilatar o horizonte de informações dentro do qual os atores públicos e privados tomam decisões das quais depende o desenvolvimento e a prosperidade futuras não se fez, porém, nos moldes tecnocráticos que foram padrão no país em décadas passadas. Bem diferentemente, procurou-se estimular a elaboração de estudos independentes, realizados por diferentes autores, cujos resultados foram levados à discussão em diferentes fóruns e em contextos diversos, desde os meios acadêmicos até as associações empresariais e sindicais, seja na capital seja no interior do Estado.

Foi um longo processo de discussão e de produção de conhecimento, consubstanciado em várias publicações.

A presente coleção de documentos compreende, além do volume com as anotações para posterior definição de uma proposta de estratégia de desenvolvimento para o Estado, os diagnósticos e a avaliação das questões emergentes em 12 áreas de interesse para o Rio Grande do Sul, apresentados na forma de "textos para discussão", a saber: Agregados Macroeconômicos e Balança Comercial, Agribusiness, Indústria, Comércio e Turismo, Desequilíbrios Regionais, Emprego, Pobreza Rural, Pobreza Urbana, Educação, Setor Financeiro, Infra-Estrutura e Capacitação Competitiva.

Como era de se esperar, os resultados são variados, mas não haverá exagero em dizer que este conjunto de estudos representa a avaliação qualitativa mais completa hoje disponível sobre os desafios que, em diferentes áreas, estão lançados aos rio-grandenses.

Os relatórios em pauta foram elaborados com total liberdade. A coordenação do projeto simplesmente solicitou que as análises da situação existente fossem trazidas até o momento presente, a fim de que se tomassem mais claras as questões críticas que em cada caso, precisam ser enfrentadas.

Contamos que os resultados alcançados possam servir a todos, independentemente do campo de atuação profissional ou de coloração partidária. Estamos convictos de que é indispensável recuperar a função de planejamento no Rio Grande do Sul, mormente em função das profundas e positivas transformações na matriz econômica estadualb ocorridas nos últimos quatro anos.

JOÃO CARLOS BRUM TORRES

Secretário de Coordenação e Planejamento

RESUMO EXECUTIVO

UM NOVO PADRÃO DE FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO?

O financiamento do desenvolvimento, em especial no que tange a projetos de médio e longo prazo, tende a apresentar características de risco que são de difícil absorção em mercados de economias em desenvolvimento, por pelo menos duas razões. Primeiramente, na maioria dessas economias, os mercados organizados de títulos (especialmente os de longo prazo) inexistem ou são pouco desenvolvidos e, portanto, seus sistemas financeiros são dominados por instituições de crédito. Em segundo lugar, o desenvolvimento é em geral um processo caracterizado por alto grau de incerteza, envolvendo introdução de novos setores, tecnologia e processos de produção, o que implica uma difícil avaliação dos riscos por parte de intermediários e investidores institucionais.

Na ausência de mercados financeiros organizados, ou outras formas de se realizar o *funding*,¹ é possível demonstrar que o crescimento econômico pode alcançar rapidamente uma restrição de financiamento, devido ao aumento rápido dos riscos dos emprestadores e dos prestamistas. É nesse sentido que podemos compreender alguns dos problemas no financiamento do crescimento em economias com mercados financeiros incompletos (como, por exemplo, o Brasil).

As especificidades do crédito de longo prazo em economias em desenvolvimento, associadas às deficiências estruturais dos seus sistemas financeiros, justificaram, em diversas dessas economias, a criação de uma estrutura, tendo o Estado como financiador e/ou principal articulador dos mecanismos de financiamento do desenvolvimento (Studart, 1997). Assim, por exemplo, no Brasil, até os anos 90, o financiamento do desenvolvimento esteve assentado sobre três pilares: o **financiamento público**, através de repasses de recursos fiscais e parafiscais; **autofinanciamento**, tanto do investimento público quanto do privado, que provocava um atrelamento direto do processo inflacionário às necessidades de financiamento da acumulação; **empréstimos em moeda estrangeira**, obtidos diretamente por empresas e governos nos mercados financeiros internacionais (por exemplo, através da Lei 4.131) ou intermediados pelas instituições bancárias públicas e privadas (via de regra pela Resolução 63).

Os anos 90 apresentam um quadro que coloca em xeque a possibilidade, ou mesmo a desejabilidade, da reedição desse mecanismo de financiamento do desenvolvimento. Primeiramente, os desequilíbrios fiscais da União e dos Estados, com solução necessariamente no médio ou longo prazo, impedem que os repasses de recursos fiscais e parafiscais sejam tão fundamentais como já o foram. Em segundo lugar, o recurso ao autofinanciamento do investi-

¹ Por *funding* aqui se entende a transformação de empréstimos de curto prazo em passivos de longo prazo através de emissão de títulos em mercados organizados de capital. Para uma análise teórica do papel do *funding* e, conseqüentemente, da funcionalidade dos mercados de capital, no financiamento do investimento em diversos tipos de sistemas financeiros, veja-se Studart (1995-96).

mento se tornou restrito face à estabilização econômica. Ou seja, a estabilidade de preços exige uma redução do papel de variações de *mark-up* de empresas investidoras (privadas e públicas) no financiamento da acumulação.

NOVOS INSTRUMENTOS E AGENTES

Duas grandes novidades parecem estar estabelecendo um quadro favorável à constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento: por um lado, tem havido um aumento significativo da importância dos mercados de bônus e títulos, muito impulsionado pela onda de *securitização secundária* nos mercados internacionais.

Essa liquidez abundante, associada ao processo de liberalização financeira no Brasil, abriu o acesso aos mercados internacionais para as empresas e os governos estaduais. Este acesso tem sido amplamente explorado através, principalmente, da colocação de bônus no exterior. O crescimento da riqueza financeira líquida e a busca por diversificação de portfólio dos fundos em mercados internacionais sugerem um crescimento de aquisição de bônus e participação acionária de economias emergentes, e o Brasil, caso a estabilidade de preços perdure, continuará a ser um candidato forte na atração desses recursos.

O risco dessa estratégia é evidente: enquanto a estabilidade de preços não for acompanhada pela retomada do crescimento do investimento (especialmente aquele voltado à produção de excedentes exportáveis) e do produto interno bruto, o País estará acumulando um passivo em moeda estrangeira sem, necessariamente, estar gerando maior capacidade de arcar com esta dívida no futuro. O aumento da dependência de reservas cambiais, constituídas com base em capital financeiro de curto prazo, já é motivo de preocupação do Governo e de alarde para setores mais críticos. A continuidade desse processo poderá provocar um aumento da desconfiança dos investidores internacionais e uma eventual fuga de capitais, gerando uma crise cambial significativa - que só poderá ser debelada através de variações cambiais abruptas.²

Nesse sentido, por mais que seja atrativo calcar-se em projetos de desenvolvimento com base no financiamento externo, a estratégia parece por demais arriscada neste momento, tanto em nível microeconômico quanto em nível macroeconômico. Uma segunda tendência dos mercados financeiros internacionais tem sido o surgimento de novos instrumentos de transferência de riscos no financiamento direto. Em especial a utilização de contratos derivativos tem permitido uma rápida expansão dos mercados por títulos lastreados em ativos, gerados em processos de *securitização secundária*. Esse desenvolvimento tem sido positivo ao permitir que novos investidores institucionais, com preferências por prazos de maturação e riscos, tenham um papel mais relevante no financiamento de longo prazo.

² O exemplo mais recente desse tipo de crise é o efeito dominó gerado pela crise cambial da Tailândia.

Ao que tudo indica, esse pode ser um caminho trilhado pelo sistema financeiro nacional no futuro próximo. De fato, o processo observado nos mercados internacionais de crescimento de novos instrumentos e emergência de investidores institucionais está se reproduzindo no Brasil. O pleno desenvolvimento de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento com base nesses investidores vai, evidentemente, depender: (1) da continuidade da estabilização de preços por tempo suficiente para que a memória inflacionária deixe de condicionar as aplicações desses investidores; (2) de um devido equacionamento da dívida mobiliária interna, que deverá permitir uma menor absorção dos recursos geridos pelos fundos no refinanciamento dessa dívida; (3) uma política governamental de apoio ao desenvolvimento desses investidores.

A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO GAÚCHO E OS NOVOS DESAFIOS

Em 09.05.97 o Governo Federal, ao outorgar a Medida Provisória 1.556-10, deu início a um processo de profunda reestruturação dos sistemas financeiros estaduais. Essa Medida estabelece mecanismos de equacionamento da dívida dos Estados mediante um leque de opções que inclui, entre outros, a privatização do Banco Estadual ou sua transformação em agência de desenvolvimento, *de caráter não-financeiro*. A estrutura, constituição e funcionamento dessas agências são, por sua vez, regulamentadas através da resolução 2.347, de 20.12.96.

No bojo dessas mudanças, o BANRISUL passará por um processo de reestruturação financeira, com financiamento parcial pela União. O BANRISUL transferirá as operações de fomento para a Caixa Econômica Estadual do Rio Grande do Sul (CEE-RS), assumindo, em contrapartida, os depósitos captados pela CEE-RS, transformando-a essencialmente num banco comercial. A CEE-RS foi transformada em agência de fomento, assumindo as operações de fomento oriundas do extinto BADESUL, até recentemente mantidas pelo BANRISUL, e da parcela do BRDE que cabe ao Estado.

A reestruturação dos sistemas financeiros estaduais tornou-se uma necessidade face aos desequilíbrios financeiros dos estados e dos bancos estaduais, dada a íntima relação que estes últimos têm com o financiamento dos déficits dos tesouros estaduais. Vimos que o Plano Real exacerbou muito estes desequilíbrios, através de uma política monetária que elevou as taxas de juros, reduziu a liquidez do interbancário e tornou a colocação de títulos estaduais muito mais difícil e custosa.

Se por um lado os bancos estaduais foram vítimas destes desequilíbrios, a reestruturação do sistema apresenta sem dúvida oportunidades. Primeiramente, parece saudável a transformação dos bancos estaduais em bancos comerciais e a ruptura dos laços que os subordinavam aos Tesouros Estaduais. Essa mudança pode reforçar o caminho para um política fiscal estadual mais austera e para bancos estaduais mais sólidos - o que é necessário para o cumprimento do seu papel no financiamento do desenvolvimento regional.

Em segundo lugar, circunscrever a atividade de fomento a uma única agência, independente do banco estadual, permite que essa atividade tenha autonomia em relação aos possíveis problemas de liquidez dos bancos estaduais. Mas, para que o objetivo da agência de fomento possa ser alcançado amplamente, esta precisa ter graus de liberdade nas suas operações passivas e ativas, no que tange à captação de fundos do mercado privado (especialmente de novos investidores institucionais) e à utilização de novos instrumentos financeiros. Esses graus de liberdade são, entretanto, cerceados pela Resolução 2.347 que determina limites ao seu funcionamento, por exemplo:

- a) impossibilidade de captação indistinta junto ao público - a MP 2.347 determina explicitamente que "as agências de fomento somente podem praticar operações de repasse", o que na prática limita o escopo de captação de recursos privados nos mercados financeiros;
- b) vedação de aplicações de recursos com rendimentos inferiores ao custo de captação - isso implica limitações na capacidade de realizar uma política de crédito seletivo;
- c) inexistência de cobertura dos passivos pelo Fundo Garantidor de Crédito;
- d) inexistência de acesso à CDI e assistência financeira do BACEN;
- e) obrigação de instituir mecanismos próprios de liquidez.

Nesse sentido, a Resolução 2.347 limita significativamente a possibilidade das agências de desenvolvimento realizar o seu papel no desenvolvimento regional. Dadas as especificidades do desenvolvimento econômico, em especial, do desenvolvimento regional, não é factível esperar-se que, ao menos no médio prazo, o setor financeiro privado seja capaz de suprir a lacuna que seria criada pela inexistência de agências de fomento bem estruturadas. Nesse sentido, nos parece fundamental que haja uma revisão da Resolução para que o financiamento do desenvolvimento regional possa explorar as oportunidades e desafios apontados na nossa análise sobre as tendências dos sistemas financeiros internacional e doméstico.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 ESTRUTURAS FINANCEIRAS E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	12
1.2 ORIGEM DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS	14
1.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E AS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO	15
1.4 ESTABILIDADE, INTERNACIONALIZAÇÃO E SISTEMA FINANCEIRO DOMÉSTICO	17
1.5 OBJETIVOS E ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO	18
2 O NOVO CONTEXTO DOS MERCADOS INTERNACIONAIS	19
2.1 OS NOVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO	19
2.1.1 O MECANISMO DE SECURITIZAÇÃO SECUNDÁRIA	20
2.1.2 O CRESCIMENTO DA SECURITIZAÇÃO NO FINANCIAMENTO	22
2.1.3 CONTRATOS DERIVATIVOS	24
2.1.4 TIPOLOGIA DOS CONTRATOS DERIVATIVOS	25
2.1.5 DESENVOLVIMENTO RECENTE DOS MERCADOS DE CONTRATOS DERIVATIVOS	27
2.2 O CRESCIMENTO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	29
2.3 INTERNACIONALIZAÇÃO E FLUXOS DE CAPITAL ESTRANGEIRO	32
2.3.1 FLUXOS DE CAPITAL FINANCEIRO PRIVADO	33
2.3.2 UMA NOTA SOBRE O PAPEL DO RATING NOS FLUXOS DE CAPITAL PARA ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO	35
2.3.3 FLUXOS OFICIAIS DE FINANCIAMENTO	37
3 TENDÊNCIAS RECENTES NO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL	38
3.1 FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL ATÉ OS ANOS 80	39

3.2	CONCENTRAÇÃO E CURTO-PAZISMO: DO II PND À "DÉCADA PERDIDA"	42
3.3	QUADRO ATUAL.....	44
3.3.2	FUNDOS: OS NOVOS ATORES ?	49
3.3.3	CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS	52
3.4	ANEXOS: INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS MAIS UTILIZADOS NO BRASIL	58
3.4.1	DÍVIDA DIRETA	59
3.4.2	PROGRAMAS DE COLOCAÇÃO DE AÇÕES NO EXTERIOR .	60
3.4.3	ORGANISMOS MULTILATERAIS E AGÊNCIAS GOVERNAMENTAIS ESTRANGEIRAS	61
4	A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO REGIONAL NUMA FASE DE MUDANÇAS DA ATIVIDADE FINANCEIRA	64
4.1	A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO GAÚCHO	64
4.1.1	ANTECEDENTES	64
4.1.2	REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO GAÚCHO E AS OPORTUNIDADES E DESAFIOS PARA A CAIXA ESTADUAL - AGÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO	67
4.2	A NECESSIDADE DE AJUSTES NA RESOLUÇÃO 2347	67
4.2.1	CONSTITUIÇÃO E OBJETIVO DAS AGÊNCIAS DE FOMENTO E DESENVOLVIMENTO	69
4.2.2	FORMAS DE CAPTAÇÃO E OPERAÇÕES ATIVAS	69
4.2.3	MECANISMO DE LIQUIDEZ.....	70
5	CONCLUSÃO	70

1 INTRODUÇÃO

O financiamento do desenvolvimento, em especial no que tange a projetos de médio e longo prazo, tende a apresentar características de risco que são de difícil absorção em mercados de economias em desenvolvimento, por pelo menos duas razões. Primeiramente, na maioria dessas economias, os mercados organizados de títulos (especialmente os de longo prazo) inexistem ou são pouco desenvolvidos e, portanto, seus sistemas financeiros são dominados por instituições de crédito.

Em segundo lugar, o desenvolvimento é em geral um processo caracterizado por alto grau de incerteza, envolvendo introdução de novos setores, tecnologias e processos de produção, o que implica uma difícil avaliação dos riscos por parte de intermediários e investidores institucionais.

Na ausência de mercados financeiros organizados, ou outras formas de se realizar o *funding*,³ é possível demonstrar que o crescimento econômico pode alcançar rapidamente uma restrição de financiamento, devido ao aumento rápido dos riscos dos emprestadores e dos prestamistas.⁴ É nesse sentido que podemos compreender alguns dos problemas no financiamento do crescimento em economias com mercados financeiros incompletos (como, por exemplo, o Brasil).⁵

As especificidades do crédito de longo prazo em economias em desenvolvimento, associadas às deficiências estruturais dos seus sistemas financeiros, justificaram, em diversas dessas economias, a criação de uma estrutura tendo o Estado como financiador e/ou principal articulador dos mecanismos de financiamento do desenvolvimento (Studart, 1997). Assim, por exemplo, no Brasil, até os anos 90, o financiamento do desenvolvimento esteve assentado sobre três pilares: o **financiamento público**, através de repasses de recursos fiscais e parafiscais; **autofinanciamento**, tanto do investimento público quanto do privado, que provocava um atrelamento direto do processo inflacionário às necessidades de financiamento da acumulação; **empréstimos em moeda estrangeira**, obtidos diretamente por empresas e governos nos mercados financeiros internacionais (por exemplo, através da Lei 4.131) ou intermediados pelas instituições bancárias públicas e privadas (via de regra pela Resolução 63).⁶

³ Por *funding* aqui se entende a transformação de empréstimos de curto prazo, em passivos de longo prazo através de emissão de títulos em mercados organizados de capital. Para uma análise teórica do papel do *funding* e, conseqüentemente, da funcionalidade dos mercados de capital, no financiamento do investimento em diversos tipos de sistemas financeiros, veja-se Studart (1995-96).

⁴ Veja-se, sobre o assunto, Studart (1995: cap. 4).

⁵ Dentre esses problemas, podemos citar: (i) o racionamento de crédito privado para pequenas e médias empresas e setores mais inovadores; (ii) a "preferência" das empresas investidoras por autofinanciamento e/ou financiamentos obtidos em mercados externos; e (iii) a importância da estabilidade das condições de crédito *de curto prazo*, especialmente da taxa de juros, para a sustentabilidade do investimento.

⁶ Veja-se Studart (1995: caps. 5-7).

Os anos 90 apresentam um quadro que coloca em xeque a possibilidade, ou mesmo a desejabilidade, da reedição desse mecanismo de financiamento do desenvolvimento. Primeiramente, os desequilíbrios fiscais da União e dos Estados, com solução necessariamente no médio ou longo prazo, impedem que os repasses de recursos fiscais e parafiscais sejam tão fundamentais como já o foram. Em segundo lugar, o recurso ao autofinanciamento do investimento se tornou restrito face à estabilização econômica. Ou seja, a estabilidade de preços exige uma redução do papel de variações de *mark-up* de empresas investidoras (privadas e públicas) no financiamento da acumulação.

Se existem atualmente essas restrições ao mecanismo tradicional de financiamento do desenvolvimento brasileiro, em especial do desenvolvimento regional, algumas mudanças recentes nos sistemas financeiros internacionais e doméstico apontam para a possibilidade de integração de novos agentes e utilização de novos instrumentos. Em primeiro lugar, algumas podem ser úteis na segregação de riscos naturalmente atrelados ao financiamento do desenvolvimento. E aqui sublinhamos o *processo de securitização* e o desenvolvimento dos *mercados de contratos de derivativos*. Em segundo lugar, o rápido crescimento e desenvolvimento de alguns investidores institucionais apresenta a possibilidade do surgimento, tanto nos mercados internacionais como no mercado doméstico, de novas fontes (privadas) de fundos de longo prazo.

Para entendermos o impacto dessas inovações sobre os mecanismos tradicionais de financiamento do desenvolvimento, é preciso analisar a origem destas e seus impactos sobre fundos emprestáveis de longo prazo nos mercados doméstico e internacional. Antes de abordarmos essa questão, é útil uma breve explanação sobre o quadro analítico a ser utilizado.

1.1 ESTRUTURAS FINANCEIRAS E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

De acordo com Zysman (1983), a comparação internacional dos sistemas de financiamento a longo prazo permite classificar os sistemas financeiros em *sistemas com base em mercados de capital* e *sistemas com base em crédito*, sendo estes últimos subdivididos em *sistemas de crédito privado* e *sistemas de crédito governamental*. Os sistemas com base em mercados de capital, que têm como exemplos clássicos os Estados Unidos e a Inglaterra, se caracterizam pela importância do financiamento direto através da emissão, por parte das empresas, de títulos de propriedade (ações) ou dívida (debêntures e outros) em mercados de capital.

Outra característica básica é a clara segmentação dos mercados no que tange à captação e aplicação de recursos, que é, em geral, um resultado de regulamentação- por exemplo, a Lei Glass-Steagal nos Estados Unidos- mas que também se deve às características de risco de ativos financeiros emitidos. Por exemplo, por representarem direitos sobre o capital ou sobre a receita das firmas emitentes, ou seja, direitos de prazo indeterminado, as ações são, em geral, demandadas por poupadores de longo prazo e instituições não-bancárias operando

com passivos com maturação média elevada, como nos fundos de pensão, nas empresas de seguro, etc. Os sistemas com base em mercados de capital, bancos comerciais, captadores de depósitos à vista, em geral financiam somente capital de giro e outros no segmento de crédito de curto prazo.

Ao contrário do que poderia parecer pela leitura de manuais de teoria financeira, sistemas com base em mercados de capital são, e sempre foram, exceção de construção institucional. Isso se deve, basicamente, às condições especiais para a formação de tais tipos de estruturas. Conforme denota Hermmann (1997: 2-3), em primeiro lugar uma pré-condição para a formação de tais sistemas é: (i) a existência de firmas de grande porte e com uma história de sucesso capaz de inspirar confiança nos poupadores-fornecedores de recursos; (ii) nível de renda agregada elevado o suficiente para gerar poupadores com o perfil adequado às necessidades das firmas que buscam financiamento - ou seja, poupadores a longo prazo. Em segundo lugar, a existência de mercados secundários bem organizados e sólidos, de forma a possibilitar liquidez aos títulos emitidos nos mercados primários.

A existência dessas pré-condições justifica, por um lado, o fato de tais sistemas terem emergido em economias pioneiras e líderes do processo de industrialização. Por outro lado, isso explica porque a maioria das economias de industrialização tardia constituiu formas alternativas de sistema financeiro, ou seja, os *sistemas com base em crédito* (SBC, daqui para diante). Esses sistemas se caracterizam pela atuação pouco significativa de instituições não bancárias e um mercado de capitais débil. Nesses sistemas, o financiamento externo do investimento é quase inteiramente intermediado pelo sistema bancário, que emite depósitos com distintos prazos para financiar empréstimos e aquisição de títulos e ações de empresas.

Existem dois tipos básicos de sistemas com base em crédito. A Alemanha é um exemplo típico de sistema com base em crédito essencialmente *privado*, onde grandes bancos universais internalizam o processo de financiamento de longo prazo. Os sistemas com base em crédito governamental, característicos da experiência francesa e japonesa, são caracterizados pela participação majoritária do crédito bancário governamental no financiamento da formação de capital fixo. Nesses últimos sistemas, o crédito de longo prazo é estendido basicamente através de grandes bancos de desenvolvimento, dirigidos primordialmente para o setor industrial, além de agências governamentais voltadas para atividades especiais, como a Agricultura e o Setor Imobiliário.

O modelo de sistema financeiro com base em crédito governamental também é característico da grande maioria das economias de industrialização tardia. Como procuramos mostrar em outro documento (Stuart, 1995: cap. 4), no Brasil, por exemplo, o processo de industrialização tardia requereu, em muitos casos, saltos tecnológicos envolvendo grandes blocos de investimento. À medida que os mercados de capitais eram (e continuam a ser) pouco desenvolvidos, pelas razões descritas acima, é portanto, natural que o Estado tivesse que assumir um papel central no financiamento de longo prazo, especialmente de empresas com capacidade reduzida de captação de recursos em mercados internacionais.

Apesar da Reforma Financeira de 1964-66 e das tentativas de criação de um sistema financeiro segmentado, com instituições financeiras privadas voltadas para o longo prazo, o financiamento do investimento no Brasil nos anos 70 e 80 não se modificou, na sua essência, em relação ao dos anos 50 e 60. Os principais fatores que modelaram o sistema nos anos 70 foram: (1) a persistência do processo inflacionário e a existência de mecanismos formais (correção monetária) e informais de indexação de títulos públicos e privados, que impediram o desenvolvimento de uma estrutura segmentada, como previam as reformas dos anos 60; (2) a conseqüente tendência curto-prazista da captação e aplicação de recursos dentro do sistema financeiro privado; e (3) o crescimento do papel do Estado, frente às necessidades de financiamento do II Plano Nacional de Desenvolvimento.

O sistema de financiamento do desenvolvimento no Brasil se baseia até os anos 80, primeiramente, na transferência de recursos fiscais e parafiscais para instituições financeiras de desenvolvimento. Além disso, coube às instituições financeiras de desenvolvimento o encargo de repassar os financiamentos de agências multilaterais e mesmo do sistema financeiro internacional.⁷ Por fim, a abertura financeira da economia, produzida nos anos 60 e 70, aumentou o acesso de empresas estatais (via Res. 4.131, por exemplo) e instituições financeiras (via Resolução 63).

Nos anos 90, as verdadeiras mudanças que se apresentam estão ligadas: (1) à retração "forçada" do papel dos Estados; e (2) à potencialidade de novos instrumentos e atores para a constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento. Esses são, obviamente, os temas centrais deste estudo.

1.2 ORIGEM DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS

O estímulo às inovações financeiras que caracterizaram os anos 80, e continuam ao longo dos anos 90, é a confluência de uma série de fatores interrelacionados, ocorridos nos anos 70 e 80, que expandiram os riscos inerentes à atividade financeira. Podemos resumir esses fatores da seguinte forma (Cf., *inter-alia*, BIS, 1986: 7-9 e Franklin, 1993):

- a) o aumento, nos anos 70, da inflação nas economias desenvolvidas;
- b) o crescimento da volatilidade de taxas de juros e câmbio, especialmente a partir de 1971;⁸
- c) uma significativa mudança do padrão de fluxos líquidos de capital, gerados por

⁷ Dentre as instituições nacionais que se destacaram nesse mecanismo estão o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os bancos de desenvolvimento estaduais.

⁸ O que marca a data é a declaração de não conversibilidade do dólar americano em ouro, o que, na prática, representa uma ruptura do padrão monetário internacional com base naquela moeda, que foi o grande sustentáculo da estabilidade do sistema monetário internacional no pós-guerra.

desequilíbrios de balanços de pagamento;⁹

d) a mudança do ambiente regulatório em mercados financeiros nacionais, com uma tendência à desregulamentação - com graus diferentes entre países - e aumento da atenção por parte das autoridades reguladoras sobre a adequação patrimonial¹⁰ das instituições financeiras, especialmente no que tange a alguns ativos internacionais e nacionais (e.g. contratos derivativos);

e) um acelerado processo de inovações tecnológicas, especialmente na área de informática, no que tange ao processamento e transmissão de dados;

f) um significativo aumento da competição entre instituições financeiras, facilitado pela desregulamentação financeira que tem levado bancos comerciais a atuarem em áreas antes somente permitidas a instituições não bancárias (*underwriting*, seguros etc.).

É fato que alguns dos fatores listados praticamente se esgotaram nos anos 80. O exemplo mais evidente é a inflação: os anos 90 se caracterizam por uma redução da inflação mundial, tendência que persiste até hoje. Porém, mesmo que os fatores iniciais tendam a perder sua força enquanto tal, as inovações financeiras passam a ter vida própria no âmbito da concorrência internacional.¹¹

No plano internacional, podemos destacar quatro tendências inovadoras importantes: (1) um crescimento de operações de securitização, primária e secundária, ou seja, do financiamento direto em detrimento de operações intermediadas; (2) emergência de mercados de contratos derivativos associados à segmentação de riscos no processo de securitização; (3) rápida evolução de investidores institucionais (fundos de pensão, investimento etc.) com capacidade de aglutinar e investir volumes significativos de recursos em mercados nacionais e internacionais; e (4) internacionalização e globalização da atividade financeira, e expansão dos fluxos de capital para economias em desenvolvimento.

1.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E AS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

É dentro desse quadro de mudanças no sistema financeiro internacional que podemos entender alguns dos fenômenos que vêm mudando o padrão usual de financiamento do de-

⁹ São quatro as principais fontes desses desequilíbrios: (1) a rápida redução dos superávites dos países da OPEP, tendo em vista a queda dos preços do petróleo; (2) a retração dos fluxos voluntários de capital para a América Latina, o que provocou uma redução de oferta de depósitos bancários e dos empréstimos sindicalizados; (3) a reversão da posição externa dos EUA, passando de prestador líquido para tomador líquido de fundos dos mercados financeiros internacionais (graças aos déficits gerados pela política de cortes tarifários do Governo norte-americano); (4) crescimento dos superávites da Europa e do Japão para com o resto do mundo e, especialmente, para com os EUA.

¹⁰ Ou seja, dos índices de alavancagem, ou, em inglês, *capital ratios* das instituições financeiras. Esse tipo de preocupação culminou, mais recentemente, no Acordo de Basileia, assinado em 1988 pelos bancos centrais dos 10 países mais desenvolvidos e, posteriormente, adotado pela maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Para uma discussão desse acordo e suas consequências, ver Carvalho e Studart (1995).

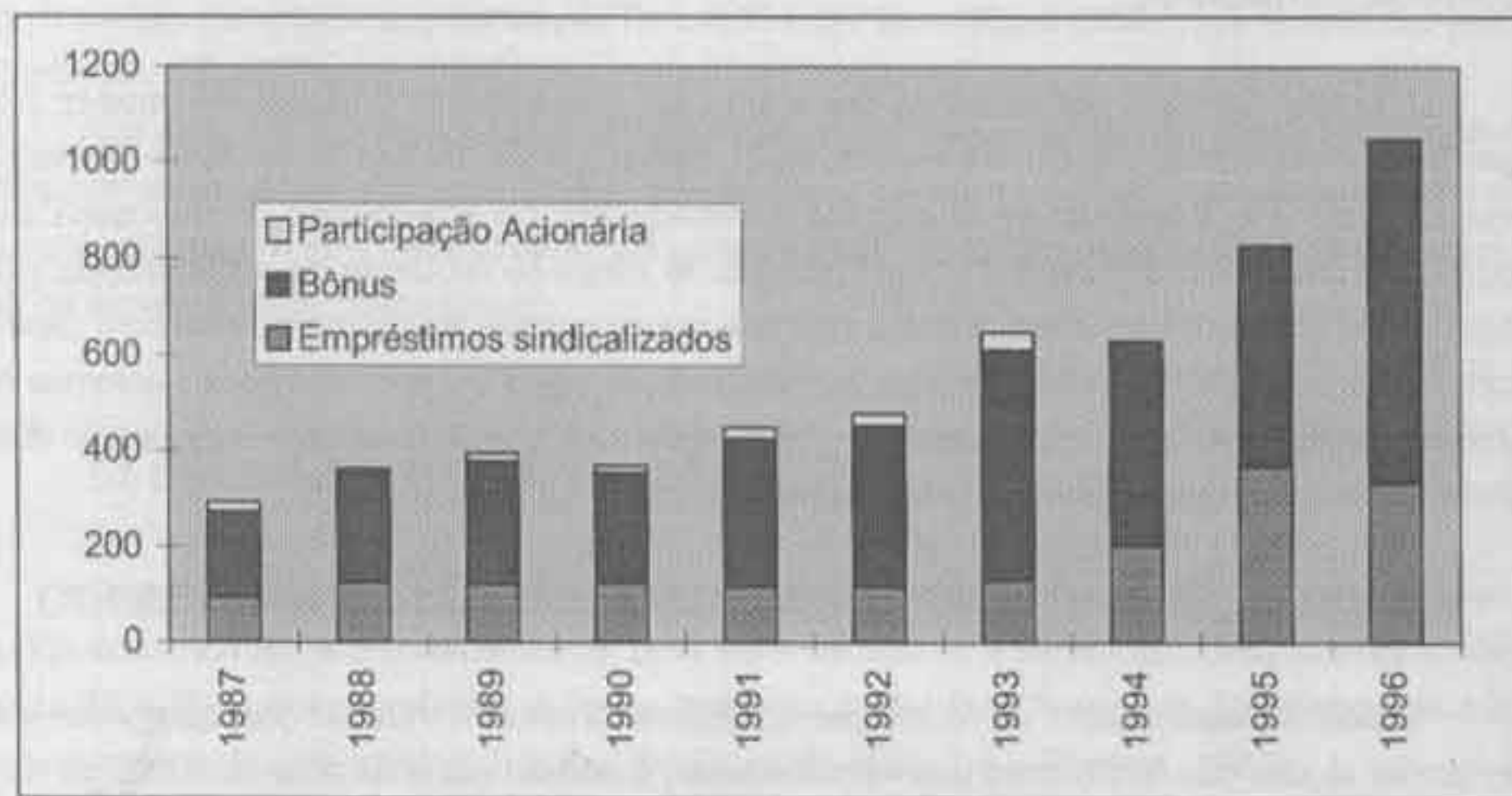
¹¹ Assim, se a utilização de alguns contratos derivativos se relacionava diretamente com a volatilidade de câmbio e juros nos países em desenvolvimento, a redução dessa volatilidade não tem impedido a continuidade do crescimento desses mercados. Falaremos mais sobre isso na Parte II deste estudo.

envolvimento. Por exemplo, é nesse contexto que podemos compreender o retorno dos fluxos de capital voluntário para as economias em desenvolvimento, em especial para a América Latina, após uma década de estagnação desses fluxos. Estes retornam, na sua grande maioria, na forma de colocação de notas, bônus e, secundariamente, participação acionária (Figura 1-1), seguindo a tendência dos mercados internacionais de substituição de mecanismos tradicionais de crédito indireto (p.ex. empréstimos sindicalizados) por financiamento direto.

O processo de liberalização e desregulamentação financeira também permite entender a emergência de novos atores, tais como os fundos de pensão e fundos mútuos, enquanto ofertantes de fundos de longo prazo nos mercados domésticos e internacionais. Essa tendência, que já se mostrava nos anos 80 e 90 para economias desenvolvidas, começa a tomar força também nas economias em desenvolvimento.

FIGURA 1.1

FONTES DE FINANCIAMENTO NOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS



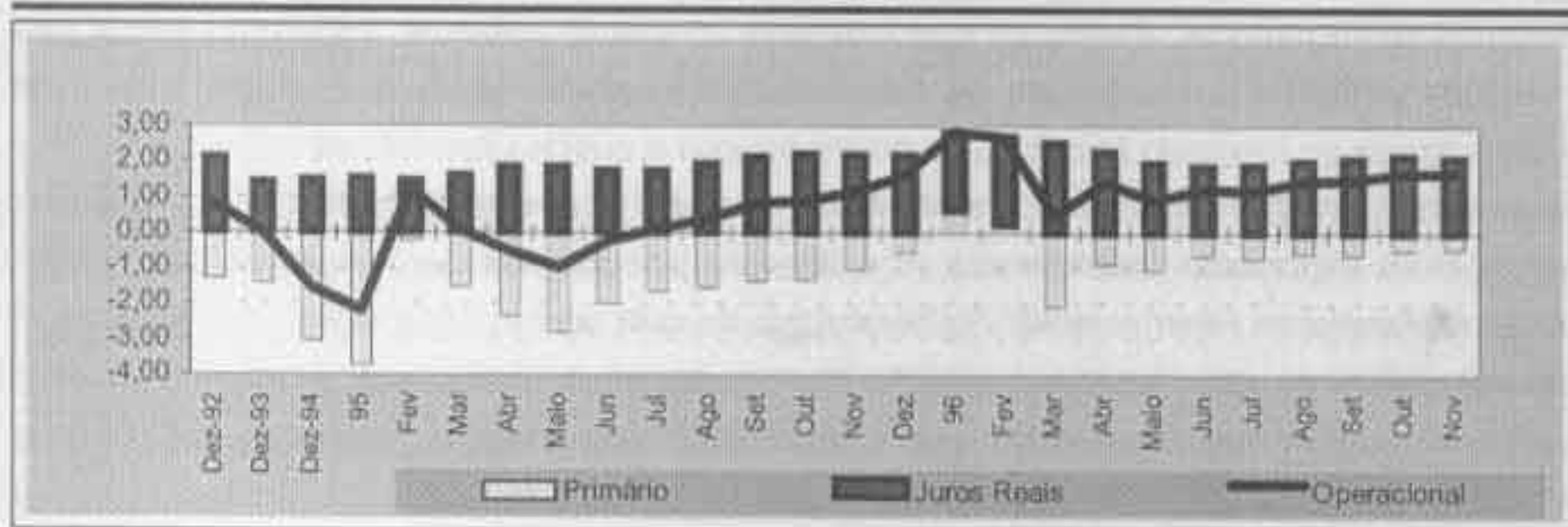
Fonte: de 1993 a 1993, Tabela 1; de 1994 a 1996, BIS 1996. Obs: não estavam disponíveis os dados para participação acionária para os anos de 1994 a 1996.

As mudanças em operação nos sistemas financeiros internacionais têm tido importantes conseqüências para o Brasil. A primeira delas, mais óbvia, por sinal, se liga ao próprio retorno dos fluxos de capital, e este ao processo de estabilização de preços determinado pelo *Plano Real*: foi a existência de abundante liquidez nos mercados financeiros internacionais que permitiu o acúmulo de reservas requerido para o sucesso da "âncora cambial". Mas esse é só um primeiro aspecto de um quadro mais amplo, associando estabilidade, internacionalização e desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

1.4 ESTABILIDADE, INTERNACIONALIZAÇÃO E SISTEMA FINANCEIRO DOMÉSTICO

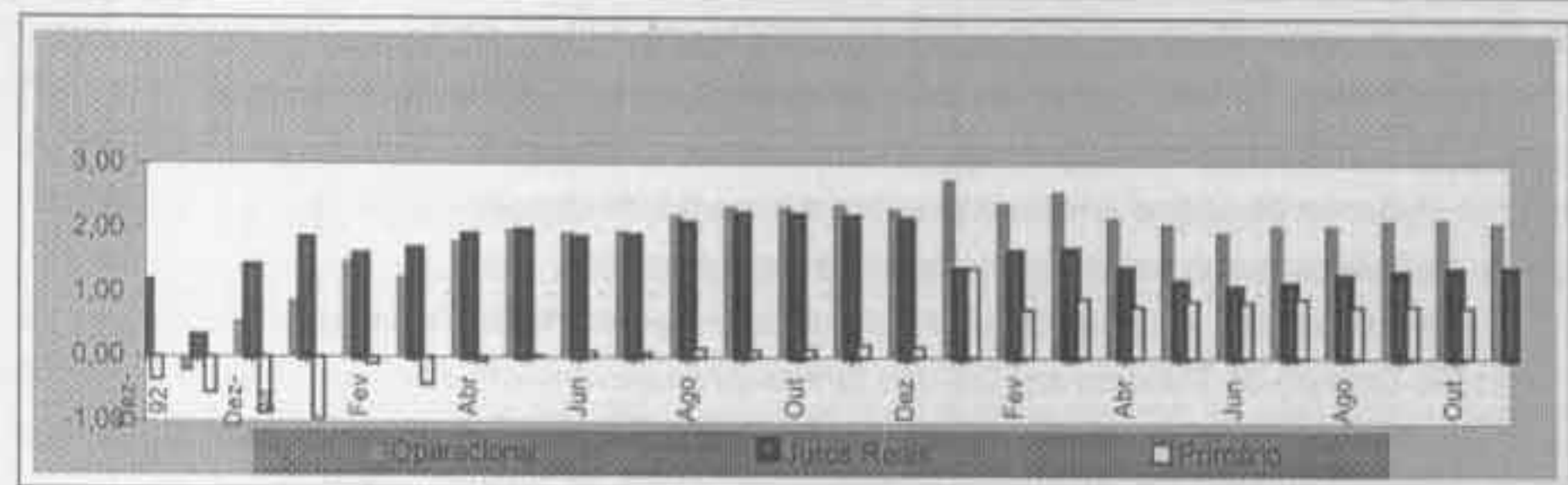
Do ponto de vista do financiamento do desenvolvimento, a estabilidade de preços traz consigo desafios e oportunidades. Primeiramente, as características das políticas cambial e monetária intrínsecas a um plano de estabilização com base em âncora cambial, como o *Plano Real*, são tais que, em geral, exige-se um patamar elevado significativo das taxas de juros reais domésticas. A política de altas taxas, por sua vez, ampliou muitos dos desequilíbrios financeiros anteriores ao Plano, ao gerar, por exemplo, uma rápida degradação da situação financeira dos agentes endividados - seja a União, sejam os estados e mesmo as famílias. Com isto agravaram-se os problemas que terminaram por inviabilizar, pelo menos num futuro próximo, a reedição do financiamento ao desenvolvimento com base em fundos fiscais e parafiscais.

FIGURA 1.2
O PLANO REAL E O DÉFICIT DO GOVERNO FEDERAL



Fonte: BACEN

FIGURA 1.3
DÉFICIT DOS GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS - (% PIB)



Fonte: BACEN.

Em segundo lugar, os desequilíbrios financeiros também afetaram as instituições financeiras públicas (bancos estaduais) e privadas (especialmente os bancos comerciais). Por essa razão, e não por outra, que está em curso um processo acelerado de reestruturação do sistema, estimulado diretamente pelo Governo através dos programas de assistência de liquidez e saneamento financeiro do sistema, inclusive através do estímulo à privatização e/ou reestruturação dos bancos estaduais.

Assim, por um lado, o **PROER** (Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro) representou uma solução técnica necessária, tendo em vista o grau de vulnerabilidade do sistema bancário e o crescimento do *risco sistêmico* a partir de 1995. Por outro lado, juntamente com o **PROES** (Programa de Incentivos à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), o PROER lançou as bases de reestruturação do sistema financeiro.

Essa reestruturação está se dando de forma acelerada através de fusões e transferências de controle acionário, inclusive para instituições financeiras internacionais, o que deverá implicar um maior grau de concentração e internacionalização do sistema. No que tange ao setor financeiro público, o PROES aponta para uma redução do papel dos bancos estaduais no financiamento regional. *Assim, no que interessa ao estudo presente, podemos esperar uma "desestatização" e um aumento da internacionalização do sistema financeiro doméstico, com entrada no mercado brasileiro de novos bancos e outros intermediários financeiros internacionais. E isto provavelmente acelerará a tendência à convergência estrutural, o que torna ainda mais importante entendermos as mudanças por que passou (e continua passando) o sistema financeiro internacional. Ou seja, mais do que nunca, um programa estratégico de desenvolvimento deve focar sua atenção para as transformações financeiras na órbita internacional: serão essas mudanças que irão estabelecer as condições de financiamento externo e, provavelmente, doméstico, no futuro próximo.*

1.5 OBJETIVOS E ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

Os processos de liberalização e reestruturação financeira têm permitido a emergência e o rápido crescimento de novos investidores institucionais (p.ex. os fundos de pensão e investimento) e a potencial utilização de novos instrumentos (e.g. processos de securitização e utilização de contratos derivativos como suporte a esses processos). O desafio para o desenvolvimento obviamente se liga à incerteza sobre a capacidade desses novos atores e instrumentos em substituir os mecanismos tradicionais de financiamento.

Nesse sentido, este estudo visa apresentar à Secretaria da Coordenação e Planejamento do Rio Grande do Sul uma análise das fontes de financiamento do desenvolvimento existentes e potenciais - dentro de um contexto de rápida evolução por que passam os sistemas financeiros internacional e doméstico. Espera-se, com isso, traçar um mapa analítico das fontes de financiamento dos investimentos previstos pelo Projeto RS - 2010.

Deve ficar claro desde já que nosso objetivo aqui não é apresentar uma análise detalhada sobre os principais determinantes das mudanças acima mencionadas,¹² mas sim mostrar o caráter das inovações financeiras nos anos 80 e 90 e sua possível *funcionalidade*¹³ no financiamento do investimento de longo prazo para o desenvolvimento. Para isso vamos destacar duas inovações, interrelacionadas, que de fato podem ser *funcionais*: o processo de *securitização* e a utilização de *contratos derivativos* na desagregação (*unbundling* em inglês) e transformação de riscos. No que tange aos novos atores, vamos destacar o papel dos fundos (de pensão e investimentos) como potenciais fontes de recursos de longo prazo.

O estudo se divide em cinco partes, incluindo esta introdução. Na parte seguinte, analisamos os desenvolvimentos recentes do sistema financeiro internacional, com ênfase especial sobre o que consideramos serem os agentes e novos instrumentos que podem ser funcionais no futuro para a formação de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento. Na terceira parte, fazemos o mesmo esforço analítico voltado para as mudanças recentes do sistema financeiro nacional. Na seção 4 analisamos os desafios do sistema de fomento no Rio Grande do Sul face à reestruturação do sistema financeiro público gaúcho. Na seção 5 apresentamos nossas conclusões.

2 O NOVO CONTEXTO DOS MERCADOS INTERNACIONAIS

Esta parte do relatório está organizada da seguinte forma. Na seção seguinte, serão analisados as origens e principais utilizações da *securitização* e *contratos derivativos* na obtenção de recursos, especialmente os de longo prazo. Na seção 2.2, analisaremos o desenvolvimento recente de novos investidores institucionais e suas consequências no que tange à oferta de fundos emprestáveis de longo prazo. Na seção 2.3 discutiremos o impacto dessas inovações financeiras no que diz respeito aos fluxos de capital para economias em desenvolvimento.

2.1 OS NOVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO

Como já colocamos em outra ocasião (Stuart, 1997), as funções primordiais do sistema financeiro no desenvolvimento são (1) transferir poder de compra entre unidades deficitárias e superavitárias, e (2) promover a distribuição dos riscos inerentes a financiamentos de atividades produtivas, com diferentes prazos, rentabilidade e segurança.

Essas funções são realizadas basicamente através de *intermediação financeira* (ou financiamento indireto), na qual uma instituição financeira (bancária ou não bancária) emite

¹² Para uma análise nesse sentido, veja-se BIS (1986) e os relatórios anuais do BIS apresentados nas referências bibliográficas; Helleiner (1994) e, para uma análise sucinta, Carvalho (1997).

¹³ O conceito de funcionalidade foi discutido em Stuart (1995; 1997) e tem a ver com a capacidade de determinado arranjo institucional, e/ou instrumento, de ampliar, com um custo mínimo, a elasticidade da oferta de fundos de curto e longo prazo voltados para o financiamento de longo prazo.

títulos contra si mesma junto a emprestadores finais, para financiar empréstimos para unidades deficitárias,¹⁴ e *securitização* (ou financiamento direto).¹⁵ De forma mais genérica, o processo de securitização pode ser entendido como a colocação de títulos junto a mercados organizados, e, portanto, definido em dois conjuntos: a *securitização primária* e a *secundária*.

A *securitização primária*, ou seja, a colocação direta de títulos junto a poupadores finais, não representa nenhuma novidade: é uma operação tão antiga nas economias de mercado quanto os mercados organizados de títulos (p.ex. Bolsas de Valores). Quando nos referimos à securitização como algo inovador, devemos nos reportar à *securitização secundária*, que consiste na transformação de financiamentos intermediados em títulos *securitizados*.

O rápido crescimento de operações de securitização é uma das características marcantes do processo de inovações financeiras nos anos 80 e 90. Esse aumento das operações de financiamento direto tem sido acompanhado de um uso crescente de mecanismos de transformação e transferência de riscos (ou, em inglês, *unbundling*), envolvendo direitos creditórios, inclusive empréstimos bancários, e produtos derivativos. Ou seja, um processo eminentemente de *desintermediação financeira*, onde os mercados de títulos e, portanto, o financiamento direto, passam a ter papel predominante na captação de capital por parte de empresas e indivíduos. Por outro lado, o papel das instituições financeiras, inclusive bancos, passa a ser crescentemente o de *corretores* e *market-makers* em mercados organizados de ativos - ou seja, passam a ser agentes de *securitização*.

2.1.1 O mecanismo de securitização secundária

Como já denotamos, a *securitização secundária* envolve o processo de *empacotamento* (*repackaging*) e *segregação de riscos* (*unbundling*) de um grupo já existente de recebíveis. Estes são transformados em títulos negociáveis e diretamente vendidos a investidores finais.

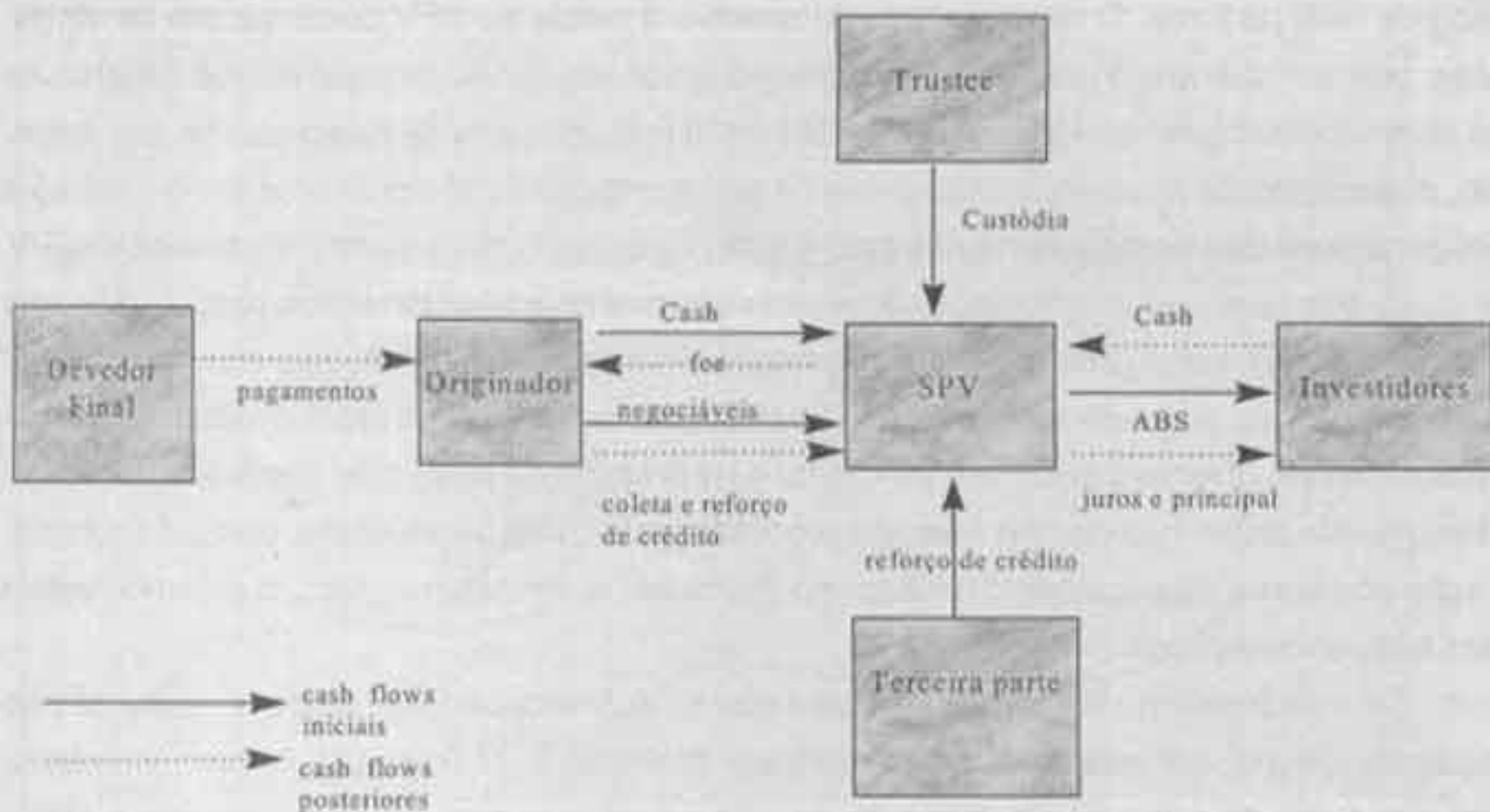
Conforme ilustrado na Figura 2.1, a securitização é geralmente conduzida através de um processo de seleção e empacotamento de recebíveis do passivo de um *originador*, em geral um banco, que deu *origem* ao ativo subjacente (p.ex. empréstimos). Uma vez empacotados, esses ativos são transferidos para uma companhia de propósito exclusivo (em inglês, *special-purpose vehicle*, *SPV*), que é uma empresa cujo objeto social é única e exclusivamente a aquisição de direitos creditórios.¹⁶ A importância legal da venda dos direitos creditórios à SPV se liga ao fato de que, em caso de falência do originador, os ativos principais serão mantidos em custódia pela SPV, garantindo a continuidade do fluxo de pagamentos aos investidores finais.

¹⁴ O que distingue teórica e tradicionalmente bancos de instituições não bancárias é o fato dos bancos emitirem depósitos, que são simultaneamente um título de dívida e um meio de pagamento aceito universalmente. Uma das modificações recentes nos sistemas financeiros internacionais está exatamente na criação de ativos financeiros de alta liquidez que permitem concorrer com depósitos bancários. Discutiremos as implicações dessas inovações mais adiante.

¹⁵ *Securitização* advém do termo em inglês *securities*, que pode ser traduzido para o português como títulos de dívida (p.ex. debêntures) ou de propriedade (ações).

¹⁶ Como veremos, a SPV também pode promover outras operações relacionadas como, por exemplo, a reestruturação dos fluxos de caixa e os arranjos referentes aos mecanismos de reforço de crédito (*credit enhancement*, em inglês).

FIGURA 2.1
ESQUEMA DE SECURITIZAÇÃO SECUNDÁRIA



Fonte: com base em BIS (1996a).

O reforço de crédito se dá na forma de garantias de crédito por uma *Terceira Parte* (por exemplo letras de crédito e garantias de seguro) e/ou a utilização de uma garantia com valor de mercado superior ao ativo subjacente (em inglês, *over-collateralization*). O reforço de crédito é, em geral, uma peça constitutiva do processo de securitização, à medida que reduz o impacto de perdas potenciais no caso de *default* ou atrasos do *devedor final* e, assim, aumenta a atratividade do ABS em sua emissão.

A utilização de *rating*¹⁷, aferido por instituições especializadas *públicas* - como é o caso do mercado hipotecário nos EUA - ou *privadas*, pode, de acordo com o *rating* obtido, aumentar a aceitação dos títulos lastreados em ativos (*asset-backed securities*, ou ABS daqui para diante). Dessa forma, tem um papel similar ao reforço de crédito na securitização.

Na figura acima, ainda se mostra o papel do custodiante (*Trustee*), a instituição encarregada da guarda dos ativos subjacentes, e, por fim, os investidores desse mercado. Dentre estes últimos, como veremos, se destacam os investidores institucionais, em especial os fundos mútuos e fundos de pensão.

No que tange à *sistemática* do processo de securitização secundária, podemos dividi-la em dois estágios. O primeiro se refere à seleção de um conjunto de obrigações (*subjacentes*,

¹⁷ O *rating* consiste em uma análise e graduação padronizada de risco de crédito de títulos de renda fixa. Os principais parâmetros, além do risco de inadimplência, são a natureza do título e sua prioridade frente a outras dívidas existentes (dívida senior ou subordinada). Na seção II.3.2 abaixo fazemos uma discussão sobre o papel do *rating* e, portanto, das agências de *rating* na colocação de títulos.

daqui para diante) do *portfólio do originador*. Estas, para efeito da avaliação e determinação de preços, devem ser ativos homogêneos em que pese a qualidade do crédito, perfil de prazo e risco de taxa de juros. O segundo estágio envolve a venda ao SPV desse pacote de obrigações, que, por sua vez, financia a compra desses ativos através da emissão de títulos lastreados na obrigação subjacente. Uma vez vendidos os títulos, os fluxos de recebimentos (por exemplo, pagamento de juros e principal sobre os ativos principais) são coletados e administrados em geral (mas não necessariamente) pelo originador e pagos aos investidores através do SPV.

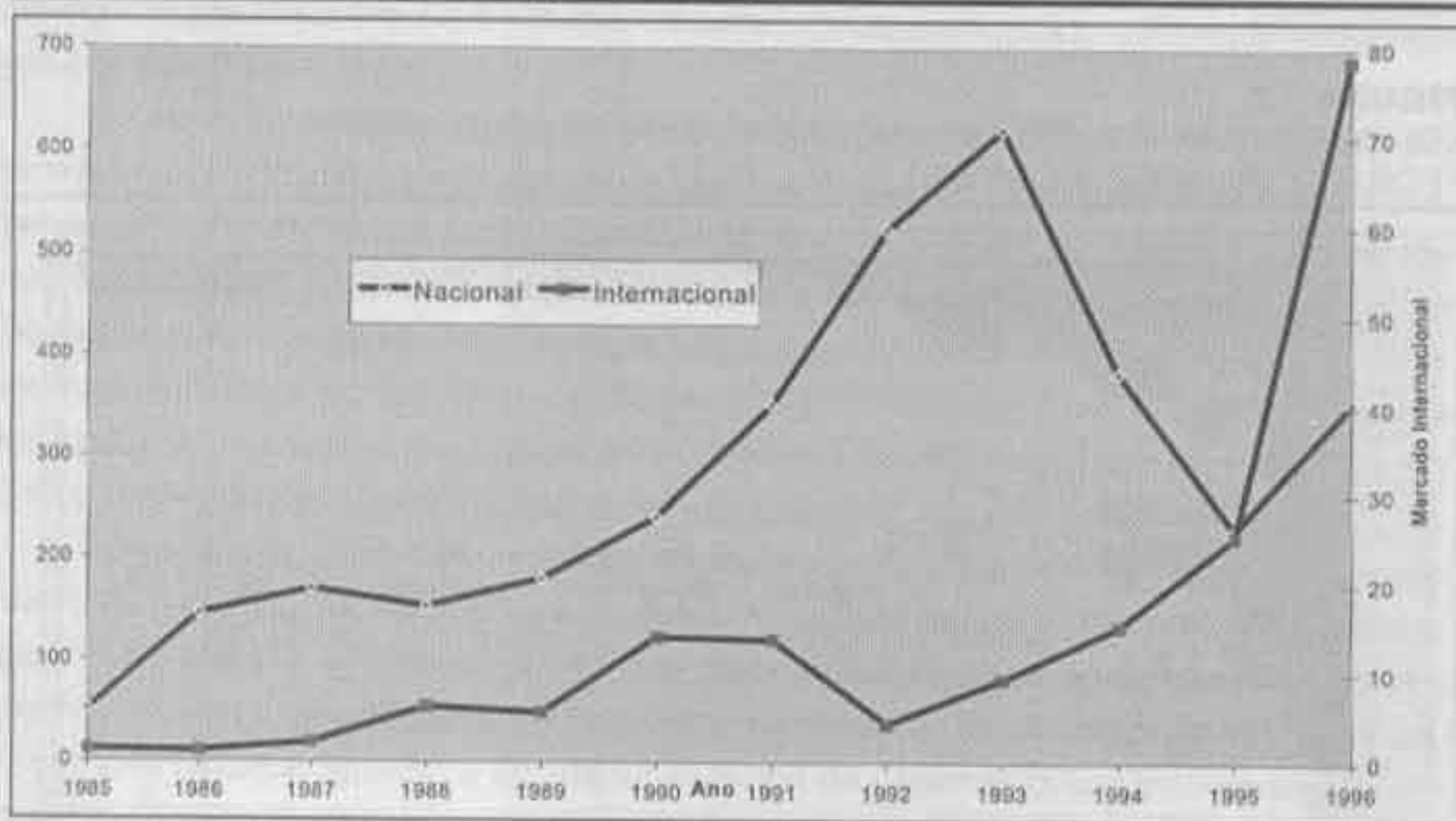
O processo de securitização secundária oferece diversos benefícios para o originador (e.g. um banco), como já deve ter ficado implícito. Primeiramente, na medida em que "vendem" empréstimos, ao invés de mantê-los em sua carteira, os bancos *de facto* diminuem suas necessidades de reservas, sua base de capital e os prêmios de seguro de depósito. Além disto, obviamente, obtêm receitas (as *fees*) no processo, seja como originadores, seja pela administração dos fluxos de pagamento gerados no processo, e, em alguns casos, como *underwriters* de títulos securitizados.

Para os prestamistas, o processo de securitização proporciona custos menores de captação de fundos, em relação aos empréstimos tradicionais. O processo envolve, entretanto, um alto custo de lançamento, tomando-se não econômico para valores inferiores a alguns milhões de dólares (tipicamente US\$ 10 milhões). Mesmo levando-se em conta o significativo sunk cost do processo, as vantagens desse processo para prestamistas e bancos, além do grande crescimento da demanda por títulos securitizados, explicam o crescimento desse tipo de operação nos anos 90. É o que passamos a analisar.

2.1.2 O crescimento da securitização no financiamento

Os mercados de papéis lastreados em ativos (ABS) têm origem no desenvolvimento do mercado de hipotecas norte-americano (Feeney, 1995; Carvalho, 1997) e continuam a ser dominados por estes. À medida que o mercado de títulos lastreados em hipotecas (mortgage-based securities, ou MBS) é essencialmente nacional, as emissões *nacionais* de ABS predominam, e devem continuar predominando, sobre as emissões internacionais.

Na última década, entretanto, tem sido acelerada a disseminação das práticas de securitização nos mercados internacionais, voltados, obviamente para outros tipos de contratos financeiros - ou seja, contratos não-hipotecários.

FIGURA 2.2**VALORES ANUNCIADOS DE EMISSÕES DE ABS NOS MERCADOS NACIONAIS E INTERNACIONAIS (US\$ BILHÃO)**

Fonte: BIS, 1996.

Assim, como era de se esperar, diferentemente dos mercados nacionais de ABS, cerca de 84% das emissões internacionais de títulos lastreados em ativos foram de ativos não hipotecários nos três primeiros trimestres de 1996 (Cf. BIS, *Op. Cit.*: 44). Dos US\$ 67,3 bilhões de títulos securitizados, emitidos no mercado internacional naquele período, os ativos com base em recebíveis de cartões de crédito representaram 40%; títulos com base em *leases* de automóveis representaram 17%; ativos com base em empréstimos de educação, 10%. Os restantes 17% dos ABS emitidos em mercados internacionais se constituíram por uma variedade de tipos diferentes de títulos, inclusive de títulos de recebíveis de moeda estrangeira, associados através dos processos de privatização na América Latina.

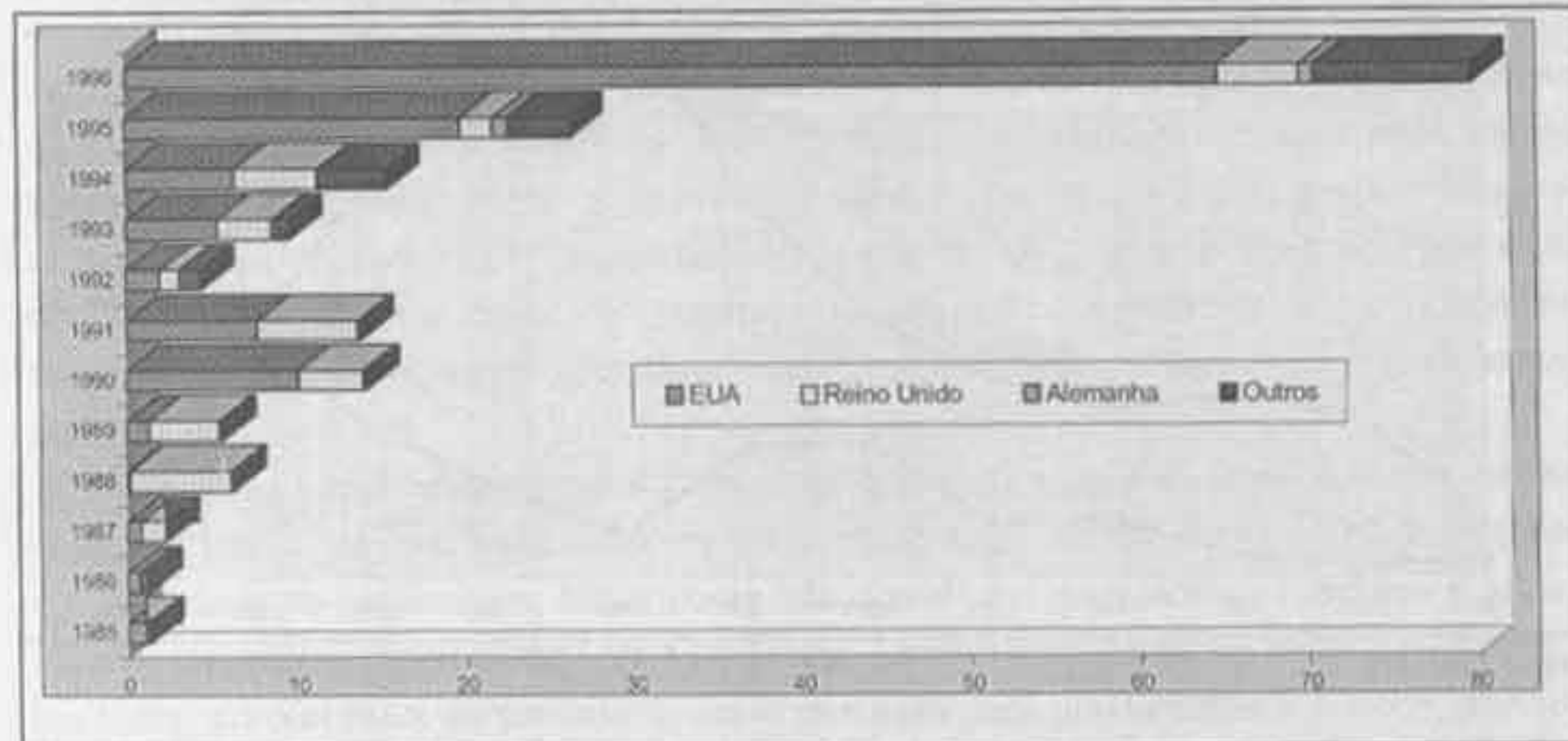
O mercado norte-americano continua a ser o principal mercado internacional para títulos securitizados (Figura 2.3). Tal tendência deve perdurar por alguns anos, dada, por um lado, pela infra-estrutura regulatória e legal favorável à securitização nos EUA e pouco desenvolvida na maioria dos países (Cf. BIS, 1996a: 45-6).¹⁸ Por outro lado, nos EUA, concentram-se os investidores institucionais e outros atores mais importantes nos mercados internacionais de

¹⁸No Brasil, por exemplo, o mercado de securitizados é ainda extremamente incipiente, já que, entre outros motivos, a legislação proíbe, até recentemente, instituições controladas pelo Banco Central (inclui bancos, financeiras e empresas de *leasing*) de ceder créditos para entidades não-financeiras (Artigo 11 da Resolução 1.962 do Banco Central). Existem outros fatores que limitam o desenvolvimento desses mercados no Brasil, tal como a dificuldade legal da retomada dos ativos subjacentes em caso de falência do originador ou do devedor final. Para uma discussão das dificuldades, veja-se *Gazeta Mercantil*, 28 de Janeiro de 1997, pp. B-8 e B-9.

títulos, não só em termos de patrimônio acumulado, quanto pela forma de atuação desses, enquanto alocadores de portfólio.¹⁹

FIGURA 2.2

VOLUMES ANUNCIADOS DE ABS NOS MERCADOS INTERNACIONAIS
- POR PAÍS DE ORIGEM (US\$ BI)



Fonte: BIs, 1996.

As perspectivas de crescimento do mercado internacional de títulos securitizados são grandes. Especialmente à medida que o processo de internacionalização financeira perdure, como vamos ver mais adiante.

2.1.3 Contratos derivativos

Em poucas palavras, um contrato derivativo é um título cujo preço é contratualmente relacionado ao preço de algum outro título ou grupo de títulos. Uma das principais razões pela qual os mercados de derivativos tiveram um crescimento vertiginoso é, por um lado, a multiplicidade de opções na construção desses instrumentos. Por outro, porque esses instrumentos têm a qualidade de propiciar proteção contra variações inesperadas em fatores (taxas de câmbio, preços de *commodities*, variações de indexadores financeiros, juros, etc.) que afetam agentes econômicos. Ademais, por permitirem a *partição de riscos*, que podem ser negociados através de títulos específicos por instituições e em mercados especializados, eles são mecanismos de expansão da liquidez de mercados de títulos.

Quando se estipula um contrato derivativo, o meio e a taxa de repagamento são especificados em detalhe. Por exemplo, o repagamento pode ser em alguma moeda, títulos ou uma *commodity*, tal como ouro ou prata, boi gordo, etc. Da mesma forma, a quantia a ser paga pode

¹⁹ Discutiremos mais esta questão abaixo.

estar atada a movimentos de taxas de juros, índices de Bolsa, ou moeda estrangeira. *Derivativos* podem conter também elementos de alavancagem, ou seja, a quantia a ser paga pode ser multiplicada (favorável ou desfavoravelmente) por algum índice previamente negociado pelos contratantes.

Por serem instrumentos de transferência de risco, os contratos derivativos (especialmente os *futuros*) já são utilizados há pelo menos um século para reduzir a exposição a mudanças, por exemplo, de taxas de câmbio - o caso de *hedging* de receitas de exportação através de operações com futuros de câmbio é uma operação bastante conhecida. Mais recentemente, os derivativos têm sido usados para segregar categorias de risco de investimento que são mais atrativas para diferentes estratégias de investimento de fundos mútuos, fundos de pensão e empresas não financeiras. Ou seja, os administradores dessas instituições podem, utilizando derivativos, descartar riscos para operações específicas.

Por outro lado, como a securitização implica a transferência de riscos do crédito entre o originador e os investidores finais, os *contratos derivativos*, enquanto instrumentos de segregação e transmissão de risco *por excelência*, potencializam o processo de securitização. Um exemplo, já citado, é a utilização de derivativos no processo de securitização de hipotecas. Como toda hipoteca constitui a obrigação de fluxos de pagamento, um derivativo pode ser criado de forma que compradores possam ter direitos sobre o pagamento de juros ou do principal. Esses derivativos reagem de forma diferente a variações de taxas de juros e, portanto, podem ser atrativos para investidores com distintos perfis de risco.

Os derivativos podem também ser extremamente convenientes para empresas que desejam modificar a estrutura de seus passivos, buscando aproveitar situações conjunturais de mercado. Por exemplo, se uma empresa emitiu uma dívida de longo prazo com uma taxa de juros fixa de 7 % a.a., e as taxas correntes forem 5 % a.a., será conveniente ao administrador (que acredita que a taxa de juros corrente não aumentará no prazo do empréstimo) realizar uma troca - através de um contrato de *Swaps*²⁰ - dos pagamentos de juros por pagamentos de juros flutuantes, sem modificar a estrutura de repagamento do principal.

2.1.4 Tipologia dos contratos derivativos

Os contratos derivativos são negociados em *bolsa* ou em *balcão*. Os mercados de bolsa se constituem de operações com instrumentos padronizados, mecanismos de compensação e margem de garantia. Já as operações de *balcão* representam negócios de natureza bilateral, onde, por definição, operações "sob medida" - e, portanto, em geral, de difícil padronização - são desenhadas para atender demandas de clientes com operações específicas.

No mercado de *balcão* são negociados dois tipos de derivativos: os contratos básicos (ou *plain vanilla* em inglês), que são aqueles instrumentos (*futuros*, *Swaps* e *opções*) com base em

²⁰ Uma descrição de alguns dos derivativos mais comuns no mercado é feita abaixo.

contratos e convenções mais ou menos padronizados. Os derivativos *combinados* são aqueles compostos de mais de um dos instrumentos citados.²¹ Dado que o número de combinações nessas operações é teoricamente muito extenso, o mercado de derivativos (especialmente os de balcão) tem tamanho potencial desconhecido. No que tange aos tipos de derivativos mais simples (*plain vanilla*), podemos classificá-los como segue.

- * **Opções** - uma opção representa o direito (mas não a obrigação) de comprar ou vender um título ou outro ativo durante um período determinado por um preço especificado (o preço *Strike*). Uma *opção de compra* é conhecida como uma *call*, e especifica o direito de vender ou comprar o ativo em questão, enquanto que uma opção de venda é denominada *put* e determina uma obrigação de compra ou venda de um determinado título. Um opção pode ainda ser *descoberto (naked)*, com base num ativo que o emissor não possui, ou uma opção *coberta*, o emissor possui o ativo em questão.
- * **Contratos a Termo** - nesse tipo de derivativo, o comprador e o vendedor são obrigados a negociar um título ou ativo numa data futura especificada. O preço é predeterminado no ato de negociação ou na maturidade do contrato. Contratos futuros são, devido ao seu baixo grau de padronização, negociados em balcão.
- * **Contratos Futuros** - representam direitos à venda, ou compra de uma quantidade e qualidade padrão de um ativo, ou título, numa data especificada e com preço predeterminado. São similares aos contratos a termo, mas, por serem padronizados e negociados em bolsas, seus preços são reavaliados diariamente e, portanto, há uma contabilização diária das obrigações financeiras das partes envolvidas, realizada pelas bolsas especializadas.
- * **Swaps** - uma transação financeira pela qual os contratantes concordam em trocar fluxos de pagamentos ao longo de determinado período de acordo com uma regra predeterminada. Os fluxos de caixa podem ser na mesma ou em diferentes moedas, e o seu montante normalmente é atrelado a alguma variável subjacente, que, via de regra, é uma taxa de juros ligada a um dado índice ou ao preço de alguma *commodity*.

Como os derivativos são instrumentos de transferência de risco, é crucial a identificação e a compreensão dos riscos assumidos, assim como de se ter capacidade de monitorar e administrar de forma contínua. Os derivativos que possuem cláusulas de alavancagem obviamente demandam cuidados específicos e um acompanhamento diário, ou mesmo, de hora em hora, já que seus fluxos de pagamento são multiplicados por algum índice especifi-

²¹ Um exemplo de contrato derivativo combinado pode ser o seguinte: uma firma financia uma operação através de emissão de dívida, cuja taxa de juros é determinada por algum índice não relacionado e onde a firma troca o passivo por pagamentos de juros com outra parte. Esse produto combina um derivativo denominado *Structured Note* com um *Swaps* de taxa de juros.

co em função de variações de preço dos ativos ou índices que servem como parâmetro. Uma parte importante da administração de riscos é a determinação da exposição monetária das partes envolvidas.

2.1.5 Desenvolvimento recente dos mercados de contratos derivativos

Até o momento, a mais abrangente pesquisa sobre o tamanho e a distribuição regional dos mercados de contratos derivativos foi a publicada pelo Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements*, BIS) em maio de 1996²². Alguns dados desta pesquisa são, entretanto, atualizados pelos Relatórios Anuais do BIS. Antes de comentarmos esses dados, é necessário fazermos algumas qualificações sobre os conceitos de *valores nominais e de mercado* para esses contratos.

Os *valores nominais ou nocionais*, mostrados na Tabela abaixo, não representam totais efetivamente transacionados. Eles representam, sim, os valores dos contratos fictícios sobre os quais compromissos derivativos são calculados.²³ Mesmo assim, os valores nominais são úteis na comparação entre mercados de bolsa e de balcão, além de poderem ser utilizados como medida do grau de exposição a risco das partes envolvidas nos contratos derivativos. O valor bruto de mercado, outra medida do tamanho do mercado, corresponde ao somatório dos valores dos contratos, logo, aos custos que seriam incorridos, se os contratos em vigor fossem substituídos por preços de mercado prevalecentes na mesma data. Esse valor, sim, indica totais efetivamente transacionados.

Tendo realizado essas qualificações, podemos passar à análise dos dados. Como podemos observar na Tabela abaixo, o crescimento do mercado de contratos derivativos tem sido expressivo nos anos 90, com uma *performance* dos derivativos de balcão bastante superior à daqueles negociados em bolsa: enquanto no mercado de balcão o *valor nominal* dos contratos derivativos girava em torno de US\$ 17 trilhões, de acordo com BIS (1996a), o seu *valor de mercado* dos derivativos negociados em balcão, em março de 1995, era de US\$ 2.2 trilhões.

²² Veja-se BIS (1996b) nas referências.

²³ Por exemplo, numa opção de compra de ações, o lote mínimo equivale a R\$500, que representa o valor nominal do contrato. O contrato em si vale R\$5, que é o máximo que o comprador perderá caso não queira exercer a opção.

TABELA 2-1**MERCADOS PARA INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS SELETIVOS**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Instrumentos de negociação em bolsa	2290	3519	4634	7771	8863	9188	9885
Futuros de taxa de juros	1455	2157	2913	4959	5778	5863	5931
Opções de taxa de juros	600	1073	1385	2362	2624	2742	3278
Futuros de câmbio	17	18	27	35	40	38	50
Opções de câmbio	57	63	71	76	56	43	47
Futuros de índices de mercado de ações	69	76	80	110	127	172	199
Opções de índices de mercado de ações	94	133	159	230	238	329	380
Instrumentos de balcão	3450	4449	5346	8475	11303	17713	24292
"Swaps" de taxa de juros	2312	3065	3851	6177	8816	12811	...
"Swaps" cambiais	578	807	860	900	915	1197	...
Outros derivativos relacionados a "Swaps"	561	577	635	1398	1573	3705	..
TOTAL	5741	7969	9980	16246	20166	26901	34177
Percentagens							
Instrumentos de negociação em bolsa	40%	44%	46%	48%	44%	34%	29%
Futuros de taxa de juros	25%	27%	29%	31%	29%	22%	17%
Opções de taxa de juros	10%	13%	14%	15%	13%	10%	10%
Futuros de câmbio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Opções de câmbio	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Futuros de índices de mercado de ações	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Opções de índices de mercado de ações	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Instrumentos de balcão	60%	56%	54%	52%	56%	66%	71%
"Swaps" de taxa de juros	40%	38%	39%	38%	44%	48%	...
"Swaps" cambiais	10%	10%	9%	6%	5%	4%	...
Outros derivativos relacionados a "Swaps"	10%	7%	6%	9%	8%	14%	...

Fonte: Bank for International Settlements, 1997: 131.

A quebra desses dados por categoria de risco de mercado indica que as operações de *Swaps* dominam o mercado, em especial de cambiais e taxas de juros (Tabela 2-1). No que se refere à moeda de denominação, os mercados de derivativos continuam a ser dominados pelas três moedas fortes internacionais (US\$, Yen e DM), sendo o dólar Americano incontestavelmente a moeda de maior uso.²⁴

Quanto à maturidade, que é uma variável-chave para a utilização de derivativos em processos de financiamento de longo prazo, observa-se que o mercado ainda é dominado por operações com menos de um ano. Observe-se, entretanto, que a maior percentagem de contratos de curto prazo está nos mercados de câmbio (79%) e de *commodities*, o que reflete o fato de que uma grande parte do volume de negócios está relacionada com administração de livros caixa, *hedging* de comércio exterior, posições especulativas e volatilidade em mercados.

²⁴ De acordo com o BIS (1996a, Tabela D-5) no mercado de balcão de câmbio 82% do valor nominal dos contratos tinha o dólar como moeda de uma das pontas da operação. No mercado de taxas de juros, o dólar era moeda de denominação em 35% dos contratos, o DM 13 e o Yen 21%.

TABELA 2.2**CLASSIFICAÇÃO POR MATURIDADE DE VALORES NOMINAIS DE CONTRATOS DERIVATIVOS DE BALCÃO EM 1995**

Categoria de risco de mercado e instrumento	Total em US\$ Bi	Percentagem		
		Até um ano	Mais que um ano e até cinco anos	Acima de cinco anos
Mercado de câmbio	13095	79	16	5
Futuros e <i>Swaps</i> de câmbio	8699	89	10	1
<i>Swaps</i> de moedas	1957	25	51	24
Opções	2379	89	7	5
Outros	61	..	..	..
Taxas de juros	26645	44	43	13
Acordo de Taxas a Termo	4597	88	12	0
<i>Swaps</i>	18283	35	49	16
Opções	2548	36	50	14
Outros	216	..	..	..
Ações e índices de ações	579	61	38	1
Futuros e <i>Swaps</i>	52	41	54	5
Opções	527	62	37	1
Commodities	318	75	24	1
Futuros e <i>Swaps</i>	208	72	26	2
Opções	109	80	19	1
Total	40637	56	34	10

Fonte: BIS (Op. cit.), Tabela D-6.

No caso de taxas de juros, 56% dos contratos são de prazos superiores a um ano, e 13%, de prazos superiores a 5 anos. As *Swaps* no mercado de câmbio, outro instrumento importante para a alavancagem do processo de securitização envolvendo financiamentos de longo prazo em moeda estrangeira, possuem 75% de contratos com prazos superiores a um ano e 24%, com prazos superiores a 5 anos. *Ou seja, a tendência aparente é pelo aumento dos prazos de aplicação nesses mercados, o que, sem dúvida, poderá contribuir significativamente para sua funcionalidade na segmentação de riscos de financiamentos de longo prazo.*

Nos mercados de derivativos, opera uma grande variedade de instituições, inclusive bancos comerciais e de investimento, e fundos (de investimento), particularmente os chamados *hedge funds*. Esse é um resultado direto do processo de crescimento desses investidores institucionais e da diversificação de seus portfólios, conforme discutiremos abaixo.

2.2 O CRESCIMENTO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Em muitas economias desenvolvidas, em especial nos EUA, os fundos de previdência privada, ao longo de todo o século, tiveram um papel relevante na captação de recursos de longo prazo. É notável, por exemplo, que em países como os EUA e o Reino Unido, típicos

exemplos de economias com sistemas financeiros com base em mercados de capital, a participação das ações no portfólio dos fundos de pensão era, em 1990, respectivamente, superior a 60% e superior a 45%.²⁵ Na Alemanha, Japão e demais países desenvolvidos com sistemas com base *em crédito*, a participação dos bônus no portfólio desses investidores é bastante elevada, porém nesses sistemas financeiros, esses bônus têm prazos largos de maturação.

Um dos fenômenos econômicos mais significativos dos anos 80 tem sido o crescimento, não só do patrimônio, como também da participação de investidores institucionais nos mercados financeiros internacionais. O crescimento do tamanho e papel desses investidores é um resultado direto da (1) redução do Estado de bem-estar social nessas últimas duas décadas e introdução de reformas previdenciárias liberais; e (2) da liberalização e desregulamentação financeira.²⁶

Já os fundos mútuos ou de investimento coletivo, que têm o papel de administrar carteiras de ativos para poupadores finais, tiveram seu crescimento determinado por lógica distinta: é fruto dos processos de desregulamentação financeira e diversificação de portfólios de famílias e empresas. Esses fundos também tiveram desenvolvimento bastante acelerado, especialmente nos anos 80, como resultado do crescimento continuado dos preços e do volume de ativos negociados nos mercados financeiros internacionais.

TABELA 2.3

PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS NO TOTAL DOS ATIVOS FINANCEIROS DAS FAMÍLIAS

Países	Fundos de Pensão e Seguros de Vida			Fundos de Investimento coletivo			TOTAL		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
EUA	17.8	21.1	23.5	2.2	5.0	7.7	20.0	26.1	31.2
Japão	13.8	16.6	20.8	1.8	3.6	5.6	15.6	20.2	26.4
Alemanha	19.4	24.2	27.1	3.2	4.8	8.1	22.6	29.0	35.2
França	8.0	11.2	14.7	2.7	12.4	21.7	10.7	23.6	36.4
Itália ^{1,2}	1.6	0.9	3.2	nd	2.1	2.9	nd	3.0	6.1
Reino Unido ¹	39.9	49.9	53.7	1.6	3.1	4.9	41.5	53.0	58.6
Canadá	19.4	23.3	26.7	1.0	1.6	3.0	20.4	24.9	29.7

Fonte: BIS (1992: 194) com base em dados nacionais. Observações: (1) total dos ativos; (2) valor patrimonial. (3) 1989; nd = dados não disponíveis.

Como já observamos, o aumento da capacidade de captação de recursos dos fundos de pensão privados está diretamente relacionado com a falência dos sistemas de previdência pública e sua reformas. Não cabe aqui discorrer sobre os motivos por detrás dos problemas dos sistemas públicos de previdência, mas vale a pena lembrar alguns dos fatores: (1) a mai-

²⁵ Esses números serão apresentados e discutidos abaixo.

²⁶ No que tange às reformas do sistema previdenciário, o caso inglês é notório: as verbas para o sistema de saúde público se reduziram rapidamente no período Thatcher - e, portanto, a sua qualidade. Esse movimento levou, portanto, a um aumento da procura por fundos de pensão privados.

oria dos regimes públicos são baseados em *repartição simples*, ou seja, as contribuições dos trabalhadores ativos sustentam aposentadorias e pensão dos inativos; (2) os anos 80 e 90 se caracterizaram por um baixo crescimento do emprego e um envelhecimento relativo da população (dada a queda dos índices de natalidade), o que naturalmente gera um aumento da proporção de trabalhadores inativos sobre ativos. Dadas as estruturas patrimoniais do sistema previdenciário público, era de se esperar o aumento das suas dificuldades financeiras e, em alguns casos, sua falência.

A maioria das reformas previdenciárias na Europa e na América Latina manteve um sistema de cobertura universal obrigatório com base em repartição simples (e com garantia governamental), acompanhada de um regime complementar voluntário em bases de capitalização. Essa mudança regulatória permitiu um aumento significativo dos recursos disponíveis aos fundos privados e um grau de atuação mais amplo (ver Tabela 2-4).

TABELA 2.4

DISTRIBUIÇÃO DOS PORTFÓLIOS DOS FUNDOS DE PENSÃO EM PAÍSES SELECIONADOS 1990 (%)

País	Liquidez e Depósitos	Bônus	Empréstimos	Propriedades Imobiliárias	Participação Acionária
Reino Unido	7	14	0	9	63(70) ^a
EUA	9	36	0	nd	46(48)
Alemanha	2	25	36	6	18(18)
Japão	3	47	13	2	27(27)
Canadá	11	47	0	3	29(38)
Países Baixos	3	23	39	11	20
Suécia	3	84	10	1	1
Suíça	12	29	14	17	16
Dinamarca	1	67	1	nd	7
França	nd	nd	nd	nd	(20)
Austrália	23	20	nd	16	27
Memo: Itália	21	45	1	32	2

Fonte: Rabelo (1997: 39) sobre fonte secundária.

Observações: (a) os dados em parênteses são dados de 1994; nd= dado não disponível.

Nas economias em desenvolvimento, e em especial na América Latina, os *fundos de pensão* têm se apresentado como uma alternativa potencial para a captação de recursos de longo prazo, face à decadência das formas tradicionais com base em fundos fiscais e parafiscais.²⁷ Mesmo que nessas economias o papel dos fundos no financiamento de longo prazo sempre tenha sido significativo, na América Latina, somente após o sucesso do modelo Chileno de reforma da previdência social, começou-se a cogitar a possível funcionalidade desses fundos no financiamento do desenvolvimento.

As *empresas de seguro* podem ser divididas nos segmentos de vida e "não-vida". Os

²⁷ Esta questão será discutida mais amplamente na Parte III deste estudo, quando nos voltarmos para o Brasil.

primeiros, cujos prêmios são pagos pelo falecimento e acidentes com conseqüências físicas graves, têm base atuarial, sendo, portanto, mais previsíveis. Isso explica sua preferência por títulos de renda fixa de longo prazo. Uma vez que no ramo de "não-vida" (e.g. seguro de automóveis) o pagamento de sinistro é menos previsível, há uma maior concentração em aplicações de curto prazo ou de alta liquidez, por exemplo ações.

Os *fundos mútuos* tipicamente se especializam em investimentos de longo prazo e, em geral, provêem intermediação de riscos aos seus investidores através de carteiras diversificadas de ativos. Segundo o *The Economist* (30/04/94), somente nos Estados Unidos, cerca de US\$ 2 trilhões estavam aplicados em fundos, contra US\$ 2,7 trilhões em depósitos bancários. Dentre os fundos criados com esse objetivo, destacam-se os fundos *hedge*.²⁸

Na avaliação da funcionalidade desses novos atores para a constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento, deve-se ter clareza que o crescimento dos investidores institucionais, *per se*, não constitui um crescimento dos fundos de empréstimos para o financiamento do investimento. Esse continua atrelado especialmente à renda e à capacidade de poupar das famílias e empresas.²⁹ Entretanto, a emergência de investidores institucionais facilita o casamento entre aplicações financeiras e os prazos normalmente requeridos no processo de investimento produtivo. Isto porque essas instituições - por exemplo: fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras - possuem passivos contingentes de longo prazo, o que lhes permite fazer aplicações de longo prazo, como em ações e bônus.

2.3 INTERNACIONALIZAÇÃO E FLUXOS DE CAPITAL ESTRANGEIRO

Três tendências podem ser observadas no que tange aos fluxos de capital para economias em desenvolvimento: primeiramente, uma relativa estagnação dos fluxos oficiais de financiamento por parte das instituições de fomento multilaterais. O segundo importante aspecto, que de uma certa forma tem contrabalançado o primeiro, é o aumento significativo dos fluxos privados de capital - pelos motivos já descritos anteriormente. Por fim, nota-se uma tendência ao crescimento dos fluxos financeiros privados, em contraposição à relativa estagnação dos investimentos estrangeiros diretos.

Não cabe aqui uma discussão detalhada da lógica por trás desses fenômenos, especialmente no que concerne investimentos estrangeiros diretos. Aqui procuraremos delinear algumas conseqüências dessas tendências para o financiamento do desenvolvimento e possíveis desdobramentos.

²⁸ Como bem o lembra Carvalho (1997: 25), "esta denominação é, na verdade, enganosa, pois os fundos nesta categoria cobrem grupos dedicados às mais variadas formas de aplicação financeira".

²⁹ Para uma discussão teórica desse tema, veja-se Studart (1997b).

2.3.1 Fluxos de capital financeiro privado

O processo de internacionalização financeira se liga ao aumento da liberdade de atuação de instituições financeiras nacionais em diversos países, e é basicamente fruto do processo de liberalização das contas de capital e redução de restrições nos mercados financeiros de economias desenvolvidas e de "mercado emergentes". A consequência básica desse processo foi uma aceleração da equalização de condições de operação nesses mercados (globalização financeira)³⁰ e um aumento substancial das transações "além-fronteira", como indica a Tabela 2-5.

TABELA 2.5
TRANSAÇÕES ALÉM-FRONTEIRA COM BÔNUS E AÇÕES (% DO PIB)

Países	1970	1975	1980	1985	1990
Estados Unidos	3	4	9	36	93
Japão		2	7	61	119
Alemanha	3	5	8	34	58
França			8	21	53
Italia		1	1	4	27
Reino Unido				368	690
Canada	6	10	10	27	64

Fonte: BIS, 1996.

Há um número significativo de artigos e abordagens buscando explicar o retomo dos fluxos de capital para economias em desenvolvimento³¹. Mas parece existir algum consenso entre os analistas sobre pelo menos dois fatores, que podemos denominar *fatores de expulsão e de atração*. No que tange aos primeiros, o processo de globalização e crescimento da riqueza financeira líquida e a redução das taxas de retorno em renda fixa e variável, nas economias industrializadas, gerou uma busca de alternativas de investimento mais rentáveis por instituições financeiras naquelas economias. Isso explica, em grande parte, o enorme crescimento do interesse por emissões internacionais de ações por países em desenvolvimento, como mostra a Tabela acima.

No que se refere aos fatores de atração, o processo de internacionalização financeira foi facilitado (1) pela liberalização financeira, tanto das contas de capital quanto da desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos; (2) pelo aumento das taxas de retorno sobre renda fixa, em função do aumento das taxas de juros internas e de renda variável, dada a rápida expansão das transações em mercados primários; e (3) pelos processos de

³⁰ Ainda estamos longe de um mercado financeiro internacional livre de possibilidades de arbitragem. Porém, pelo menos entre economias desenvolvidas, diminuíram as disparidades entre taxas de retorno em ativos similares.

³¹ Um excelente trabalho sobre o tema é Baring Securities (1995).

privatização, especialmente no setor de infra-estrutura, que tem atraído um volume significativo de recursos. No que tange à funcionalidade do aumento dos fluxos de capital no financiamento do desenvolvimento econômico nos anos 90, é importante analisarmos as diferenças nos tipos e na absorção de fluxos de capital externo. E uma comparação entre Ásia e América Latina pode ser bastante elucidativa.³²

TABELA 2.6
FLUXOS DE CAPITAL PARA ÁSIA E AMÉRICA LATINA

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

Fonte: Bank for International Settlements - 1996

De forma quase simétrica ao que tem ocorrido na Ásia, a América Latina tem, nos anos 90, absorvido uma parcela significativa de capitais de portfólio, de curto prazo, e demonstra pouca capacidade de absorção produtiva de capital estrangeiro (veja-se Barings Securities, 1995: 5). São múltiplas as razões por detrás desse comportamento, entre as quais queremos destacar e explicar, *muito sucintamente*, três: (1) as diferentes performances macroeconômicas, tanto no que se refere ao crescimento econômico quanto às taxas de acumulação; (2) os diferenciais de rentabilidade de títulos de renda fixa e variáveis nessas regiões; e (3) a regulamentação sobre a entrada de capitais.

³² A análise comparativa que se segue resume os achados de Studart (1994) e Studart (1996).

É interessante notar, nesse sentido, que, para uma parcela significativa das economias latino-americanas, o retorno dos capitais estrangeiros privados se dá numa conjuntura de baixo crescimento e acumulação e altas taxas de inflação. Esse retorno dos fluxos dos fluxos foi, entretanto, altamente funcional no estabelecimento das condições necessárias para programas de estabilização com âncora cambial.

Esse tipo de programa de estabilização mostrou-se eficaz na rápida redução da inflação, especialmente quando associado a uma expansão do grau de abertura comercial. Porém sua sustentação quase sempre implica crescentes desequilíbrios de balança comercial. E, para sustentar tais desequilíbrios, altas taxas de juros são necessárias no sentido de atrair capitais necessários para manter níveis relativamente elevados de reservas internacionais, enquanto se requer um controle fino sobre a demanda interna, para evitar que o crescimento do consumo gere desequilíbrios externos muito significativos. Em suma, esse tipo de plano tende a gerar uma *armadilha de estagnação* de difícil superação.

Voltando à nossa comparação com a Ásia, assumindo-se que capitais de longo prazo são atraídos por expectativas de crescimento econômico (longo prazo), esse raciocínio pode explicar as características dos capitais que migram para a América Latina e Ásia, com performances macroeconômicas (acumulação e crescimento) quase simétricas.

Assim, como muitos já observaram (veja-se *inter alia* Baring Securities, 1995; Coutinho, 1997), a Ásia tem sido um forte ponto de atração de capitais de longo prazo, seja na forma de participação acionária, seja na forma de títulos e empréstimos sindicalizados. Esses capitais têm sido, por outro lado, absorvidos "produtivamente", o que pode ser aferido pelo grau de monetização desses.

Mesmo que no curto prazo essa comparação seja motivo de pessimismo para a América Latina, devemos lembrar que, uma vez ultrapassado o período de estabilização e atração de recursos externos, via privatização, será a retomada do crescimento que determinará a atratividade de capitais de longo prazo, tanto na forma de investimento direto, quanto na forma de crédito de longo prazo. Políticas nacionais e regionais, voltadas para a expansão do investimento e retomada sustentável do crescimento, podem ter a capacidade de modificar esse quadro, trazendo para a nossa região fluxos de capital de longo prazo, inclusive investimento estrangeiro direto em grandes volumes.

2.3.2 Uma nota sobre o papel do rating nos fluxos de capital para economias em desenvolvimento

O *rating* consiste em uma análise e graduação padronizada de risco de crédito de títulos de renda fixa. Os principais parâmetros, além do risco de inadimplência, são a natureza do título e sua prioridade frente a outras dívidas existentes (dívida *senior* ou subordinada). Dado o país a que se circunscreve determinado emissor de títulos, o risco de crédito é função do "risco país" e do "risco comercial".

O "risco país" busca dimensionar o estágio de estabilidade econômica do país de origem do título, que pode sugerir problemas de natureza econômica (cambial, fiscal e monetária) e política, que impliquem em restrições ao envio de divisas para fora do país. O "risco comercial" tem a ver com a análise macroeconômica do emissor, ou seja, projeções de indicadores econômico-financeiros da empresa em questão.

No mercado internacional, duas agências norte-americanas dominam a atividade de *rating*: Moody's e Standard and Poor's. A título de ilustração, apresentamos abaixo um quadro, com base em Aronovich (1997), BNDES (1997) e BIS (1997), com a classificação de risco de crédito da Moody's.

TABELA 2.7
RATINGS DE ACORDO COM A MOODY'S

<i>Rating</i>	<i>Risco de Inadimplência Percebido</i>	<i>Garantias</i>	<i>Risco de fatores externos à empresa</i>
Aaa	menor possível	título protegido por uma margem de garantia excepcionalmente larga e estável	poucos
Aa	menor possível	margens de proteção menores ou menos estáveis do que os classificados como Aaa	poucos
A	médio	adequadas	maiores susceptibilidades a fatores diversos no futuro
Ba	características especulativas	Adequadas	
B	características especulativas	inadequadas - cobertura de principal e juros considerada pequena	
Caa	alto - p.ex. emissões em default		
C	alto		

Obs: para cada um dos níveis acima, existem 3 divisões (p.ex. Aa1, Aa2 e Aa3).

A importância crescente do *rating* nas colocações internacionais de títulos se observa pelo crescimento das atividades das agências especializadas. De fato, o número de países de mercados emergentes que já tinham *rating*, em 1997, era 53, contra 13 no começo dos anos 90 (BIS, 1997: 115). Abaixo apresentamos alguns indicadores de *ratings* concedidos para Brasil, Argentina e México, respectivamente, pela Moody's e Standard & Poor's.

TABELA 2.8

RATINGS DO BRASIL, ARGENTINA E MÉXICO DESDE 1992

País	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
						1º Trim	2º Trim
Brasil	B2/NR	B2/NR	B1/B ⁽¹⁾	B1/B+	B1/B+	B1/B+	B1/BB-
Argentina	B1/NR	B1/NR	B1/BB ⁽²⁾	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB
México	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB

Fonte: Aronovich (1997, quadro 6).

Obs.: (1) No segundo e terceiro trimestres o *rating* dado pela *Standard and Poor's* passou para B+; (2) o *rating* BB- só foi concedido no último trimestre do ano.

2.3.3 Fluxos oficiais de financiamento

Em contraste ao que tem ocorrido com os fluxos financeiros privados, os fluxos provenientes de governos e instituições internacionais para as economias em desenvolvimento têm se mantido estagnados (Tabela 2-7). Três razões são normalmente apontadas para esse fenômeno: primeiramente, os problemas fiscais dos países doadores; em segundo lugar, o fim da Guerra Fria; em terceiro lugar, dúvidas sobre a eficiência dos investimentos públicos, principal canal de "internalização" dos recursos doados nos países receptores (Cf Carvalho, 1997: 14).

TABELA 2.9

FLUXOS OFICIAIS DE FINANCIAMENTO A PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
	(Em bilhões de US dólares)						
FINANCIAMENTO OFICIAL A DESENVOLVIMENTO	61,1	60,9	69,7	69,6	69,7	69,5	65,7
ASST. OF. A DESENVOLVIMENTO	47,7	48,8	52,8	58,5	58,7	56,2	58,9
OUTROS	13,4	12,1	16,9	11,1	11,0	13,3	6,8
BILATERAL	43,6	41,7	46,0	46,7	48,6	46,0	45,0
ACD	36,6	36,4	39,3	42,3	41,2	39,6	41,3
OUTROS	7,6	5,3	6,7	4,4	7,4	6,4	3,7
MULTILATERAL	17,5	19,2	23,7	22,9	21,1	23,5	20,7
ACD	11,1	12,4	13,5	16,2	17,5	16,6	17,6
OUTROS	6,4	6,8	10,2	6,7	3,6	6,9	3,1

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

Note-se, entretanto, que o fator geopolítico parece prevalecer na distribuição dos recursos, em detrimento das reais necessidades das regiões. Dessa forma, é extremamente interessante observar-se que os países de maior desenvolvimento, dentre os países em desenvolvimento, são os que receberam a maior quantidade de recursos nos anos 90. Em especial, a Ásia, onde há uma significativa concentração de países em desenvolvimento com performance econômica superior, recebeu quase um terço dos fluxos oficiais de desenvolvimento. Por outro lado, o crescimento da ajuda externa para o Hemisfério Ocidental se compõe, na sua grande parte, da dívida pública de economias latino-americanas, parte da qual junto ao FMI, garantida pelos Estados da região.

TABELA 2.10**DESEMBOLSOS BRUTOS E LÍQUIDOS DE INSTITUIÇÕES MULTILATERAIS POR REGIÃO**

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

Fonte: Banco Mundial, *Op. Cit.*

Não há nenhuma expectativa de que esse quadro vá se modificar no futuro próximo, mesmo porque existe um consenso, pelo menos entre governos de economias mais desenvolvidas e instituições multilaterais de fomento (e.g. Banco Mundial): o de que os fluxos financeiros privados para economias em desenvolvimento continuará crescendo no futuro e que, portanto, os fluxos oficiais são "prescindíveis" para economias como a brasileira.

3 TENDÊNCIAS RECENTES NO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL

A reforma do sistema financeiro de 64-66 se espelhou no sistema financeiro norte-americano. Ou seja, o seu objetivo era implementar no Brasil um sistema segmentado, com instituições bancárias exercendo o papel tradicional de provisão de crédito a curto prazo e meios de pagamento, e outras instituições financeiras especializando-se em financiamentos com distintos riscos e prazos de maturação. Nesse sistema, os Bancos de Investimento, Corretoras e Distribuidoras de Valores e o mercado de capitais teriam um papel central no financiamento de longo prazo.

Apesar dessa reforma, o sistema financeiro privado brasileiro continua tendo três principais características: curto-prazismo, taxas de empréstimos privados elevadas e fragilidade. Essas características, por sua vez, têm conseqüências perversas para a economia, tais como: alta dependência de recursos fiscais e parafiscais no financiamento de longo prazo (inerentemente públicos), efeitos negativos sobre o investimento, altos custos para produção, variações abruptas do endividamento de curto prazo de acordo com oscilações de gastos agregados (investimento, consumo e gasto público).

Uma das razões que levaram a essa configuração institucional, e seus problemas, é nossa história de alta inflação. O ambiente inflacionário quase sempre impede a expansão de poupanças de longo prazo e, portanto, a consolidação de um sistema de intermediação de longo prazo. Com três anos de estabilidade econômica (desde a implementação da segunda fase do Plano Real), já podemos especular sobre os problemas e perspectivas de mudança de comportamento do sistema financeiro nacional. Entretanto, a estabilidade não é a única novidade, nem o único *desafio* para o sistema financeiro brasileiro. Desde 1988, com a reforma do sistema bancário, houve modificações importantes na regulamentação do sistema. Essas mudanças regulatórias se somaram a (1) um rápido aumento da abertura financeira para o resto do mundo e (2) a um movimento, mais recente, de concentração e internacionalização do sistema, com a entrada de novos atores (instituições financeiras bancárias e não bancárias).

As mudanças em curso são de especial relevância para o futuro do financiamento do desenvolvimento brasileiro. Por um lado, a estabilidade econômica deveria tender a gerar um alargamento nos prazos de aplicação e captação de recursos. Mesmo que esse processo não esteja ocorrendo com a rapidez desejável, é interessante especular-se, por exemplo, sobre a possibilidade de expansão das aplicações de investidores institucionais inerentemente "longo-prazistas" - como por exemplo, os fundos de pensão. Vale a pena perguntar-se, por outro lado, se a abertura financeira permitirá acesso mais diversificado às fontes de financiamento no exterior, em condições melhores que as que encontramos atualmente no mercado nacional. E, por fim, se o aumento da competição financeira interna implicará também na aceleração da introdução de inovações financeiras observadas no cenário internacional.

A seguir, vamos explorar essas possibilidades. Para tal, na seção 3.1 vamos apresentar uma análise sucinta do que foi, até os anos 80, o padrão de financiamento do desenvolvimento brasileiro. Na seção subsequente, mostraremos porque esse padrão entrou em decadência. Discutiremos, ainda, na seção 3.3, o quadro atual e as suas perspectivas no que tange à formação de um novo padrão, com base na emergência de novos atores e instrumentos, similarmente ao que se sucede no cenário internacional. Na seção 3.4, apresentamos um anexo contendo algumas das principais fontes internacionais de financiamento para o Brasil.³³

3.1 FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL ATÉ OS ANOS 80

Os mecanismos de financiamento do desenvolvimento que prevaleceram no Brasil até os anos 80 foram moldados a partir da Reforma Financeira de 1964-66. Para sermos mais precisos, eles foram moldados pelo não-desenvolvimento dos mecanismos previstos por aquelas reformas. Na prática, o que se buscava com as reformas era, por um lado, modificar o quadro anterior de financiamento do desenvolvimento, onde instituições públicas, principalmente o

³³ Esta seção se baseia largamente em Studart (1995) e Herrmann (1997). Como nosso objetivo aqui é analisar as mudanças recentes no sistema financeiro nacional, remetemos o leitor interessado àqueles trabalhos e às bibliografias citadas nos mesmos.

Banco do Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento, tinham um papel central no financiamento de longo prazo. Por outro lado, esperava-se, com a estabilidade de preços, promovida com o PAEG, e a introdução de mecanismos de indexação, atrair poupadores para investimentos de mais largo prazo, substituindo as fontes fiscais e inflacionárias de financiamento de longo prazo. De forma bastante sumária, podemos apresentar, como segue, o sistema financeiro pretendido pelas Reformas.

TABELA 3.1

INSTITUIÇÕES PREVISTAS NA REFORMA FINANCEIRA DE 1964-66

Tipo de Instituição	Área de Atuação	Tipo de Captação
AUTORIDADES MONETÁRIAS		
Conselho Monetário Nacional (CMN)	autoridade monetária: foi criada em 1964 em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), com funções normativas e reguladoras do sistema financeiro	Não se aplica
Banco Central	criado em 1964, executor das políticas monetária do Brasil (BACEN)	Não se aplica e financeira do
Governo		
SISTEMA FINANCEIRO PÚBLICO		
Banco do Brasil (BB)	perderia suas atribuições enquanto autoridade monetária, e passaria a atuar como (1) banco comercial - captando depósitos e ofertando crédito de curto prazo (crédito ao consumidor e capital de giro); (2) agente financeiro do Governo, especialmente na administração de linhas de crédito especiais, de médio e longo prazo para a Agricultura	Depósitos à vista e a prazo
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDE)	criado em 1952, o BNDE financiava especialmente empresas públicas com base em fundos fiscais e parafiscais; seu papel deveria ser diminuído com as Reformas e substituído por mecanismos privados de captação e aplicação de poupanças das famílias.	Fundos fiscais e parafiscais
Sistema Financeiro da Habitação	criado em 1964, tendo o Banco Nacional da Habitação (BNH) como instituição central, e composto pela Caixa Econômica Federal (CEF), Caixas Econômicas Estaduais (CE), Sociedades de Crédito Imobiliários (SCI), e Associações de Poupança e Empréstimo (APE)	Letras Imobiliárias Cadernetas de Poupança privadas
Bancos de Desenvol. Regionais e Estaduais	atuação semelhante ao BNDES	Repasse de Recursos
SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO		
Bancos Comerciais	crédito de curto e médio prazos, especialmente para capital de giro de empresas;	Depósitos à vista
Bancos de Investimento	os bancos de investimento se apresentavam como instituições-chave na constituição de um mecanismo privado de financiamento de longo prazo, atuando na concessão de crédito de longo prazo e no mercado primário de ações, realizando operações de colocação de ações para empresas investidoras (underwriting)	
Financeiras - Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento	instituições não-bancárias voltadas para o financiamento de médio e longo prazo ao consumidor (em especial, o relacionado à aquisição de bens duráveis)	Letras de Câmbio
Corretoras e Distribuid. de Valores (CDV)	atuando nos mercados primário e secundário de ações.	

O modelo de sistema financeiro segmentado, na forma concebida pelos mentores da Reforma, nunca chegou a funcionar por um período significativo no Brasil. Não cabe aqui uma discussão detalhada sobre os "descaminhos da Reforma de 1964",³⁴ mas vale a pena ressaltar alguns dos fatores.

A maior dificuldade das Reformas teve a ver com a ampliação dos prazos de captação e aplicação de fundos por parte do sistema financeiro privado. Na visão do Governo da época, a redução da inflação *por si só* geraria um sistema menos curto-prazista, estimulando poupadores de longo prazo a aplicar em ativos de médio e longo prazo. Isso permitiria não só a intermediação financeira no financiamento indireto de longo prazo, como também a colocação de títulos e ações em mercados primários (Bolsas).

Isso, de fato, não ocorreu: as instituições financeiras privadas, desde a Reforma, encontraram dificuldades em colocar títulos de médio e longo prazo no mercado com taxas pré-fixadas. Essa dificuldade é plenamente compreensível em uma economia com memória inflacionária forte, como mostramos no quadro abaixo: qualquer investidor sabe que a elevação da inflação pode causar-lhe fortes perdas, quando se mantém um título de renda fixa.

TABELA 3.2

RISCOS DE GANHO/PERDA NO PROCESSO DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA CASO AS EXPECTATIVAS INFLACIONÁRIAS DOS AGENTES SEJA INFERIOR À DE FATO OCORRIDA

<i>Risco do</i>	<i>TC - pré-fixada</i>	<i>TC - pré-fixada</i>	<i>TC - pós-fixada</i>	<i>TC - pós-fixada</i>
	<i>TE - pré-fixada</i>	<i>TE - pós-fixada</i>	<i>TE - pré-fixada</i>	<i>TE - pós-fixada</i>
<i>Emprestador</i>	Perda	perda	nenhum	ganho
<i>Instituição Financeira</i>	Nenhum	ganho	perda	nenhum
<i>Prestamista</i>	Ganho	perda	ganho	perda

Por outro lado, mesmo que a Lei do Mercado de Capitais e Resoluções posteriores do BACEN autorizassem a emissão de diversos tipos de instrumentos com correção monetária,³⁵ as instituições privadas mostraram-se reticentes em ampliar sua captação com juros pós-fixados, além de, pelas razões similares às expostas acima, terem tido dificuldades em emprestar com taxas pós-fixadas.

Nesse sentido, a introdução de um indexador não poderia, de forma alguma, resolver o problema do curto-prazismo na intermediação financeira, dado que a indexação transfere o risco entre agente, e não o elimina. Como para ampliar a intermediação de fundos de médio e longo prazo, as instituições financeiras precisam de estruturas passivas compatíveis, o resultado foi de fato uma crescente pressão sobre o Governo para autorizar a redução dos prazos de captação e aplicação de recursos.

³⁴ Para tal, veja-se Studart (1995: cap. 8).

³⁵ O que na prática representou a extensão para ativos privados da correção monetária já vigentes nas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

Essas não foram as únicas dificuldades na criação de um sistema privado de financiamento a longo prazo. Apesar dos incentivos fiscais ao crescimento de um mercado de ações, como, por exemplo, os *Fundos Fiscais 157*²⁸, o crescimento significativo dos preços das ações não induziu um aumento das colocações nos mercados primários. Por conseguinte, as Bolsas de Valores mostraram-se extremamente voláteis entre 1969 e 1971, quando por fim sofreram o maior *crack* de sua História. Após este, o sonho do Governo Militar em criar um mercado de capitais gerador de fundos de longo prazo para o investimento foi de vez sepultado. Esta foi uma das razões básicas para a constituição do sistema de financiamento do desenvolvimento brasileiro nos anos 70.

3.2 CONCENTRAÇÃO E CURTO-PRAZISMO: DO II PND À "DÉCADA PERDIDA"

O sistema financeiro nacional sofisticou-se bastante a partir de 1964, a começar pelo número de instituições financeiras, que mais do que triplicou entre 1964 e 1974 (Tabela 3-1). O volume de empréstimos em relação ao PIB, puxado pelo *boom* do crédito ao consumidor e da construção civil (com suas conseqüências sobre o espectro de financiamento de capital de giro), mais do que duplica, passando de cerca de 26,1%, em 1968, para 56,2% em 1976. Porém, pelas razões já expostas, o sistema financeiro privado não desenvolveu prazos de maturação de empréstimos compatíveis com o crescimento do investimento.

Pelo contrário, a tendência do sistema financeiro privado foi de maior concentração em torno de conglomerados financeiros, movimento este estimulado pelo próprio Governo Federal (Studart, 1995: cap. 7). Esse processo permitiu, sob um mesmo conglomerado, atuarem as instituições financeiras com distintas formas de captação e aplicação, porém com prazos substancialmente similares (ou seja, curto prazo).

A implementação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (em 1974) trouxe à tona a necessidade de rapidamente reconstituir-se um sistema de financiamento de longo prazo. A solução foi (i) buscar-se, nas instituições públicas existentes, o rápido incremento de fundos de longo prazo necessários ao projeto - por exemplo, através do incremento dos fundos do BNDE com a transferência do PIS-PASEP em 1974, que expandiu significativamente sua capacidade de financiamento nos anos 70 (ver Figura 7); (ii) o aproveitamento das condições de liquidez existentes no mercado internacional para ampliar a captação de financiamentos de longo prazo em moeda estrangeira (Lei 4.131 e Resolução 63). A terceira pema que constitui o financiamento de longo prazo no Brasil foi, tradicionalmente, o autofinanciamento.

²⁸ Com estes os Governo permitia deduzir parcela do imposto de renda para aplicação junto a fundos de investimento voltados especificamente para aquisição de ações.

TABELA 3.3**NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL**

Tipo de instituição	1964	1970	1974	1980	1985	1988	1994	1995
Bancos	336	178	109	111	107	106	242	238
Comerciais	336	178	109	111	107	106	33	35
Privados	312	150	81	84	78	77	29	31
Oficiais	24	28	28	27	29	29	4	4
Múltiplos							209	203
Privados							184	178
Oficiais							25	25
Cx. Econômicas	26	6	6	5	5	5	2	2
Bco. Investimento		30	41	39	38	56	17	16
Bco. Fed. Desenv.	2	3	3	3	3	2	1	1
Bco.Reg.Desenv.	1	10	11	13	13	13	6	6
SCFI/ (Financeiras)	134	214	150	115	113	107	42	46
Soc. Cred. Imobil.		44	46	53	75	57	25	22
Ass.Poup.Emprést.		32	36	36	10	2	2	
Socied.Cooperativas	...	...	329	403	579	661	981	957
Soc.Corretoras		404	396	271	273	273	286	271
Soc.Distribuidoras		573	567	461	408	447	372	329
Soc. Arrend. Merc.		-	-	57	56	56	76	78
TOTAL	499	1494	1694	1567	1680	1785	2052	1966

Fonte: Relatórios do Banco Central do Brasil (vários números) até 1987; BAGEN/DECAD para 1988; IBGE/ANDIMA (1997), p.28, para 1989-95

Os entraves às operações de longo prazo foram dramaticamente acentuados nos anos 80, quando a economia esteve condicionada a um quadro de dificuldades macroeconômicas conhecidas: (i) aceleração inflacionária, com taxas altas e voláteis; (ii) rígida restrição externa, causada pelo aumento dos juros internacionais e retração das fontes voluntárias de refinanciamento da dívida externa; (iii) agudo processo de deterioração financeira do setor público, em grande parte fruto da aceleração inflacionária e restrição externa; (iv) comportamento errático da atividade econômica; (v) diversas tentativas frustradas de estabilização de preços.

TABELA 3.4
ALGUNS DADOS MACROECONÔMICOS RELEVANTES

Ano	Crescimento do PIB (% aa)	% FBCF sobre PIB (%)	Inflação Anual (% aa)	Dívida Externa US\$ Bi	Reservas Intern. US\$ Bi
1968	11,20	18,97	24,23	3,80	0,30
1969	10,00	22,01	20,13	4,40	0,70
1970	8,80	20,54	19,44	5,30	1,20
1971	11,30	21,26	20,31	6,60	1,70
1972	11,90	21,20	17,33	9,50	4,20
1973	14,00	22,05	14,91	12,60	6,40
1974	8,20	24,31	28,69	17,20	5,30
1975	5,60	25,70	27,87	21,30	4,00
1976	9,00	23,04	41,24	26,00	6,60
1977	4,70	22,05	42,66	32,00	7,30
1978	5,00	23,00	38,73	42,50	11,90
1979	6,80	23,14	53,92	49,90	9,70
1980	9,20	24,11	100,21	53,80	6,90
1981	-4,30	24,06	109,88	61,40	7,50
1982	0,80	22,17	95,45	70,20	4,00
1983	-2,90	17,64	154,53	81,30	4,60
1984	5,40	16,62	220,62	91,10	12,00
1985	7,80	19,23	225,52	95,90	10,50
1986	7,50	20,04	129,69	101,70	6,80
1987	3,50	23,07	221,78	107,50	7,40
1988	-0,10	24,32	684,63	102,50	9,50
1989	3,20	26,86	1.319,87	99,20	9,70
1990	-4,30	22,93	2.740,02	96,50	10,00
1991	0,30	19,18	414,71	92,90	9,40
1992	-0,80	19,52	991,41	110,80	23,70
1993	4,20	20,01	2.103,66	114,20	32,20
1994	5,80	20,80	2.406,82	119,60	38,80
1995	4,20	19,20	67,46	129,30	51,80

Fonte: BACEN, Nota para Imprensa, diversos números. Obs.: NFSP = necessidade de financiamento do setor público. (*) Calculada com base nos dados em valores constantes

Assim, à tendência de concentração financeira e curto-prazismo dos anos 70 somaram-se os profundos desequilíbrios financeiros que terminaram por desaguar num crescimento explosivo da dívida interna brasileira. Essa conjunção de fatores levou o sistema financeiro privado a deslocar suas aplicações primordialmente para o setor público, como observamos na Tabela 3-4 abaixo.

3.3 QUADRO ATUAL

O processo de conglomeração financeira em torno dos bancos comerciais privados teve sua consolidação através da Reforma Bancária de 1988,³⁷ que autorizou a formação dos "ban-

³⁷ Resolução 1.524 do BACEN de 21/09/88.

cos múltiplos". Por essa reforma, um banco múltiplo poderia ser constituído pela fusão de quatro tipos de instituições financeiras: bancos comerciais, financeiras, associação de poupança e empréstimo e bancos de investimento. Outra importante mudança da reforma foi a extinção das *cartas-patente* e a implementação de um critério de seleção com base na exigência de capital mínimo, variando de acordo com a instituição a ser aberta. Essas mudanças permitiram um aumento de mais de duas vezes o número de bancos, essencialmente pela criação de bancos múltiplos, com portes variados.³⁰

O desenvolvimento do sistema bancário doméstico, a partir de 1988, é importantes para entender o quadro atual. Porém, a formação dos bancos múltiplos representou uma consolidação de um processo de concentração que se delineou desde meados dos anos 70, como já vimos com a Tabela 3-2.

Sem dúvida, muito mais relevante do que a mudança no quadro regulatório interno, foi a abertura financeira que se produziu nesse período. Antes de analisarmos essa questão, seria interessante iniciarmos com uma breve especulação sobre as tendências no que tange a um dos principais pilares do padrão de financiamento anterior: as instituições oficiais de fomento.

TABELA 3.5
EMPRÉSTIMOS DOS BANCOS COMERCIAIS

Ano	Ao Setor Público Não-Financeiro***				Ao Setor Privado Não-Financeiro						Total em R\$ Bil. 1994	
	Federal	Estadual	Municipal	Ativ. Empr.	Total	Indústria	Comércio	Rural	P.Física	Outros		Total
1970	nd	nd	nd	nd	6,86	38,24	24,77	13,23	12,23	4,67	93,14	41,50
1975	nd	nd	nd	nd	4,53	39,18	23,82	15,28	14,09	3,10	95,47	110,00
1976	nd	nd	nd	nd	5,86	41,21	22,63	14,30	12,26	3,74	94,14	12,40
1977	nd	nd	nd	nd	6,07	44,17	21,55	11,94	11,99	4,28	93,93	126,10
1978	0,24	4,30	2,91	10,51	17,96	38,88	14,32	10,09	12,36	6,39	62,04	138,00
1979	0,81	5,84	2,50	12,65	21,79	37,59	13,65	9,65	11,14	6,18	78,21	147,40
1980	1,19	6,88	2,61	14,94	25,62	37,53	11,79	9,12	9,42	6,52	74,38	134,50
1981	2,12	9,35	2,69	17,89	32,05	34,12	9,76	10,20	6,03	7,84	67,95	136,60
1982	2,44	11,48	2,86	19,84	36,61	31,14	9,02	10,70	4,12	8,41	63,39	119,31
1983	3,76	14,72	3,06	25,67	47,21	23,58	7,53	11,03	2,78	7,88	52,79	122,50
1984	3,64	15,37	2,84	24,98	46,83	24,96	8,51	7,30	4,59	7,81	53,17	121,50
1985	3,22	15,11	3,09	23,38	44,81	22,53	10,23	6,88	8,58	6,98	55,19	114,30
1986	1,86	10,81	2,21	15,37	30,25	22,51	18,78	10,75	5,03	12,69	69,75	143,70
1987	2,39	13,61	3,06	19,89	38,95	27,34	11,91	7,60	3,84	10,36	61,05	222,00
1988	8,27	32,68	4,54	-	45,49	30,90	7,44	4,22	2,70	9,25	9,00	280,00
1989	7,22	50,61	6,75	-	64,57	19,78	3,17	4,60	1,88	6,00	35,43	133,40
1990	7,46	26,81	3,15	-	37,42	39,69	5,99	8,88	0,79	7,23	62,58	144,80
1991	6,71	18,49	3,00	-	28,19	43,18	5,06	11,51	1,80	10,28	71,81	214,10
1992	6,47	8,54	0,56	-	15,57	44,83	7,85	11,10	3,31	17,34	84,43	150,00
1993	3,64	5,94	0,42	-	10,00	50,33	9,81	8,09	3,22	18,56	90,00	154,80
1994**	3,37	2,81	2,11	-	8,29	53,19	8,98	8,92	4,00	16,62	91,71	155,90

OBS: (*) Inclui bancos privados e oficiais (estaduais e federais, menos o Banco do Brasil). (**) Os valores referem-se ao mês de junho de 1994. (***) De 1978 a 1987, os empréstimos aos governos federal, estadual e municipal são relativos aos serviços públicos, sendo os empréstimos relacionados às atividades empresariais (indústria, comércio e outros) englobados em separado; a partir de 1988, os empréstimos às atividades empresariais estão incluídos nos respectivos governos. #ND= dado não disponível

** Como veremos mais adiante, o crescimento muito acelerado do número de bancos comerciais vai ser um dos motivos básicos do traumático processo de ajuste no período pós-Real.

3.3.1 Instituições oficiais de fomento³⁹

Como já colocamos na Introdução, o sistema público de fomento passa momentos de significativa dificuldade e reestruturação, em especial os bancos estaduais. Dados os profundos desequilíbrios de muitos estados da União, e desses bancos, o processo de ajuste dessas instituições deverá seguir os contornos ditados pelo Governo, como resumido por Mendonça de Barros e Almeida Jr.:

"Os bancos estaduais, ao contrário dos bancos privados e dos bancos federais, ficaram fora do mercado de crédito após a estabilização de preços, e tiveram sua liquidez comprometida com o agravamento da crise fiscal dos estados. Dessa forma, o problema desses bancos está intimamente relacionado ao problema fiscal dos seus respectivos acionistas controladores: os estados. Assim, o ajuste dos bancos estaduais passa, necessariamente, além das mudanças exigidas no modelo operacional dessas instituições, por um programa de ajuste fiscal dos estados, para viabilizar o pagamento das dívidas destes junto aos seus respectivos bancos estaduais... O processo de ajuste dos bancos estaduais deverá reduzir a presença do setor público estadual na atividade financeira bancária por meio, principalmente, da privatização e transformação desses bancos em agências de fomento (1997: 9; itálicos no original; negritos nossos).

Para promover esse "ajuste", o Governo Federal editou duas Medidas Provisórias "estabelecendo as linhas básicas do programa de ajuste dos bancos estaduais e o refinanciamento da dívida mobiliária dos estados, baseado em um amplo programa de ajuste fiscal" (Ibid Idem). De fato, dos 23 bancos estaduais atualmente existentes no país, 12 serão transformados em agências de fomento ou privatizados.⁴⁰ Essas transformações apontam para, pelo menos, uma redução do papel dos bancos estaduais no financiamento do desenvolvimento - ou uma profunda reestruturação nas suas formas de captação de recursos no futuro próximo.

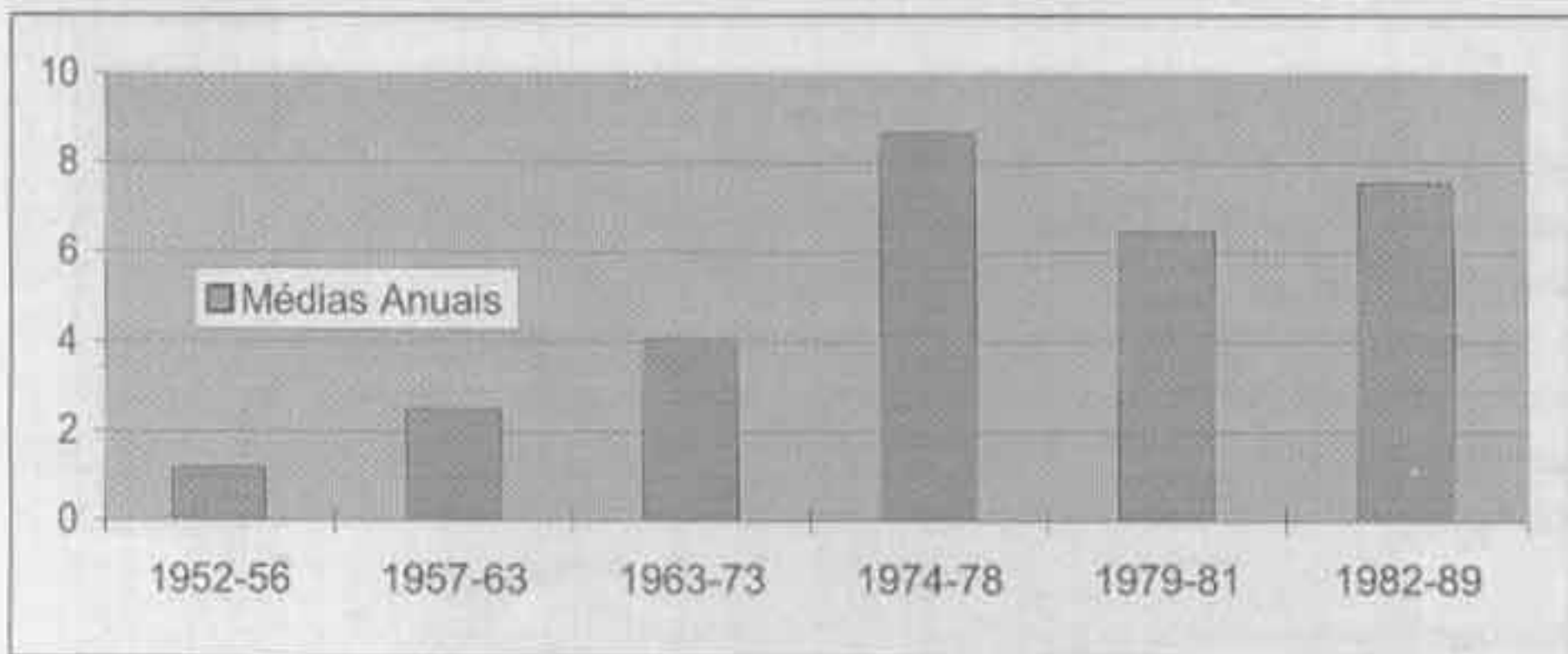
Quanto ao BNDES, seu papel ainda deve ser bastante significativo no financiamento do desenvolvimento nacional no futuro próximo. Porém, mesmo que seus desembolsos tenham crescido significativamente nos últimos dois anos, de fato o valor, em 1996, ainda continuava muito inferior aos alcançados em fins dos anos 70 (Figuras 3-1 e 3-2).

³⁹ Dadas as características deste estudo, iremos nos concentrar na análise dos bancos estaduais e no BNDES.

⁴⁰ Veja-se *Gazeta Mercantil*, 4 de Julho de 1997, p. B-1.

FIGURA 3.1

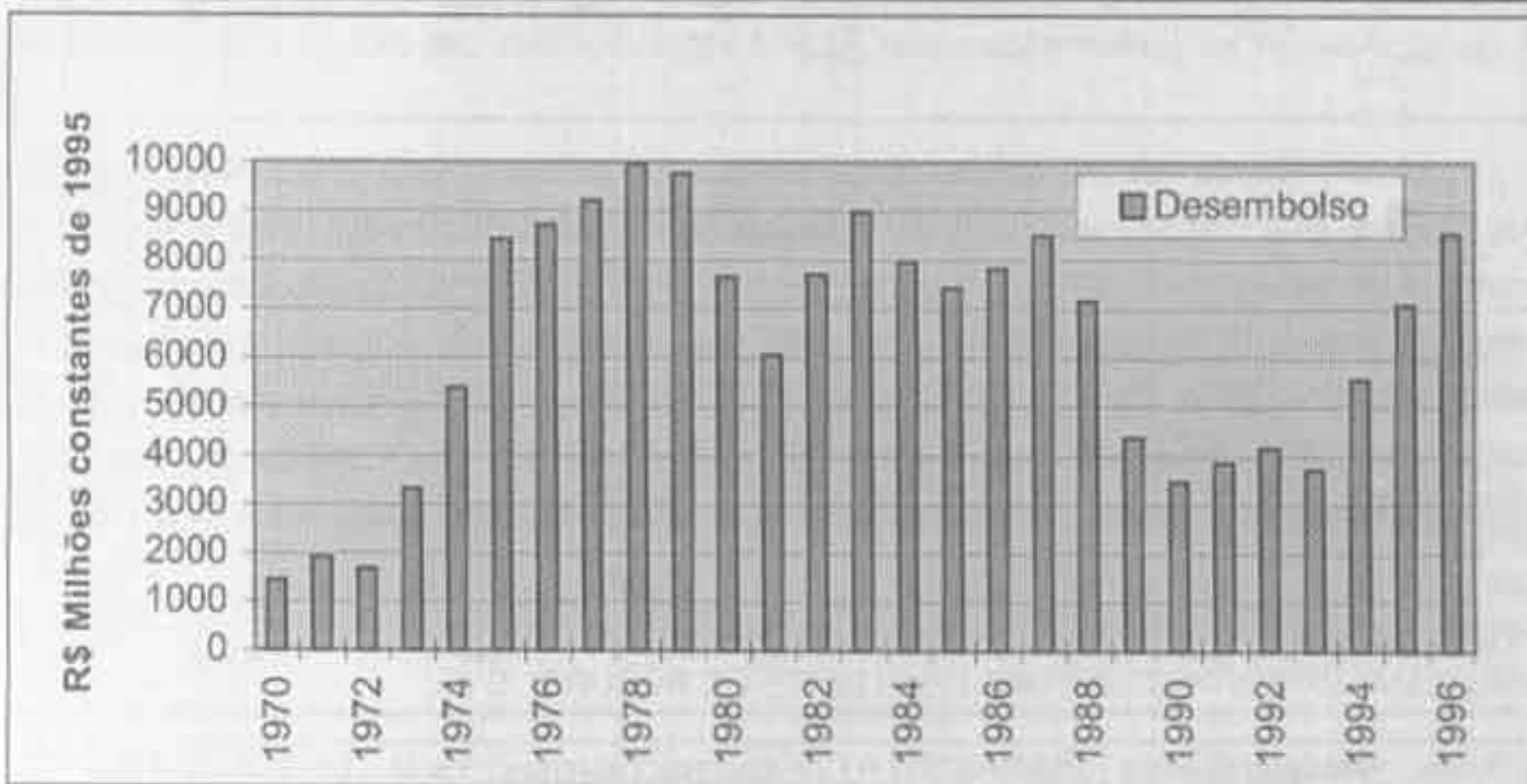
DESEMBOLSOS DO BNDES: % SOBRE A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO



Fonte: BNDES.

FIGURA 3.2

DESEMBOLSOS DO BNDES (EM R\$ MILHÕES DE 1995 E MÉDIA MÓVEL - QUATRO ANOS)

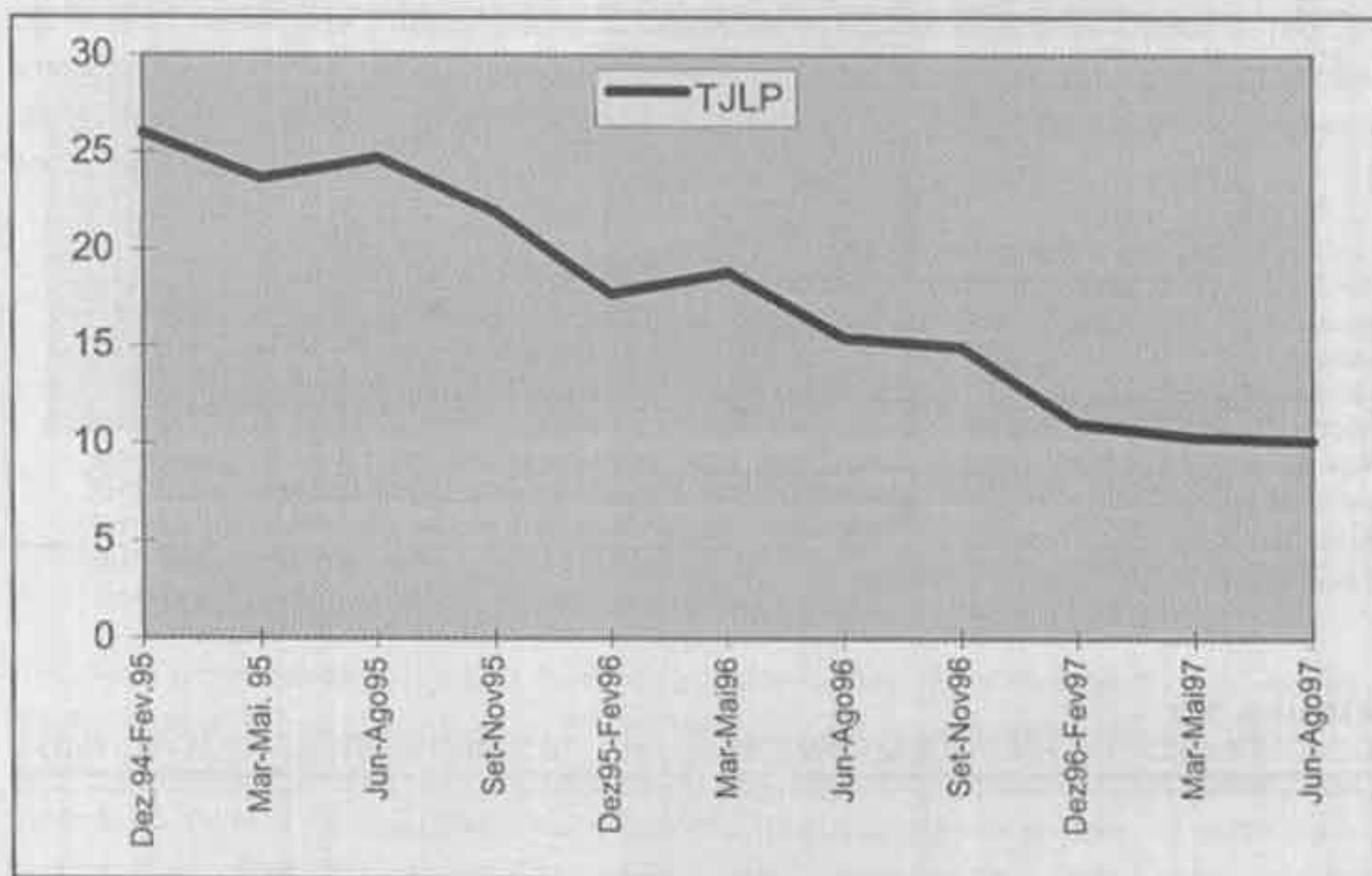


Fonte: BNDES.

Há que ressaltar, entretanto, que o Governo tem tido bastante sucesso na redução do custo de financiamento do BNDES, basicamente mensurado pela *Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP* -, como vemos abaixo.

FIGURA 3.3

EVOLUÇÃO DA TJLP NO PÓS-REAL



Muito mais do que por razões conjunturais, o crescimento do BNDES enquanto agente de fomento está condicionado às suas fontes de *funding*. A Tabela indica que a principal fonte externa de recursos do BNDES continua sendo o PIS/PASEP/FAT. Essas fontes dependem essencialmente do crescimento industrial (PIS), do crescimento do emprego (FAT) e do número e remuneração de funcionários públicos (PASEP). Dadas as projeções macroeconômicas vigentes no País, a não ser que as fontes de *funding* do BNDES se modifiquem, esses recursos são bastante limitados para fazer face a uma retomada sustentada do crescimento.

TABELA 3.6

SISTEMA BNDES - ESTRUTURA DE FONTES DE RECURSOS (%)

Anos	Geração Interna	PIS/PASEP/FAT	Recursos Externos	FMM	Demais Fontes
1990	60,80	9,70	0,80	17,50	11,20
1991	68,50	22,00	0,80	4,20	4,50
1992	45,20	36,80	2,10	4,90	11,00
1993	43,70	24,70	4,20	4,00	23,40
1994	29,00	16,10	1,70	3,10	50,10
1995	67,40	22,00	2,00	4,20	4,40
1996	70,70	19,30	-	3,00	7,00
Média	55,04	21,51	1,66	5,84	15,94

Fonte: BNDES.

Um quadro bastante promissor se apresenta no que tange aos novos investidores institucionais e à captação externa de recursos. Isso é o que vamos discutir a seguir.

3.3.2 Fundos: Os Novos Atores ?

Além do crescimento acelerado das fontes de captação no exterior, uma outra novidade no âmbito do financiamento do desenvolvimento se relaciona com o rápido crescimento dos fundos de pensão e da indústria de fundos mútuos de investimento. Os fundos de investimento foram criados ainda sob a administração Collor de Mello. No período de alta inflação (até julho de 1994), cumpriam somente a função de preservar poder de compra dos depósitos à vista, então convertidos em aplicações - muitas vezes automáticas - em fundos. Eram, portanto, aplicações de curtíssimo prazo, que não se diferenciavam dos depósitos à vista e serviam basicamente à rolagem diária da dívida mobiliária pública.

Em julho de 1995, o Conselho Monetário Nacional determinou uma série de modificações no mercado de fundos, incentivando a expansão dos prazos de maturação de suas aplicações, através de um sistema diferenciado de recolhimentos de depósitos compulsórios. Também foram criados, nessa ocasião, os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) com prazos mínimos de retenção de 30, 60 e 90 dias, sendo os dois últimos isentos de recolhimento de compulsório. Essas modificações têm levado a um alargamento dos prazos de maturação, mesmo que ainda tímido, das aplicações dos fundos, como observamos na Tabela abaixo.

TABELA 3.7
FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL
MAIO 1996 (R\$ MILHÕES CORRENTES E %)

	Patr. Líquido	Partici- pação	Carteira					
			Titulos Fed.	Tit. Est. Mun.	Tit. Priv.	Oper. Comp.	Ações	Outros
FIF Curto Prazo	16921	18%	15%	3%	15%	25%	0%	42%
FIF 30 dias	3634	4%	46%	2%	16%	23%	0%	12%
FIF 60 dias	60875	63%	40%	4%	22%	26%	0%	9%
FIF 90 dias	971	1%	13%	2%	8%	39%	0%	39%
Fundo de Ações	2873	3%	93%	0%	9%	0%	78%	3%
Fundos Capital Estrangeiro	4368	5%	83%	0%	12%	0%	0%	5%
Fundos Extra Mercado	6950	7%	52%	0%	48%	0%	0%	0%

Fonte: Abrapp.

Do ponto-de-vista dos mecanismos de financiamento do investimento, a grande novidade que trazem os anos 90 é a emergência dos fundos de pensão enquanto investidores institucionais *de facto*. Como já explicamos na Parte 2 deste estudo, o crescimento dos fundos de pensão advém de dois fatores: (1) das dificuldades e crise dos sistemas previdenciários públicos, com base em repartição simples; (2) do processo de desregulamentação dos fundos privados, que permitiu que estes ampliassem suas carteiras; (3) das oportunidades de aquisição de participa-

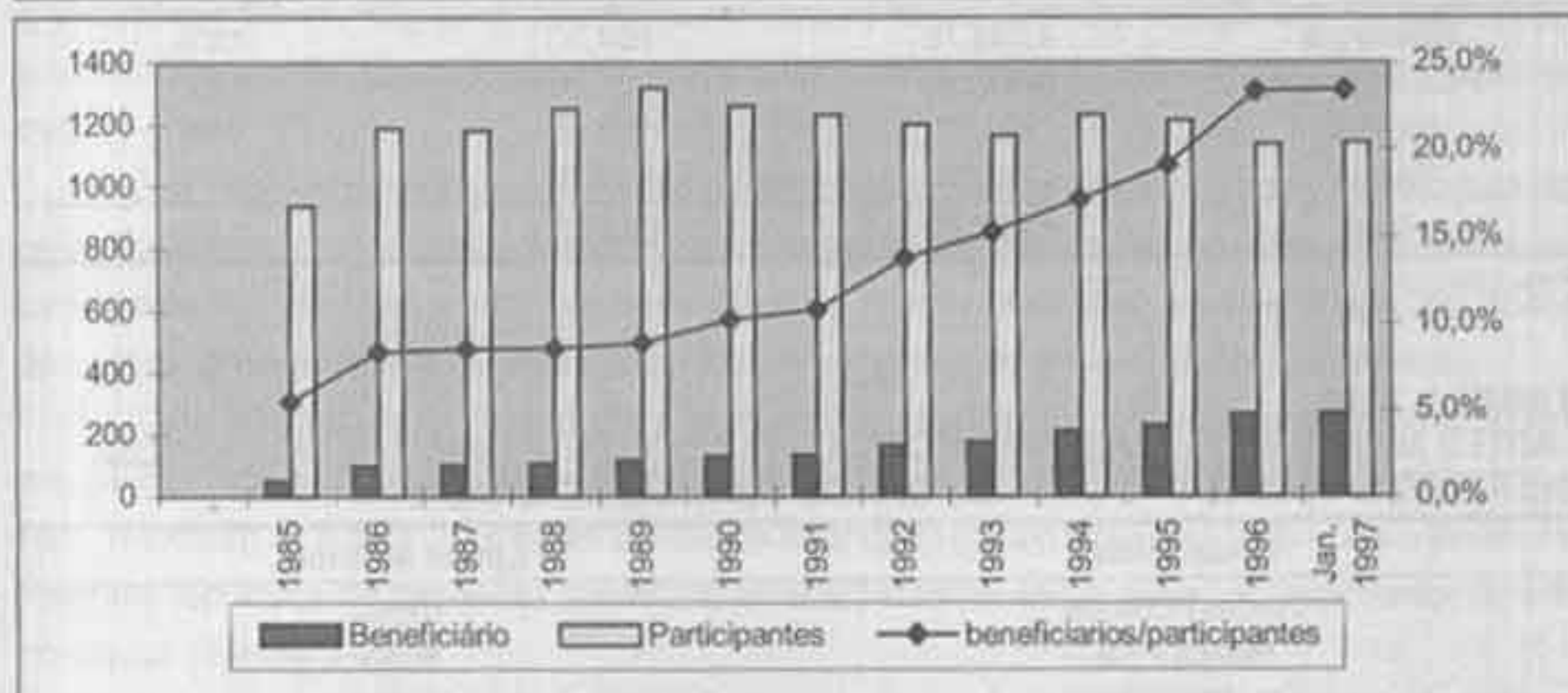
ção acionária no processo de privatização de empresas governamentais.

O crescimento dos fundos de pensão, no Brasil, foi bastante significativo nos anos 90, passando de uma carteira de US\$ 23 bilhões para algo em torno de US\$ 71 bilhões em 1997. Como já colocamos anteriormente, esses fundos têm por características intrínsecas a busca de aplicações de mais longo prazo e portanto, podem configurar-se como importantes agentes na constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento brasileiro.

Deve-se, entretanto, ser cauteloso no otimismo, posto que grande parte do crescimento do patrimônio dessas instituições está ligada a fatores não sustentáveis no longo prazo. Por um lado, com o recente aumento do número de contribuintes para instituições privadas, se ampliam os recursos disponíveis para serem aplicados por essas instituições. Ou seja, como o número de beneficiados só segue esse movimento com um *hiato de tempo* significativo (Figura 2-3), os recursos disponíveis para aplicação crescem muito rapidamente.

Por outro lado, o aumento da rentabilidade média desses fundos se justifica por situações de certa forma conjunturais: (1) a política de juros de Governo, que determina a remuneração sobre seu espectro de aplicação de renda fixa; (2) o significativo crescimento dos preços nos Mercados Mobiliários Brasileiros nos anos 90; e (3) sua participação nos processos de privatização (Tabela 3-9). À medida que os fatores mencionados, acima, tendem a desaparecer com a consolidação do processo de estabilização econômica, podemos esperar uma redução da taxa de crescimento desses fundos no médio e longo prazos. Desnecessário dizer que essas conclusões se modificam caso haja, nos próximos anos, um crescimento do produto e, especialmente, do emprego e dos salários reais.

Um último empecilho ao crescimento do papel dos fundos no financiamento do desenvolvimento tem a ver com a legislação que os regulam: o limite máximo para aplicação em títulos públicos e de renda fixa (em geral de curto prazo), o que inviabiliza uma maior participação de títulos de longo prazo nas carteiras desses agentes, *antes da consolidação da estabilidade de preços* - ou, melhor colocando, antes que a memória inflacionária deixe de guiar o comportamento dos investidores institucionais e instituições financeiras.

FIGURA 3.4**CRESCIMENTO DA RELAÇÃO BENEFICIÁRIOS/PARTICIPANTES EM FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL**

Fonte: dados primários da Abrapp; elaboração do autor.

TABELA 3.8**ALGUNS DADOS RELEVANTES DA EVOLUÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

Período	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jan/97
Beneficiário	51671	99631	101162	107761	116656	128887	133068	164702	177868	211052	232236	265740	268119
Participantes	938	1169	1181	1251	1317	1260	1233	1200	1166	1232	1214	1137	1145
Investimentos	7,5	8,7	7,6	10,5	15,6	12,1	18,0	23,0	32,6	55,1	59,0	69,0	71,30
	2%	2%	1%	2%	3%	2%	3%	4%	6%	9%	10%	11%	11%
Carteira													
Ações	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	26%	35%	39%	29%	31%	32%
Imóveis	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	20%	16%	14%	15%	13%	13%
Dep. prazo	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	16%	15%	11%	15%	10%	7%
Fundos de investimento	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	4%	10%	12%	12%	19%	24%
Empréstimos a participantes	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Financiamento imobiliário	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	4%	3%	5%	6%	5%	5%
Debêntures	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	4%	3%	2%	5%	5%	5%
Títulos públicos	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	7%	4%	4%	4%	6%	4%
Outros	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	5%	6%	3%	3%	2%	2%
Oer. C/patrocinadores	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	12%	8%	6%	9%	7%	7%
Total em US\$ bi	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	#ND	23	33	55	59	69	71

Fonte: Abrapp. Obs: #ND = dado não disponível.

TABELA 3.9

PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NA PRIVATIZAÇÃO (1991-95)

Setor	Total	Fundos de pensão	Participação
Siderurgia	4.848,70	864,30	18%
Petroquímica	2.486,20	223,00	9%
Elétrico	399,80	192,80	48%
Outros	768,10	151,70	20%
Total	8.502,80	1.431,80	17%

Fonte: Abrapp.

TABELA 3.10

LIMITES MÁXIMOS DE INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO (% DOS ATIVOS) SEGUNDO A RESOLUÇÃO 2.324 DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Modalidade	Limite Máximo
Títulos Públicos	100%
Renda Fixa	80%
Renda Variável	50%
Títulos Rurais	3%
Fundos Imobiliários	10%
Fundos de Empresas Emergentes	5%
Imóveis	20% até 31/12/1997 (redução anual da alíquota em 1 % até 2002)

Fonte: da Costa (1997: 52).

3.3.3 Captação de recursos externos

Como já observamos, há uma tendência a um crescimento não muito rápido dos fluxos oficiais de capital para as economias em desenvolvimento (veja Tabela abaixo). Se alguma novidade há na arena das captações internacionais, essa se liga aos mercados privados de capital.

TABELA 3.11

FLUXOS LÍQUIDOS DE GOVERNOS E ORGANISMOS

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996
Organismos internacionais	1 029	970	1 134	1 655	2 875
BIRD	595	471	641	838	1 501
BID	335	336	416	522	832
CFI	99	163	77	295	542
Agências governamentais	74	48	306	403	410
Total	1 103	1 018	1 440	2 058	3 285
% sobre Fluxos Líq. de Capital	21%	11%	14%	18%	12%

Fonte: Banco Central do Brasil.

A liberalização da conta de capital, no Brasil, se acelerou significativamente em fins dos anos 80, quando o Governo adotou uma série de medidas revogando e eliminando proibições, restrições e barreiras ao capital estrangeiro. Sem dúvida alguma, uma das medidas mais im-

portantes foi a Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987, que aprovou a criação de fundos e sociedades de capital estrangeiro (até então inexistentes no Brasil) e seus Anexos I, II, III, IV e V. O anexo IV, em especial, possibilitou uma ampliação das alternativas aos investimentos externos através da administração de carteira de valores mobiliários de investidores institucionais.⁴¹

Em 1992, por sua vez, a restrição externa começa a ser atenuada com a assinatura de um novo acordo com os credores externos, nos moldes do Plano Brady. Além de reestruturar os pagamentos de juros e principal devidos, esse Plano possibilitou a securitização da dívida de países latino-americanos e sua conseqüente negociação em mercados secundários.

Com a liberalização financeira, o aumento da confiança dos investidores internacionais e a política monetária altamente restritiva da administração do Ministro Marcílio Marques Moreira, retornam os fluxos voluntários de capital financeiro para o Brasil. O País volta a acumular reservas (ao invés de perdê-las sistematicamente) e torna-se de novo um importador líquido de capital (Tabela 3-2).

Em 1994, o Brasil conclui um novo acordo da dívida externa, também com base no Plano Brady. Tendo em vista esse acordo, o sucesso do Plano Real e a atratividade criada pelo programa de privatizações do Governo Fernando Henrique Cardoso, um novo impulso à captação externa de recursos é dado, e essa passa de US\$ 43,1 bilhões, em 1994, para US\$ 53,9 bilhões, em 1995, e US\$ 79 bilhões em 1996 (Tabela 3.5).

Conforme já havíamos notado na Parte I deste estudo, o crescimento do mercado de bônus para países "emergentes" é uma tendência no mercado internacional. De fato, como denota o último relatório anual do BIS (1997: 100), até mesmo os países asiáticos têm recorrido crescentemente a esse mercado - quebrando um norma de captação através de empréstimos sindicalizados.⁴²

⁴¹ Para termos idéia do papel do Anexo IV, podemos citar que entre 1992 e 1994, mais de 90% dos investimentos externos no mercado de capital brasileiro foram realizados via anexo IV. Mais detalhes abaixo.

⁴² O mercado internacional de participação acionária em economias emergentes ainda é incipiente, porém começa a crescer, como demonstra Barings Securities (1995). Entre 1992 e 1997, 43 empresas brasileiras realizaram colocações na forma de *Depository Receipts* no mercado norte-americano. Devido à sua relativa pequena importância para o Brasil, a captação de recursos externos por esse mecanismo não será tratada neste estudo.

TABELA 3.12 (A)**BRASIL: CAPTAÇÃO EXTERNA DE RECURSOS**

US\$ MILHÕES

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996
Total	17 791	32 667	43 073	53 885	78 999
Investimentos	5 188	15 928	27 214	28 010	35 152
Em carteira	3 863	14 971	21 600	22 559	24 684
Diretos	1 325	877	2 241	3 285	9 580
Fundos de renda fixa		80	1 434	211	12
Fundos de privatização			1 939	1 955	779
Fundos de investimento imobiliário					92
Fundos de investimento em empresas emergentes					5
Empréstimos em moeda ^{1/}	7 979	11 031	8 756	15 883	28 078
Comunicado Firce nº 10	922	769	1 053	2 170	2 626
Resolução nº 63	856	597	201	817	376
Resolução nº 2.148 - Financiamento rural direto				1 067	4 866
Resolução nº 2.170 - Financiamento Imobiliário					5
Resolução nº 2.312 - E. Exportadora					631
Commercial paper	1 190	338	182	381	633
Bônus e notes	4 833	7 598	5 961	9 650	18 046
Export securities	30	675	261	494	297
Renovações	148	1 054	1 098	1 304	598
Financiamentos	2 332	3 282	4 353	4 576	6 828
Registrados	447	449	630	1 074	1 422
Autorizados	1 885	2 833	3 723	3 502	5 406
Leasing e aluguel	1 173	1 005	842	1 143	1 868
Pagamentos antecipados de exportações	1 119	1 421	1 908	4 273	7 073

Fonte: BACEN, Nota para Imprensa, Maio de 1997.

TABELA 3 12 (B)**BRASIL: CAPTAÇÃO EXTERNA DE RECURSOS (EM %)**

Discriminação	% do Total				
	1992	1993	1994	1995	1996
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Investimentos	29,2%	48,8%	63,2%	52,0%	44,5%
Em carteira	21,7%	45,8%	50,1%	41,9%	31,2%
Diretos	7,4%	2,7%	5,2%	6,1%	12,1%
Fundos de renda fixa		0,2%	3,3%	0,4%	0,0%
Fundos de privatização			4,5%	3,6%	1,0%
Fundos de investimento imobiliário					0,1%
Fundos de investimento em empresas emergentes					0,0%
Empréstimos em moeda ^{1/}	44,8%	33,8%	20,3%	29,5%	35,5%
Comunicado Firce nº 10	5,2%	2,4%	2,4%	4,0%	3,3%
Resolução nº 63	4,8%	1,8%	0,5%	1,5%	0,5%
Resolução nº 2.148 - Financiamento rural direto				2,0%	6,2%
Resolução nº 2.170 - Financiamento Imobiliário					0,0%
Resolução nº 2.312 - E. Exportadora					0,8%
Commercial paper	6,7%	1,0%	0,4%	0,7%	0,8%
Bônus e notes	27,2%	23,3%	13,8%	17,9%	22,8%
Export securities	0,2%	2,1%	0,6%	0,9%	0,4%
Renovações	0,8%	3,2%	2,5%	2,4%	0,8%
Financiamentos	13,1%	10,0%	10,1%	8,5%	8,6%
Registrados	2,5%	1,4%	1,5%	2,0%	1,8%
Autorizados	10,6%	8,7%	8,6%	6,5%	6,8%
Leasing e aluguel	6,6%	3,1%	2,0%	2,1%	2,4%
Pagamentos antecipados de exportações	6,3%	4,3%	4,4%	7,9%	9,0%

Fonte: BACEN, Nota para Imprensa, Maio de 1997.

QUADRO 3.1
LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL DESDE 1994

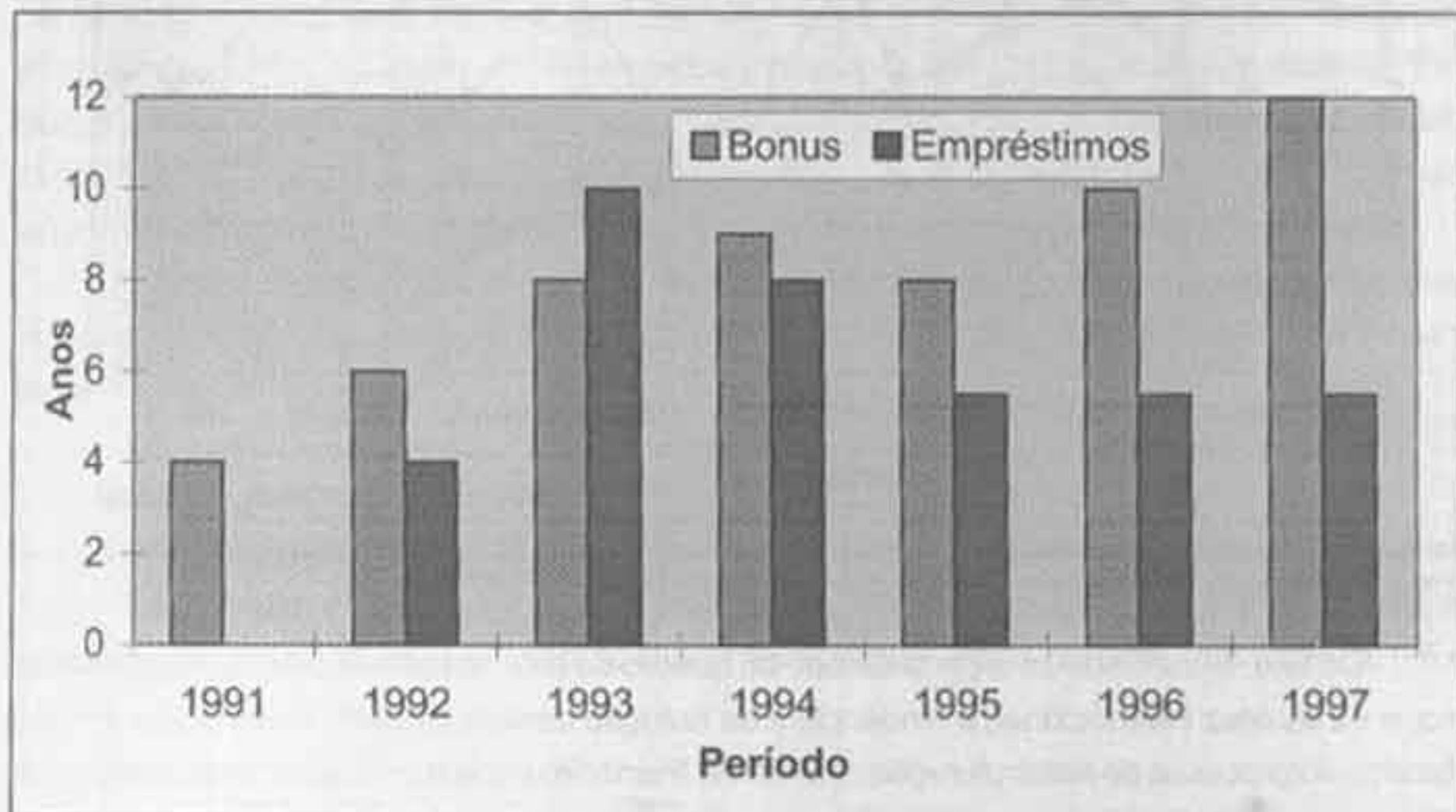
	Emissão de Títulos	Anexo IV	FRFCE	Contas não-residentes	Posição Comprada dos Bancos
Jul/94					Ampliadas de US\$ 10 milhões para US\$ 50 milhões
Out/94	IOF ampliado de 3% para 7%		IOF ampliado de 5% para 9%		Reduzido para US\$ 5 milhões
Mar/95	IOF reduzido a 0%	IOF reduzido a 0%	IOF reduzido para 5%	Introdução de IOF de 7%	
Set/95	IOF decrescente com o prazo 2 anos = 5% 3 anos = 4% 4 anos = 2% 5 anos = 1% 6 anos = 0%				
Fev/96	Mudança nas alíquotas: <3 anos = 5% 3 anos = 4% 4 anos = 2% 5 anos = 1%				
Abril/95				Obrigatória a apresentação de documentos para operações acima de US\$ 10 mil; as contas só podem ser operadas por bancos que operam no mercado flutuante; apenas podem manter contas correntes no País bancos estrangeiros que sejam correspondentes ou tenham vínculo acionário com o banco residente.	
Abr/97	IOF reduzido a 0%	Permissão de aplicação no mercado de derivativos	IOF reduzido para 2%	IOF reduzido para 2%	

Fonte: Prates (1997: 135).

A razão por detrás dessa convergência se liga ao próprio mercado de bônus: nos últimos dois anos, tem havido uma melhoria significativa, tanto dos prazos de maturação (ver Figura 3-4), quanto dos *ratings* obtidos por bônus de mercados emergentes (Gráfico VI.2; BIS, *Op.cit.*: 99). Existem três razões básicas para o fenômeno. Primeiramente, houve um significativo aumento dos *ratings* oferecidos pelas instituições especializadas para bônus de economias emergentes. De fato, o número de economias emergentes que possuem *ratings* da *Moody's* ou

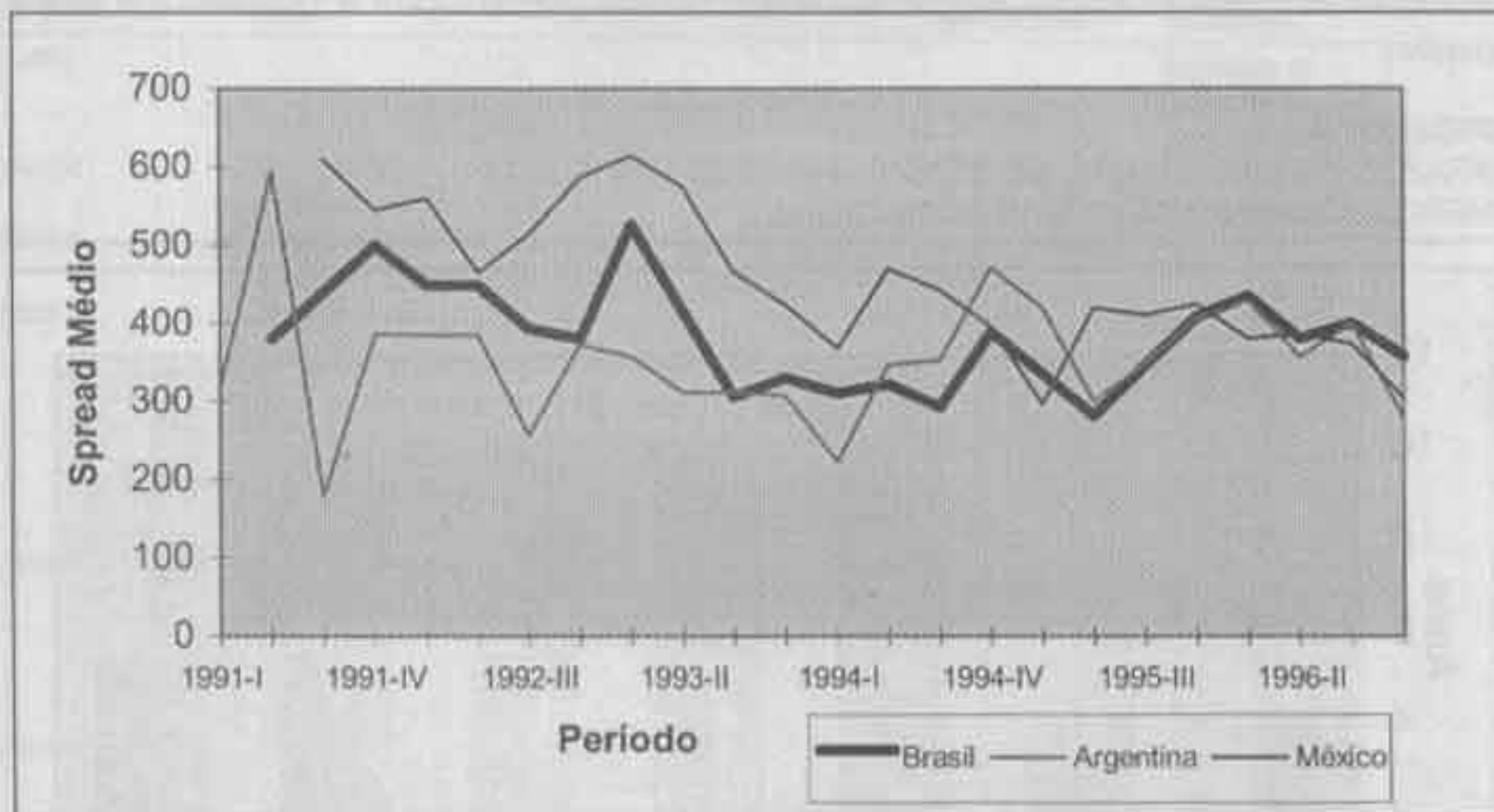
Standard & Poor, duas empresas de *rating* líderes no mundo, passou de aproximadamente 11, em 1989, para cerca de 52, em 1997. Dada a maior distribuição de informações disponíveis, investidores institucionais em economias desenvolvidas aumentaram o interesse por esses papéis.

FIGURA 3.5
PRAZOS DE MATURAÇÃO DE BÔNUS E EMPRÉSTIMOS NOS
MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS



Fonte: com base em estimativa visual do gráfico VI.3 do Relatório Anual do BIS (1997: 100)

Assim, as condições de captação de recursos externos, no que tange aos prazos de maturação de bônus, são atualmente melhores. Porém, os *spreads*, não só para o Brasil quanto para a maioria dos países latino-americanos, continuam bastante elevados e tendem a se manter em patamares elevados, conforme podemos observar na Figura abaixo.

FIGURA 3.6SPREADS MÉDIOS NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS
(BRASIL, ARGENTINA E MÉXICO)

Fonte: elaboração do autor com base em dados de Aronovich (1997) e BNDES (1997).

De fato, assumindo-se a continuidade do quadro de estabilidade de preços, no plano interno, e da liquidez internacional, a tendência é de redução desses *spreads*. Isso porque uma das facetas do processo de reestruturação do sistema financeiro implica um aumento da participação de instituições financeiras no sistema financeiro nacional, como mostram Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1997: 15).⁴³ Com essa entrada, a tendência seria de expansão de canais de colocação de títulos no mercado internacional.

3.4 ANEXOS: INSTRUMENTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS MAIS UTILIZADOS NO BRASIL

No que se segue, apresentamos alguns dos principais instrumentos de captação de financiamento nos mercados internacionais.⁴⁴ Não se pretende ser exaustivo, nem na descrição de todos os instrumentos existentes, nem tampouco sobre as características no que tange à regulação. Objetivamos, sim, dar ao leitor uma visão geral das oportunidades de captação e apresentar o que consideramos algumas das características mais relevantes dos instrumentos.

⁴³ Esse documento oficial da *Secretaria de Política Econômica* do Ministério da Fazenda aponta para a possibilidade de entrada no mercado, ou significativa expansão no curto prazo, de pelo menos quatro grandes bancos internacionais: *Korea Exchange Bank, Banco Santander, Banco Societé Générale, Hong Kong and Shanghai Banking Corporation*.

⁴⁴ A principal fonte de financiamento de longo prazo no Brasil continua sendo o BNDES. Suas linhas de financiamento são apresentadas detalhadamente em seu site na internet www.bndes.gov.br. Por serem por demais conhecidos, não discutiremos essas fontes neste anexo.

3.4.1 Dívida direta

Euronotes

Os *Euronotes* são títulos de dívida direta com prazo de maturação de 1 a 5 anos, emitidos a taxa de juros fixa ou flutuante, denominados em dólares e vendidos com desconto em relação ao valor de face. O custo é definido em pontos-base acima da taxa paga por Títulos do Governo norte-americano.

São títulos ao portador, mantidos em custódia e com transações operadas e liquidadas nas câmaras de compensação europeias. As colocações podem ser públicas - nesse caso são listadas na Bolsa de Luxemburgo - ou privadas - transacionadas em mercados de balcão. Em muitos casos, as *euronotes* brasileiras foram emitidas com cláusula de *put option*, que concede ao investidor a opção de resgatar antecipadamente o papel. Uma *put option* diminui o *spread* exigido pelo mercado, à medida que diminui o risco de taxa de juros para os investidores.

Os termos *Euronotes* e *Eurobonus* são utilizados muitas vezes como sinônimos no Brasil, porém esse primeiro tem um prazo maior de maturação, taxas mais baixas e envolve um maior volume de recursos.

Commercial Papers

São notas ao portador de 180 dias, emitidas por bancos e empresas residentes, denominados em dólares e com rolagem automática de, no mínimo, 2 anos. Os juros pagos correspondem à LIBOR mais um *spread* fixado pelo Banco Central do Brasil em torno de 0,5 e 0,625% a.a.^{45,46}

Certificados de Depósito

São instrumentos de captação bancária no exterior, com prazo inferior a um ano; emitidos por agência internacionais de bancos brasileiros. Como os bônus e *notes*, os CDs são títulos ao portador, negociáveis no mercado secundário.⁴⁷

Títulos e debêntures conversíveis em ações⁴⁸

São títulos de renda fixa, porém, com opção de conversão em papéis de renda variável: o investidor tem a opção de resgatar o principal no vencimento ou converter a dívida em um número predeterminado de ações - de emissão do próprio devedor ou de sua propriedade, porém de outras empresas.⁴⁹

⁴⁵ Esse instrumento é totalmente distinto dos *Commercial Papers* existentes no mercado financeiro internacional, os quais são emitidos por empresas não-financeiras com prazo inferior à 1 ano, em média 270 dias.

⁴⁶ Devido à vantagem fiscal concedida pelo Banco Central a esse tipo de instrumento até julho de 1991, várias *notes* foram emitidas com essa denominação para efeito de registro no BACEN. A maioria foi lançada por filiais brasileiras, constituindo-se, assim, numa forma distorcida de empréstimo intra-empresas, o que explica a baixa remuneração desses papéis *vis-à-vis* aos demais títulos emitidos no mesmo período.

⁴⁷ Os recursos captados são utilizados, na maioria das vezes, para financiar o funcionamento daquelas agências.

⁴⁸ São inovações financeiras, desenvolvidas na década de 80.

⁴⁹ Este será um instrumento importante na formação do bônus com *warrants* que apresentamos a seguir.

Bônus com Warrants

A circular 2.199 (16/07/92), que regulamenta a emissão de títulos e debêntures conversíveis em ações, também faculta a colocação de *warrants* - opções de compra de ações - no exterior por instituições residentes.

Export Securities (Securitização de Exportações)

Export securities são títulos de renda fixa com lastro em receitas futuras decorrentes de exportações da empresa emissora ou quaisquer receitas a receber, que ficam depositadas em uma conta de fideicomisso no exterior (*escrow account*). Como se trata de operação complexa e restrita a empresas exportadoras com mercados cativos no exterior, têm sido utilizados principalmente por empresas transnacionais exportadoras. Os seus volumes de captação são, em geral, altos, com custos inferiores e prazos maiores em relação a títulos sem garantias reais.

3.4.2 Programas de colocação de ações no exterior

Outro instrumento importante de captação de recursos externos são os *Depositary Receipts*: certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários de empresas estrangeiras emitidos e negociados nos mercados norte-americanos (ADR) e europeus.⁵⁰ No Brasil são predominantes os AGR. Aqui fazemos uma descrição dos principais instrumentos.⁵¹ Existem dois tipos ("níveis") básicos de ADR previstos em lei, que correspondem à captação efetiva de recursos por parte das empresas emissoras:⁵²

ADR Nível III

São instrumentos de colocação pública de ações nos mercados norte-americanos. Para que essa colocação seja realizada é necessário o registro de tais valores mobiliários junto à SEC (Securities Exchange Commission) e, portanto, devem passar por processos de *underwriting*, elaboração de relatórios e dos balanços de acordo com a United Accepted Accounting Principles. Logo as ADR Nível III demandam maior tempo de colocação e custo mais elevado em relação aos níveis I e II. Abre a possibilidade de expansão significativa do volume de captações via mercado mobiliário no futuro.

ADR Nível IV (ADR restrito)

É idêntica ao nível III, porém não há necessidade de registro na SEC e de divulgação constante de informações, e os custos envolvidos são menores. A liquidez e a negociabilidade

⁵⁰ A regulamentação desses instrumentos no Brasil foi definida pela Resolução 1.972 de 18/05/92 e o Anexo V à resolução 1289.

⁵¹ Para uma análise mais detalhada, inclusive da legislação brasileira em vigor, veja-se ANDIMA (1996).

⁵² Os níveis I e II de ADR não correspondem à colocação de ações novas, porém são representativos de ações já negociadas no país de origem, e geralmente sua negociação é realizada visando ampliar a liquidez das ações emitidas e o conhecimento do investidor estrangeiro. As ADR nível I são negociadas em mercados de balcão, enquanto as de nível II, que predominam entre as colocações brasileiras, são listadas nas bolsas de valores norte-americanas ou no NASDAQ (mercado de cotação eletrônica de valores mobiliários) e exigem um maior *disclosure* das empresas.

dos ADR também são, em contrapartida, menores que as ADR nível III.

3.4.3 Organismos Multilaterais e Agências Governamentais Estrangeiras ⁵³

Banco Mundial

O Banco Mundial é integrado pelo BIRD - Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento -, AID - Associação Internacional de Desenvolvimento - e CFI - Corporação Financeira Internacional - e concede empréstimos para implementação de projetos de desenvolvimento.

Os recursos oriundos dessas instituições cobrem em geral 50% do custo total dos projetos (excluindo-se taxas e impostos), podendo chegar a um percentual mais alto em projetos com maior impacto social e ambiental, havendo prioridade para projetos com valores superiores a US\$ 100 milhões. A CFI também financia diretamente o setor privado dos países-membros, independentemente do porte da empresa.

Condições de Financiamento:

- a) carência: 3 a 5 anos, a critério do postulante;
- b) amortização: 12 anos, no caso de 3 anos de carência, e, parcelas semestrais crescentes ou 10 anos, no caso de 5 anos de carência, em parcelas semestrais iguais;
- c) juros: taxa revista semestralmente com base no custo de captação do Banco, ao qual carece 0.5% a.a.;
- d) comissão de Compromisso: 0,75% a.a. sobre o saldo não desembolsado.

Banco Interamericano de Desenvolvimento

O BID financia projetos especialmente nas seguintes áreas: transportes, educação, agricultura, saneamento e meio ambiente. Duas têm sido as principais fontes de financiamento do BID para o Brasil: *Capital Ordinário*, onde o BID financia 50% do custo total dos projetos (podendo chegar a 60% em projetos com grande impacto social); e *Fundo de Operações Especiais do Banco*, voltado para projetos com beneficiários de baixa renda.

Condições de Financiamento do Capital Ordinário:

- a) carência: até seis meses após o último desembolso dos recursos de financiamento;
- b) amortização: de 15 a 20 anos em parcelas iguais e semestrais;
- c) juros: com base na taxa de captação do Banco;
- d) comissão de Crédito: 0,75% a.a. sobre o saldo não desembolsado;
- e) comissão de Inspeção e Vigilância: 1% do Valor do Financiamento.

Condições de Financiamento do FOE:

- a) carência: pelo menos seis meses após o último desembolso dos recursos de financiamento;

⁵³ Esta seção foi feita com base em SEPLAN (1994), o qual deve ser analisado para maiores detalhes operacionais. Obviamente, como estes dados se referem a um documento de 1994, alguns detalhes podem ter-se modificado até o momento. O autor não obteve, pelo momento, dados mais atualizados e teve a garantia de SEPLAN-DEIN que os mesmos continuam válidos.

- b) amortização: de 15 a 20 anos em parcelas iguais e semestrais;
- c) juros: 3,0 a 4,0% ao ano;
- d) comissão de Inspeção e Vigilância: 1% do Valor do Financiamento.

Banco Europeu de Investimentos - BEI

O BEI é uma instituição autônoma no âmbito da Comunidade Européia e tem uma vertente bancária, angariando no mercado de capitais a maioria de seu *funding*. Em 1993, começou a financiar projetos na América Latina, por meio de co-financiamentos com o BIRD ou financiamentos paralelos com o BID. Seus financiamentos são voltados para projetos com impactos ambientais positivos, concentrados geograficamente, e de infra-estrutura que possam gerar receitas. O valor do financiamento é de, no mínimo, US\$ 20 milhões e, no máximo, US\$ 50 milhões, com participação limitada a 50% do total do custo do projeto.

Condições de financiamento:

- a) amortizações: 10 a 20 anos; no caso de investimento em infra-estrutura, de 15 a 20 anos;
- b) amortização: após o término dos desembolsos.
- c) juros: dependem da moeda escolhida; opção entre juros fixos ou variáveis.

Fundo Internacional para o Desenvolvimento Agrícola

Trata-se de uma agência especializada das Nações Unidas com o objetivo de aumentar a produção agrícola em países em desenvolvimento, reduzir a desnutrição e aliviar a pobreza rural, com recursos destinados a projetos de pequenos agricultores com limite de financiamento de aproximadamente US\$ 20 milhões.

Condições de Financiamento

Existem três tipos de empréstimos: altamente concessionais, ordinários e intermediários; o Brasil só tem acesso a empréstimos ordinários, com as seguintes características:

- a) juros: 7,27% a.a.;
- b) amortização: 15 a 18 anos;
- c) carência: 3 anos;
- d) participação: 60 a 70% do custo total do projeto.

Fundo Financeiro para o Desenvolvimento da Bacia do Prata - FONPLATA

O FONPLATA foi criado com a finalidade de fazer cumprir os objetivos enumerados no Tratado da Bacia do Prata, firmado pelos Governos da Argentina, Bolívia, Brasil, Paraguai e Uruguai. Seus financiamentos de investimento são voltados para projetos de infra-estrutura e integração física que complementem os sistemas regionais existentes ou que compensem disparidades em setores básicos; e projetos industriais, agropecuários e nas áreas de educação, saúde e de recuperação ambiental.

Condições de financiamento:

- a) financiamento de até 90% do custo total dos projetos, no caso de estudos em geral e projetos de caráter social; e, no caso de execução de obras e mais projetos, até 80% do custo total;
- b) juros: fixados semestralmente pelo FONPLATA;
- c) comissão de Compromisso: 1% aa sobre o saldo não desembolsado, a vigorar 180 dias após a assinatura contratual;
- d) comissão de inspeção e vigilância: 0,7% a 1,5% do valor do financiamento;
- e) carência: seis meses a partir da data do último desembolso do financiamento;
- f) prazo para desembolsos: até 5 anos contados a partir da assinatura contratual.

Kreditabstalt für Wiederaufbau - KfW

O KfW, uma agência oficial da República Federal da Alemanha, administra recursos de cooperação financeira direcionados a projetos de desenvolvimento, principalmente nas áreas de meio ambiente, saneamento e saúde.

Condições de Financiamento:

- a) financia em geral, 50% do custo total do projeto;
- b) carência: 10 anos;
- c) amortização: 30 anos;
- d) juros: de 2,0 a 4,0%, dependendo do setor a ser contemplado (revistos periodicamente pelo KfW);
- e) comissão de compromisso: 0,25% a.a. sobre o saldo não desembolsado;
- f) moeda de desembolso: marco alemão.

Overseas Economic Cooperation Fund - OECF

O OECF é instituição financeira do Governo Japonês objetivando administrar empréstimos concessionais para a ajuda ao desenvolvimento econômico e social; os empréstimos são concedidos diretamente aos Governos Federal ou Estadual e voltados para a construção e modernização de infra-estrutura, principalmente em setores como transportes, energia elétrica, saneamento e meio ambiente.

Condições de financiamento:

- a) financia usualmente 60% do custo total do projeto, excluindo-se taxas e impostos;
- b) juros: 5% a.a. para bens e serviços e 3,25% a.a. para serviços de consultoria (revistos periodicamente pelo OECF);
- c) comissões: 0,1% do valor de cada carta de crédito e igual percentual do valor de cada desembolso;
- d) moeda de desembolso: Yen Japonês.

EXIMBANK do Japão - The Export-Import Bank of Japan

O EXIMBANK é uma instituição financeira oficial que visa ampliar o intercâmbio comercial e financeiro com países estrangeiros. Atua em conjunto com bancos comerciais e outras instituições japonesas, promovendo o investimento japonês no exterior e o financiamento às exportações japonesas, mas também exercendo atividades relacionadas à cooperação financeira do Japão com países em desenvolvimento.

Suas principais modalidades de operações são : (1) empréstimos diretos (united direct loans) - concedidos a governos estrangeiros, instituições governamentais estrangeiras, instituições financeiras estrangeiras, inclusive bancos multilaterais de desenvolvimento direcionados a projetos de desenvolvimento e programas de reestruturação econômica em países em desenvolvimento; (2) *buyer credit*; (3) crédito para investimentos japoneses no exterior etc.

Condições de Financiamento:

- a) financia até 50% do custo total do projeto;
- b) carência: até 180 dias do início de operação do projeto;
- c) juros: calculados com base na "Japanese Long-Term Prime Rate" vigente;
- d) comissão de compromisso: 0,5% sobre o saldo não desembolsado.

4 A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO REGIONAL NUMA FASE DE MUDANÇAS DA ATIVIDADE FINANCEIRA

Nas seções anteriores, descrevemos as tendências dos sistemas financeiro internacional e doméstico: securitização secundária, internacionalização da atividade financeira e globalização. Vimos também que o processo apresenta riscos e oportunidades para o financiamento do desenvolvimento brasileiro.

Conforme indicamos na Introdução, o PROES deu início a um programa de mudanças estruturais dos sistemas financeiros regionais, no bojo do equacionamento das dívidas mobiliárias estaduais. A seguir, daremos especial ênfase ao que vem ocorrendo na reestruturação do sistema financeiro gaúcho, em especial no que tange aos mecanismos de fomento.

4.1 A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO GAÚCHO

4.1.1 Antecedentes

A reforma do sistema financeiro gaúcho se deu no bojo da renegociação da dívida pública mobiliária estadual junto à União. Essa dívida, que já estava em torno de R\$ 3 bilhões em fins de 1994 (ver Tabela abaixo), mais que duplica até 1996, alcançando a cifra de R\$ 7 bilhões nesse ano. O fator mais decisivo para tal crescimento foi a política de juros do Banco Central ao longo do Real, conforme explicado na introdução a este estudo. O caráter claramente financeiro do crescimento dessa dívida é, ademais, corroborado pelo aumento similar das dívidas mobiliárias dos demais Estados da União, como observamos na Tabela abaixo.

TABELA 4.1

DÍVIDA PÚBLICA INTERNA ESTADUAL E MUNICIPAL NO PLANO REAL
(SALDOS DE FIM DE PERÍODO EM R\$ MILHÕES)

		Divida estadual					
		São Paulo	Minas Gerais	Rio de Janeiro	R. Grande do Sul	Demais Estados	Total
1994	Dez	9 550	4 506	3 072	3 336	1 835	22 299
1995	Dez	14 603	6 882	4 656	5 133	3 122	34 396
1996	Dez	18 723	8 773	5 935	6 543	5 175	45 149
1997	Jan	19 049	8 926	6 038	6 657	5 266	45 935
	Mai*	20 321	9 526	6 444	7 097	5 616	49 004

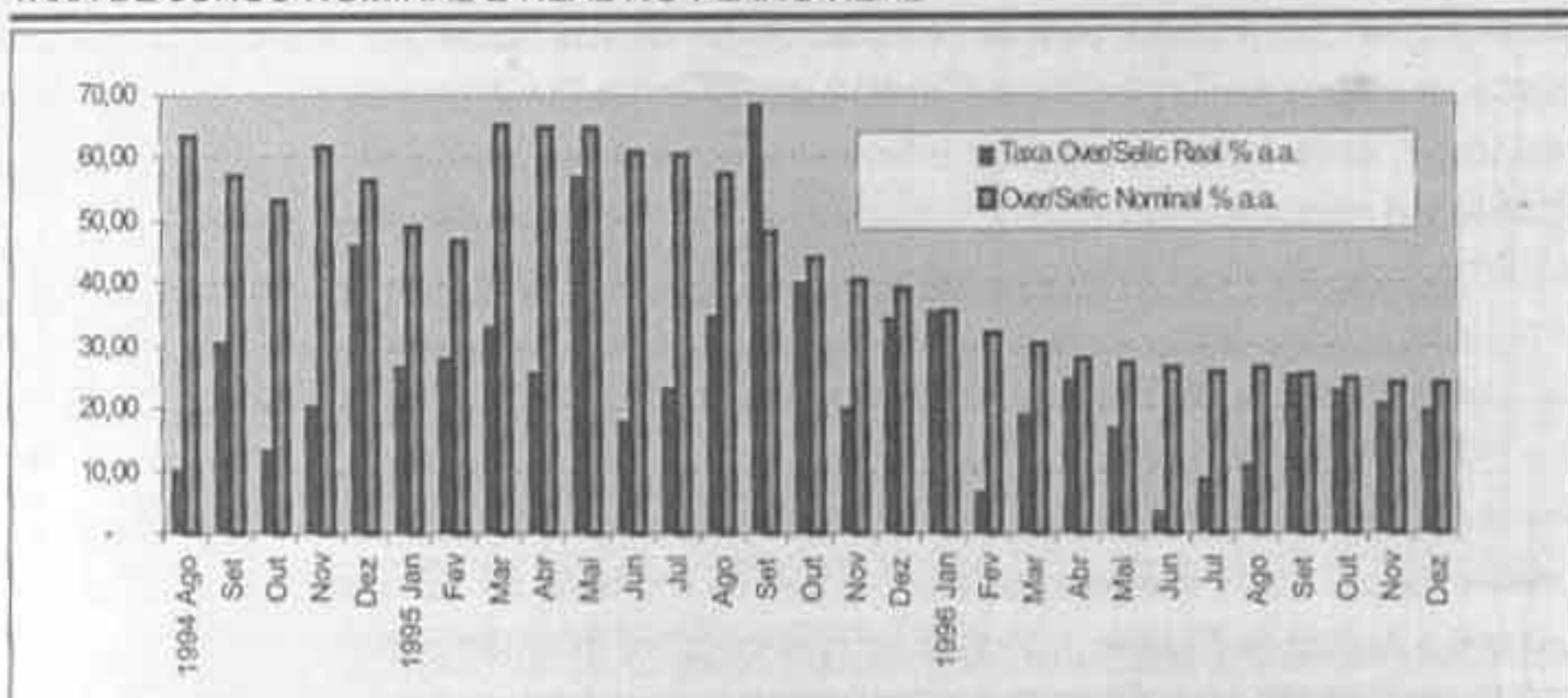
Fonte: Banco Central do Brasil.

O crescimento exacerbado da dívida mobiliária dos estados teve consequências diretas para os sistemas financeiros estaduais, especialmente dada a conjuntura de liquidez nos mercados financeiros nacionais após o Real. Vejamos sucintamente o porquê.⁵⁴

Primeiramente, as taxas de juros reais básicas no início do Plano Real suplantaram por diversos meses o patamar dos 50% a.a. Essa situação foi suplementarmente agravada pela redução da liquidez do interbancário, já que, como vimos na introdução, a redução do *float* das instituições bancárias provocou um aumento dos empréstimos e uma redução das disponibilidades dos bancos comerciais, bem como uma elevação do custo dos CDI.

FIGURA 4.1

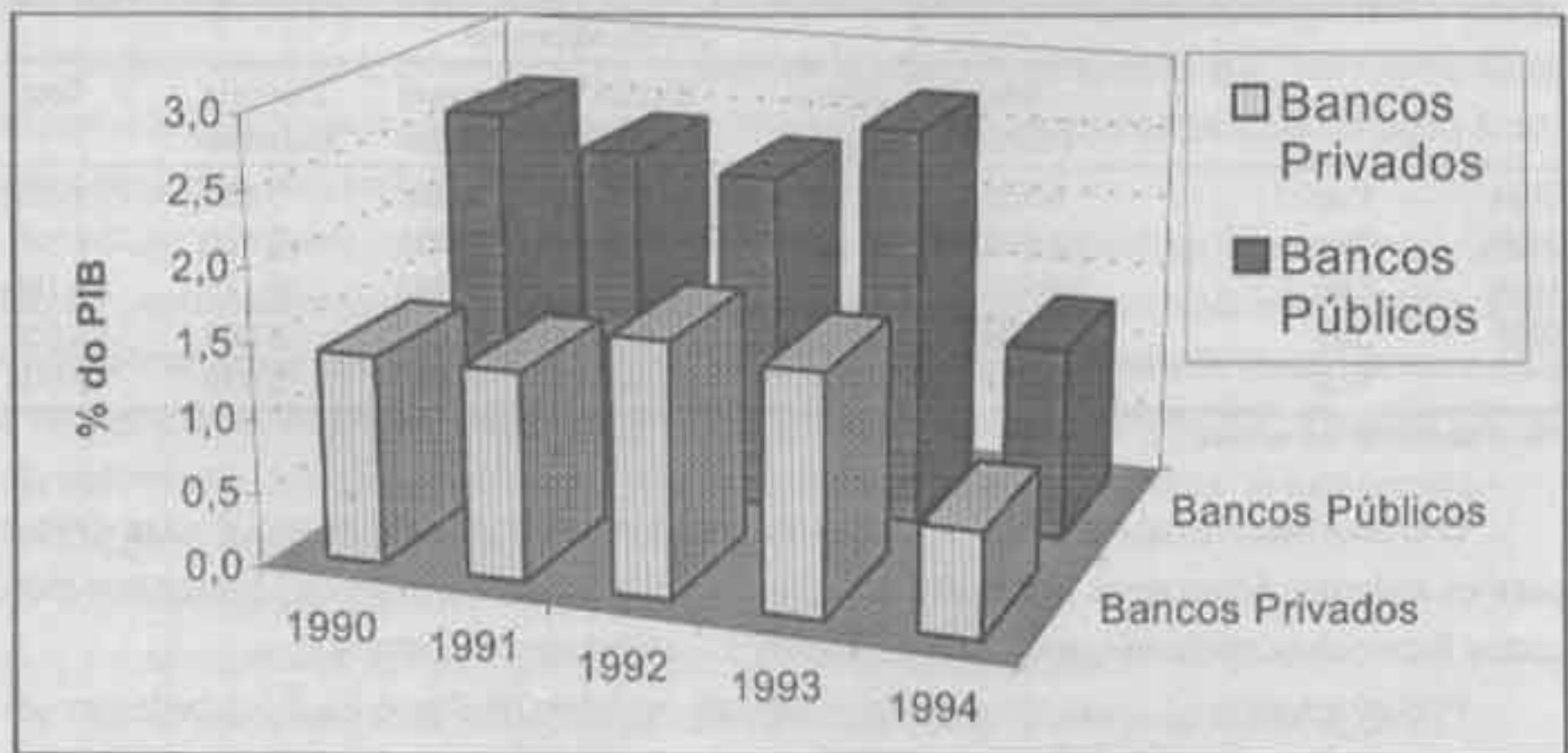
TAXA DE JUROS NOMINAL E REAL NO PLANO REAL



Fonte: BACEN.

FIGURA 4.2

FLOATING DOS BANCOS COMERCIAIS EM RELAÇÃO AO PIB



Fonte: ANDIMA/IBGE: Sistema Financeiro - Uma análise a partir das Contas Nacionais 1990-1995

Os títulos estaduais naturalmente são colocados no mercado a taxas mais elevadas que os títulos federais, dado o risco superior que os primeiros possuem. Nesse sentido, o custo da rolagem das dívidas mobiliárias estaduais tornou-se literalmente explosivo.

As dificuldades de colocação dos títulos estaduais no mercado levou a um arranjo emergencial com a União, através de trocas destes últimos títulos (por exemplo, LFTes) por LBCs, de melhor aceitação. Como é vedado ao Banco Central emprestar diretamente para os estados⁵⁶, essa troca teve de ser intermediada pelos bancos estaduais, como descreve BANRISUL (*Op. Cit.*: 27):

"Na prática, o Banco [BANRISUL] passa a receber um "empréstimo", representado pelas LBCs, que passam a compor o seu passivo, e recebe como contrapartida as LFTes que anteriormente transitavam unicamente pelo Fundo de Liquidez da Dívida Mobiliária, que se incorporam a seu passivo".

O aumento da participação dos títulos estaduais no Ativo dos bancos estaduais tem efeitos diretos sobre sua rentabilidade e graus de liberdade na sua política de crédito. Isso porque o *Acordo da Basileia*, ratificado pelas autoridades monetárias em agosto de 1994 (Res. 2.099 do BACEN), determina que o Patrimônio Líquido mínimo das instituições financeiras corresponda a 8% de seu ativo ponderado pelo risco. Como os títulos estaduais possuem um grau de risco de 50%, o aumento da captação desses títulos por parte dos bancos estaduais representou uma perda relativa das disponibilidades destes, e, portanto, de sua capacidade de realizar empréstimos e de sua rentabilidade.

Em suma, os bancos estaduais passaram por um "ajuste" significativamente mais rigoroso do que a média dos bancos comerciais. O crescimento das dificuldades dos sistemas ban-

cários estaduais levou o Governo Federal a editar duas Medidas Provisórias estabelecendo as linhas básicas do programa de ajuste dos bancos estaduais e o refinanciamento da dívida mobiliária dos estados, baseado em um amplo programa de ajuste fiscal⁵⁶. Essas medidas, como veremos abaixo, tiveram profundos efeitos sobre os sistemas estaduais de fomento.

4.1.2 Reforma do Sistema Financeiro Gaúcho e as oportunidades e desafios para a Caixa Estadual - Agência de Desenvolvimento

Em 09.05.97, o Governo Federal, ao outorgar a Medida Provisória 1.556-10, deu início a um processo de profunda reestruturação dos sistemas financeiros estaduais. Essa Medida estabelece mecanismos de equacionamento da dívida dos Estados mediante um leque de opções que inclui, entre outros, a privatização do banco estadual ou sua transformação em agência de desenvolvimento, *de caráter não-financeiro*. A estrutura, constituição e funcionamento dessas agências são, por sua vez, regulamentadas através da resolução 2.347 de 20.12.96.

No bojo dessas mudanças, o BANRISUL passará por um processo de reestruturação financeira, com financiamento parcial pela União. O BANRISUL transferirá as operações de fomento para a Caixa Econômica Estadual do Rio Grande do Sul (CEE-RS), assumindo, em contrapartida, os depósitos captados pela CEE-RS, transformando-a essencialmente num banco comercial. A CEE-RS foi transformada em agência de fomento, assumindo as operações de fomento oriundas do extinto BADESUL, até recentemente mantidas pelo BANRISUL, e da parcela do BRDE que cabe ao Estado.⁵⁷

4.2 A NECESSIDADE DE AJUSTES NA RESOLUÇÃO 2347

De acordo com a Resolução 2.347 do Conselho Monetário Nacional de 10/12/96, as agências de fomento são definidas como instituições não-financeiras, tendo como principais limites ao seu funcionamento:⁵⁸

⁵⁶ Um explicação sucinta dos efeitos da política monetária sobre a dívida pública, e do crescimento desta última sobre os bancos estaduais (especialmente sobre o BANRISUL), é apresentada em *BANRISUL (1995)*. Veja-se, em especial, as páginas 8 a 15 daquele relatório.

⁵⁷ De acordo com o parágrafo primeiro do Artigo 164 da Constituição Federal.

⁵⁸ Barros e de Almeida Júnior (1997). Este texto apresenta a versão do Governo Federal sobre os problemas enfrentados pelos sistemas bancários estaduais. Mesmo lembrando que estes últimos bancos possuem, em geral, "elevado número de empregados, ocasionando um peso excessivo da remuneração dos assalariados na estrutura de custo dos bancos públicos" (p. 11), o texto admite que "os bancos estaduais, por sua vez, ao contrário dos bancos privados e dos bancos federais, ficaram fora do mercado de crédito após a estabilização de preços, e tiveram sua liquidez comprometida com o agravamento da crise fiscal dos estados" (p. 13, grifo dos autores).

⁵⁹ Para maiores detalhes sobre esta reestruturação, veja-se o protocolo assinado entre o Governo do Estado e o Governo Federal (Ministério da Fazenda) e a proposta de emenda constitucional estadual que altera o artigo 41 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição do Estado.

⁶⁰ Além disso, a MP 2.347 determina que (a) as agências de fomento devem observar, permanentemente, limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido ajustado de R\$4.000.000 (quatro milhões de Reais) e (b) essas agências não podem ter sua natureza transformada posteriormente.

- a) impossibilidade de captação indistinta junto ao público - a MP 2.347 determina explicitamente que "as agências de fomento somente podem praticar operações de repasse", o que, na prática, limita o escopo de captação de recursos privados nos mercados financeiros;
- b) vedação de aplicações de recursos com rendimentos inferiores ao custo de captação - isso implica limitações na capacidade de realizar uma política de crédito seletivo;
- c) inexistência de cobertura dos passivos pelo Fundo Garantidor de Crédito;
- d) inexistência de acesso à CDI e assistência financeira do BACEN;
- e) obrigação de instituir mecanismos próprios de liquidez.

Naturalmente essas disposições limitam significativamente o papel que a nova Caixa Econômica poderá ter como agente de fomento. Valem, portanto, alguns comentários sobre a questão.

É importante notar que a necessidade da função de fomento seja uma questão em debate, na Academia ou dentro do Governo Federal: a grande maioria dos economistas e técnicos sabem que as especificidades do desenvolvimento, especialmente o regional, e a inexistência de mecanismos privados de financiamento do fomento⁵⁹ tornam imprescindível o papel das agências de desenvolvimento.

A questão que parece estar em pauta é como deverá ser o *funding* dessas instituições de forma que sua dependência aos fundos públicos seja significativamente diminuída. O estudo que apresentamos, nas seções 2 e 3, apontam para a possibilidade de expansão da captação de recursos de médio e longo prazo nos mercados doméstico e internacional, mantendo as condições atuais nos mercados financeiros e a estabilidade de preços no Brasil.

Em continuando as condições de estabilidade de preços, a expansão dos papéis dos investidores institucionais e dos mercados de títulos privados, as agências de desenvolvimento têm plena condição de tomarem-se atores principais num novo padrão de financiamento do desenvolvimento no Brasil.

Nesse sentido, o que se deveria esperar das agências de desenvolvimento é a capacitação do seu pessoal técnico, por um lado, na administração de seu passivo, ou seja, de realizar novas formas de captação de recursos privados junto aos mercados doméstico e internacional. Por outro, espera-se que essas agências possam ser estimuladas na diversificação de suas aplicações, utilizando novos instrumentos financeiros (tais como promoção de securitização com utilização de derivativos, *project finance*, etc.) e análise de risco.

⁵⁹ As razões teóricas desse tipo de agência são colocadas mesmo por organismos multilaterais, tradicionalmente conservadores, como por exemplo o Banco Mundial, através de um de seus diretores mais influentes, Joseph Stiglitz - veja-se por exemplo Stiglitz (1994). Para uma discussão sobre o papel fundamental das agências de desenvolvimento, veja-se também Studart, 1997.

A Resolução 2.347, como já observamos acima, apresenta sérias limitações a esta reestruturação. Neste sentido, há que se realizar esforços no sentido de ratificação desta MP junto às autoridades monetárias. Abaixo sugerimos algumas possíveis mudanças.

4.2.1 Constituição e objetivo das agências de fomento e desenvolvimento

Parece correto o princípio de que as agências de fomento e desenvolvimento (AFD) sejam instituições financeiras de caráter especial (não bancário), sob controle acionário da União ou de Unidades Federativas. Mas também deve ser estimulado que estas agências sejam abertas a participação acionária privada (**desde que minoritária**) e constituídas sob a forma de sociedade anônima ou empresa de economia mista.

Quanto ao objeto destas agências, este deve ser *exclusivamente* voltado à (i) identificação de oportunidades de investimentos; (ii) viabilização de financiamento a projetos de investimento, preferencialmente através de estruturação de operações junto ao mercado de capitais e concessão de crédito seletivo; (iii) prestação de garantias relacionadas a esses investimentos; (iv) prestação de serviços de assessoria e consultoria financeira.

4.2.2 Formas de captação e operações ativas

No artigo 2º da Resolução 2.347 do Conselho Monetário Nacional, as captações das AFD são limitadas a repasses originários de:

- a) fundos constitucionais;
- b) orçamentos dos estados e municípios;
- c) organismos e instituições oficiais de fomento, bem como multilaterais, instituições financeiras e investidores institucionais.

Tendo em vista as oportunidades oferecidas pelos novos instrumentos financeiros e a emergência de novos atores institucionais, as AFD deveriam poder praticar um leque de captações no mercado doméstico e internacional mais amplo, abrangendo: *outras modalidades de captação junto ao mercado financeiro e o público, com prazos superiores a um ano e voltados exclusivamente à realização de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos, em atendimento ao seu objetivo precípuo*. Devemos notar que os limites de captação de recursos atualmente previstos na Res. 2.347 não só restringem de forma fundamental o *funding* das AFD, como também implicam em riscos para sua sobrevivência enquanto instituição. Isso porque as suas receitas são exclusivamente o *delcredere* em repasses de financiamento.

Não só as formas de captação devem ser ampliadas, como também o escopo das operações ativas. As AFD deveriam poder realizar as seguintes modalidades de operações ativas: empréstimos e financiamentos; prestação de garantias; investimentos; arrendamento mercantil e outras modalidades autorizadas pelo Banco Central.

Atualmente são vedadas às AFD aplicações abaixo do custo de captação (inciso V, do artigo 4º, da Res. 2.347). Se, do ponto de vista financeiro e microeconômico, esse princípio se

justifica, alguma flexibilidade deveria ser observada tendo em vista: (1) o patamar atual de juros nos mercados financeiros domésticos; e (2) o caráter especial do fomento. Talvez a melhor solução seria manter o princípio de que o retorno médio (ponderado) dos empréstimos das AFD devesse suplantar os custos de captação de recursos.

Outrossim, as AFD deveriam também ser capazes de realizar garantias para as seguintes modalidades de operações ativas: empréstimos e financiamentos obtidos no País e no exterior; licitações (concorrência, tomadas de preços e convites); coobrigação na emissão de debêntures; subscrição; *performance*; risco político em projetos de concessões de infra-estrutura. Por fim, dadas as novas características dos mercados financeiros, para que as AFD possam cumprir o seu principal objetivo, as seguintes operações devem ser-lhes permitidas: (1) subscrição de ações ou debêntures para revenda; (2) participação no capital acionário de empresas (em caráter transitório e minoritário); (3) aquisição de quotas de fundos de investimento (p.ex.: fundo de investimento em empresas emergentes). Por fim, as AFD deveriam poder prestar assessoria técnica e financeira ao setor público e a empresas fomentadas.

4.2.3 Mecanismo de liquidez

Pela Resolução 2.347, as AFD não podem ter acesso à contratação de depósitos interfinanceiros, às linhas de assistência financeira e à conta Reservas Bancárias do Banco do Brasil. Isso porque não são caracterizadas por essa MP como instituições financeiras. De fato, parece correto que as AFD devam constituir, com recursos próprios, fundos de liquidez equivalente, no mínimo, ao determinado pelo *Acordo da Basileia - desde que possa aplicá-los integralmente em títulos públicos federais de liquidez imediata, negociados na CETIP ou SELIC sem qualquer tipo de bloqueio*. Esse fundo de liquidez deveria também poder ser anualmente capitalizado pela própria agência, aporte do Estado (controlador) ou por outros mecanismo em valor suficiente para manter os critérios estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional.

Porém, não parece que seja razoável que as AFD sejam privadas de acesso à contratação de depósitos interfinanceiros e às linhas de assistência financeira do Banco Central do Brasil. Sem esse acesso, as necessidades de fundo de liquidez dessas agências tenderiam a comprometer sua capacidade de realizar fomento, que é um dos seus principais objetos.

Em suma, para que as AFD tenham um papel relevante no financiamento do desenvolvimento estadual, é preciso que, antes de mais nada, se redefina o inciso 1 do artigo 1 da Resolução 2.347 ("As agências de fomento ou de desenvolvimento não são instituições financeiras..."), no sentido de torná-las instituições financeiras de caráter especial.

5 CONCLUSÃO

Observamos, acima, que duas grandes novidades parecem estar estabelecendo um quadro favorável à constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento: por um lado, tem havido um aumento significativo da importância dos mercados de bônus e títulos,

muito impulsionado pela onda de *securitização secundária* nos mercados internacionais.

Essa liquidez abundante, associada ao processo de liberalização financeira no Brasil, abriu acesso de empresas e Governos Estaduais aos mercados internacionais. Esse acesso tem sido amplamente explorado através, principalmente, da colocação de bônus no exterior. O crescimento da riqueza financeira líquida e a busca por diversificação de portfólio dos fundos em mercados internacionais sugerem um crescimento de aquisição de bônus e participação acionária de economias emergentes, e o Brasil, caso a estabilidade de preços perdure, continuará a ser um candidato forte na atração desses recursos.

O risco dessa estratégia é evidente: enquanto a estabilidade de preços não for acompanhada pela retomada do crescimento do investimento (especialmente aquele voltado à produção de excedentes exportáveis) e do produto interno bruto, o País estará acumulando um passivo em moeda estrangeira sem, necessariamente, estar gerando maior capacidade de arcar com esta dívida no futuro. O aumento da dependência do país às reservas com base em capital financeiro de curto prazo já é motivo de preocupação de Governo e de alarde para setores mais críticos. Porém a continuidade desse processo poderá provocar um aumento da desconfiança dos investidores internacionais e uma eventual fuga de capitais, gerando uma crise cambial significativa - que só poderá ser debelada através de variações cambiais abruptas.⁶⁰

Nesse sentido, por mais que seja atrativo calcar-se projetos de desenvolvimento com base no financiamento externo, a estratégia parece por demais arriscada neste momento, tanto em nível microeconômico quanto macroeconômico.

Uma segunda tendência dos mercados financeiros internacionais tem sido o surgimento de novos instrumentos de transferência de riscos no financiamento direto. Em especial, a utilização de contratos derivativos tem permitido uma rápida expansão dos mercados por títulos lastreados em ativos, gerados em processos de *securitização secundária*. Esse desenvolvimento tem sido positivo em permitir que novos investidores institucionais, com preferências por prazos de maturação e riscos, tenham um papel mais relevante no financiamento de longo prazo.

Ao que tudo indica, esse pode ser um caminho trilhado pelo sistema financeiro nacional no futuro próximo. De fato, o processo observado nos mercados internacionais de crescimento de novos instrumentos e emergência de investidores institucionais está se reproduzindo no Brasil. O pleno desenvolvimento de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento, com base nestes investidores, vai, evidentemente, depender (1) da continuidade da estabilização de preços por tempo suficiente para que a memória inflacionária deixe de condicionar as aplicações desses investidores; (2) de um devido equacionamento da dívida mobiliária interna, que deverá permitir uma menor absorção dos recursos geridos pelos fun-

⁶⁰ O exemplo mais recente desse tipo de crise é o efeito dominó gerado pela crise cambial da Tailândia.

dos no refinanciamento desta dívida; (3) uma política governamental de apoio ao desenvolvimento desses investidores.

A reestruturação do sistema financeiro gaúcho tornou-se uma necessidade face aos desequilíbrios financeiros dos Estados e dos bancos estaduais, dada a íntima relação que estes últimos têm com o financiamento do déficit dos Tesouros Estaduais. Vimos que o Plano Real exacerbou muito esses desequilíbrios, através de uma política monetária que elevou as taxas de juros, reduziu a liquidez do interbancário e tornou a colocação de títulos estaduais muito mais difícil e custosa.

Se, por um lado, os bancos estaduais foram vítimas desses desequilíbrios, a reestruturação do sistema apresenta-se, sem dúvida, como uma janela de oportunidades. Primeiramente, parece saudável a transformação dos bancos estaduais em bancos comerciais e a ruptura dos laços que os subordinavam aos Tesouros Estaduais. Esse caminho, sem dúvida, pode ser um reforço ao caminho para uma política fiscal estadual mais austera e para bancos estaduais mais sólidos - o que é necessário para o cumprimento do seu papel no financiamento do desenvolvimento regional.

Em segundo lugar, circunscrever a atividade de fomento a uma única agência, independente do banco estadual, permite que essa atividade tenha autonomia em relação aos possíveis problemas de liquidez dos bancos estaduais. Mas, para que o objetivo da agência de fomento possa ser alcançado amplamente, esta precisa ter graus de liberdade nas suas operações passivas e ativas, no que tange à captação de fundos do mercado privado (especialmente de novos investidores institucionais) e utilização de novos instrumentos financeiros.

Vimos que, nesse sentido, a Resolução 2.347 limita significativamente a possibilidade das agências de desenvolvimento realizarem seu papel no desenvolvimento regional. Dadas as especificidades do desenvolvimento econômico, em especial, do desenvolvimento regional, não é factível esperar-se que, ao menos no médio prazo, o setor financeiro privado seja capaz de suprir a lacuna que seria criada pela inexistência de agências de fomento bem-estruturadas. Nesse sentido, nos parece fundamental que haja uma revisão da Resolução 2.347, para que o financiamento do desenvolvimento regional possa explorar as oportunidades e desafios apontados na nossa análise sobre as tendências dos sistemas financeiros internacional e doméstico.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDIMA (1996) - Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. *Brasil para Investidores Estrangeiros*, Rio de Janeiro: ANDIMA.
- ARONOVICH, S. (1997). "Os fatores determinantes do custo de captação externa por meio de *bonds*: elementos teóricos e consideração sobre a experiência de Argentina, Brasil e México". Mimeo, a ser publicado na Revista BNDES.
- BAER, M. (1994) "Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições para o financiamento do desenvolvimento", mimeo.
- Barings Securities (1995) *The Financial Silk Road ... A Fifth Wave of Global Money*, Mimeo, dois volumes.
- BANRISUL (1995). "Cenários, Diagnósticos e Perspectivas", elaborado pelo Departamento de Planejamento e Marketing do BANRISUL, Mimeo.
- BIS, Bank for International Settlements (1986) "Recent Innovations in International Banking", Mimeo, Abril.
- "International Banking and Financial Market Developments", vários números desde maio de 1992.
- (1992). 62nd Annual Report, Basileia, junho.
- (1993). 63rd Annual Report, Basileia, junho.
- (1994). 64th Annual Report, Basileia, junho.
- (1995). 65th Annual Report, Basileia, junho.
- (1996a) . 66th Annual Report, Basileia, junho.
- (1996b) *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity*, Basileia.
- (1997). 67th Annual Report, Basileia, junho.
- BNDES (1997). *Relatório Mercado Internacional*, AF/DECAP/GEROM, No 14, Ano 4, janeiro.
- CARVALHO, F.J.C. (1997). "Sistema Financeiro Internacional: Tendências e Perspectivas", Mimeo, Elaborado como resultado do projeto "Financiamento dos Investimentos do Setor Elétrico" do Grupo de Energia do IE-UFRJ/OECD/ELETROBRÁS.
- COUTINHO, L. "O Desenho de um Novo Modelo de Financiamento para a América Latina", Texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*, São Paulo, 24 e 25 de abril de 1997.
- DAVIDOFF CRUZ, P. (1984) *Dívida Externa e Política Econômica*. São Paulo: Brasiliense.
- DA COSTA, F. N. (1997) "Fundos de Pensão e financiamento do desenvolvimento". Texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*, São Paulo, 24 e 25 de abril de 1997.
- DE BARROS, O. e Mendes, A.P.F., "Os fluxos globais de capital e o novo padrão de financiamento externo brasileiro: o perfil da captação externa de recursos via títulos", mimeo.
- FEENEY, P. W. (1994). *Securitization: Redefining the Bank*, The Money and Banking Series (Gen. Ed. Hohn R. Presley), New York: St. Martin's Press.
- FRANKLIN, R. E. "Financial Markets in Transition - or the Decline of Commercial Banking", In Federal Reserve Bank of Kansas: *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Anais de Simpósio em Jackson Hole, Wyoming, 19 a 21 de agosto.
- HELLEINER, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca and London: Cornell University Press.
- HERMMANN, J. (1997) "Financiamento de Investimento no Brasil", Mimeo.

- HULL, J. (1991). *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções*, São Paulo: BM&F e Cultura Editores Associados.
- KIDWELL, D. S., R. L. Peterson e D. W. Blackwell (1997). *Financial Institutions, Markets and Money*. New York e outras capitais: The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers.
- IMF - International Monetary Fund (1994), "International capital markets: development, prospects and policy issues", *World Economic and Financial Surveys*, Washington, DC, Setembro.
- MENDONÇA DE BARROS, J. R. e M. F. de Almeida Jr. (1997), "Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil", Secretaria de Política Econômica, Ministério da Fazenda, Mimeo.
- PRATES, D. M. (1997). "Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A Economia Brasileira na Década de 90. Dissertação de Mestrado, UNICAMP, Mimeo.
- RABELO, F. M. (1997) "Fundos de Pensão, Mercados de Capitais e Corporate Governance: Lições para os Mercados Emergentes". Texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*, São Paulo, 24 e 25 de abril de 1997.
- SEPLAN-SEAIN (1994) - Secretaria de Assuntos Internacionais da Secretaria de Planejamento, Orçamento e Coordenação. *Manual de Financiamentos Externos*, Brasília - DF, 1994
- STUDART, R. (1994), "Fluxos de Capital: Questões Teóricas Face a uma Conjuntura Internacional Adversa", *Texto para Discussão 354, IE-UFRJ*.
- (1995) *Investment Finance in Economic Development*, London: Routledge.
- (1995-96) "The efficiency of the financial system, liberalisation and economic development", *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1995, 18(2): 265-289.
- (1996). "Financial policies, growth and distribution: a comparison between Latin America and East Asia". Mimeo.
- (1997a). "Instituições Financeiras de Desenvolvimento: Mais uma Vez no centro das Atenções", *Revista RUMOS DO DESENVOLVIMENTO*, nº 131, pp. 41-3.
- (1997b). "Estado, mercados e financiamentos do desenvolvimento", Mimeo.
- STIGLITZ, J. (1994) 'The role of the State in financial markets' *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, The World Bank: Washington, D.C.: 19-52.
- The Economist* (1995) "Other people's money: a survey of Wall Street", April 15th-21st 1995.
- (1997) "Banking in Emerging Markets", April 12.
- UNCTAD (1996), *Trade and Development Report 1996*, Genebra e N. York: Nações Unidas,
- UTHOOF, A. (1997) "Promoção de Poupança e os Sistemas de Previdência" Texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*, São Paulo, 24 e 25 de abril de 1997.
- ZINI, A. (1994) "Capital flows, monetary instability and financial sector reform in Brazil", mimeo.
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*. New York: Cornell University Press.



FICHA TÉCNICA

**GOVERNADOR DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL
ANTONIO BRITTO**

**SECRETÁRIO DA COORDENAÇÃO E PLANEJAMENTO
JOÃO CARLOS BRUM TORRES**

**CONSULTOR SÊNIOR
ANTONIO BARROS DE CASTRO**

**COMISSÃO DE COORDENAÇÃO
Instalada em 7 de março de 1997**

JOÃO CARLOS BRUM TORRES
Secretário da Coordenação e Planejamento e Coordenador Geral do Projeto

RUBENS SOARES DE LIMA
Presidente da Fundação de Economia e Estatística - FEE

FLÁVIO FERREIRA PRESSER
Presidente da Fundação Estadual de Proteção Ambiental - FEPAM

LAIS DE PINHO SALENGUE
Presidente da Fundação de Planejamento Metropolitano e Regional - METROPLAN

PEDRO CEZAR DUTRA FONSECA
Presidente da Fundação de Amparo a Pesquisa do Rio Grande do Sul - FAPERGS

NUNO RENAN LOPES DE FIGUEIREDO PINTO
Representante da Federação das Indústrias do Rio Grande do Sul - FIERGS

ÁLVARO ANTÔNIO LOUZADA GARCIA
Diretor Técnico da Fundação de Economia e Estatística FEE

MARIA HELENA CATTANI LOHMANN
Diretora do Departamento de Planejamento Estratégico SCP

SÔNIA MARIA MOREIRA DE MELLO
Chefe da Divisão de Diretrizes Estratégicas -SCP

Obs.: A economista Maria Aparecida Grendene de Souza substituiu a economista Maria Helena Cattani Lohmann na direção do Departamento de Planejamento Estratégico e, em virtude disso, nessa Comissão



PRIMEIRA ETAPA

novembro de 1996 a junho 1997

Equipe técnica

ÁREA ECONÔMICA

ADA SÍLVIA B. DE PICCOLI (METROPLAN)
ADALBERTO ALVES MAIA NETO (FEE)
ALBERTO MARCOS. NOGUEIRA (SCP)
ANA ELISA E. FERREIRA (SCP)
CLARISSE CASTILHOS (FEE)
ESTEBAN CARRION SANTANA (METROPLAN)
JEFERSON LUIS BITTENCOURT (SCP)
JORGE ACCURSO (FEE)
JORGE SOUZA FILHO (SCP)
JÚLIO CÉSAR VOLPI (METROPLAN)
MARIA CRISTINA PASSOS (FEE)
MARIA DOMINGUES BENETTI (FEE)
PAULO HAMESTER (METROPLAN)
PEDRO BANDEIRA (SCP)
VIVIAN FURSTENAU (FEE)

ÁREA DE INFRA-ESTRUTURA

ALFREDO D. HECHT (CEEE)
CARLOS R. RIBEIRO (SEMC)
CÉLIA MARIA T. ROHENKOHL (CRT)
FLÁVIO BRINCKMANN (SCP)
LUIS RENATO PONS DE ARAUJO (CORSAN)
MARCOS KAPPEL RIBEIRO (CEEE)
MARGARETH V. MACCHI SILVA (METROPLAN)
MARIA DA GRAÇA SILVEIRA (SCP)
RENATO MACHADO (CORSAN)
SÍLVIO BARBOSA (SCP)



ÁREA FINANCEIRA

ROGÉRIO STUDART (CONSULTOR)

colaboradores:

ALDO ERNESTO LOZEKAN (BANRISUL - GRUPO DE ACOMPANHAMENTO)
JOSÉ ERNESTO A PASQUOTO (CONSULTOR - GRUPO DE ACOMPANHAMENTO)
PAULO FIORI (BRDE - GRUPO DE ACOMPANHAMENTO)
PAULO RENATO FERREIRA DA SILVA (CEEE - GRUPO DE ACOMPANHAMENTO)

ÁREA SOCIAL

CLÁUDIO ACCURSO
CLÍTIA MARTINS (FEE)
GLENDA P. ÁVILA (SCP)
GUILHERME XAVIER SOBRINHO (FEE)
JÚLIA ORTIZ AMBROS (SCP)
MIRIAN DE TONI (FEE)
ROSSETTA MAMMARELLA (FEE)
VERA HELENA FONSECA (SCP)

Consultores

ANITA BRUMER (UFRGS)
ANTONIO DAVID CATTANI (UFRGS)
ANTÔNIO PADULA (UFRGS)
DAISY SCHRAMM ZENI
EDUARDO MALDONADO FILHO (UFRGS)
EVA SAMIOS (UFRGS)
FLÁVIO FLIGENSPAN (UFRGS)
JOAL DE AZAMBUJA ROSA
NELSON GIORDANO DELGADO (UFRRJ)
ROGÉRIO STUDART (UFRJ)
ROSANE EMILIA ROSSINI
SÉRGIO SCHNEIDER (UFRGS)



SEGUNDA ETAPA

agosto de 1997 a novembro de 1998

GRUPO DE SISTEMATIZAÇÃO

JOÃO CARLOS BRUM TORRES

SECRETÁRIO DA COORDENAÇÃO E PLANEJAMENTO

ANTÔNIO BARROS DE CASTRO

CONSULTOR SÊNIOR

MARIA APARECIDA GRENDENE DE SOUZA

COORDENADORA

ÁLVARO ANTÔNIO LOUZADA GARCIA

JOAL DE AZAMBUJA ROSA

MARIA DOMINGUES BENETTI

NUNO RENAN LOPES DE FIGUEIREDO PINTO

RUBENS SOARES DE LIMA

SÔNIA MARIA MOREIRA DE MELLO

Equipe técnica

ADALBERTO ALVES MAIA NETO (FEE)

ALBERTO MARCOS NOGUEIRA (SCP)

ANA ELISA DAMIANI (METROPLAN)

CINTIA RUBIM PEDRO (SCP)

FLAVIO BRINCKMAMM (SCP)

GHISSIA HAUSER (METROPLAN)

GLENDA ÁVILA (SCP)

JEFERSON LUIS. BITTENCOURT (SCP)

JORGE ACCURSO (FEE)

VERA HELENA FONSECA (SCP)

CÍNTIA FERRAN DE SOUZA (ESTAGIÁRIA)



Consultores:

FERNADO FRANCO AZAMBUJA
FRANCISCO EDUARDO PIRES DE SOUZA (UFRJ)
HELEIETH I. B. SAFFIOTI
MARCELO SAVINO PORTUGAL
MARIO CORDEIRO DE CARVALHO Jr.
VERA MARTINS COSTA VELHO

INSTITUIÇÕES CONVENIADAS

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL- UFRGS
FUNDAÇÃO DE DESENVOLVIMENTO DE RECURSOS HUMANOS FDRH
FUNDAÇÃO DE AMPARO A PESQUISA DO RIO GRANDE DO SUL-FAPERGS

RECURSOS FINANCEIROS:

TESOURO DO ESTADO
FUNDAÇÃO DE AMPARO A PESQUISA DO RIO GRANDE DO SUL-FAPERGS

PROJETO GRÁFICO

DÍGRAFO DESIGN GRÁFICO
Malu Rocha
Vera Pellin D'Avila

EDITORÇÃO

PRIMEIRA IMAGEM
Miguel Ovídio Cunha Thomassim

FOTOLITOS
COMPUARTE

IMPRESSÃO

EDELBRA GRÁFICA E EDITORA LTDA