



1290000752



TCC/UNICAMP L881g

**Universidade Estadual**  
**de Campinas -UNICAMP**  
**Instituto de Economia**



**Globalização e Inovações Financeiras : Os Limites  
da Política Macroeconômica.**

**Autor : Marcelo Cardoso Lisboa**

**Orientadora : Maria Alejandra Caporale Madi**

**MONOGRAFIA**

**CAMPINAS, DEZEMBRO DE 1995**

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....P.1

## CAPÍTULO 1 ) INOVAÇÕES FINANCEIRAS E DESAFIOS DA POLÍTICA MACROECONÔMICA NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS

### PARTE I) INOVAÇÕES FINANCEIRAS, INTERNACIONALIZAÇÃO E DESREGULAMENTAÇÃO

- 1) INOVAÇÕES FINANCEIRAS .....P.4
  - 1.1) CAUSAS E FASES .....P.4
  - 1.2) EXEMPLOS DE INOVAÇÕES FINANCEIRAS.....P.7
- 2) INOVAÇÕES E INTERNACIONALIZAÇÃO .....P.21
  - 2.1) O EUROMERCADO .....P.25
- 3) DES-REGULAMENTAÇÕES .....P.32
  - 3.1) REGULAÇÃO NOS EUA ATÉ A DÉCADA DE 70 ..P.32
  - 3.2) DESREGULAMENTAÇÃO .....P.34

### PARTE II) RISCOS, FRAGILIDADE E LIMITES DA POLÍTICA ECONÔMICA

- 1) GLOBALIZAÇÃO .....P.42
  - 1.1) ESPECULAÇÃO E VISÃO DE CURTO PRAZO ....P.46
  - 1.2) GLOBALIZAÇÃO E AS POLÍTICAS ECONÔMICAS P.48
    - 1.2.1) PERDA DE EFICÁCIA DA POLÍTICA  
MONETÁRIA TRADICIONAL .....P.48
    - 1.2.2) INTERAÇÃO DA POLÍTICA FISCAL  
COM A MONETÁRIA ..... P.52
    - 1.2.3) A POLÍTICA CAMBIAL E A INTER-RELAÇÃO  
CÂMBIO E JUROS .....P.54

PARTE III) CONCLUSÃO .....P.57

**CAPÍTULO 2) GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E DESAFIOS DA  
POLÍTICA MACROECONÔMICA NA AMÉRICA LATINA**

**PARTE I) O CONSENSO DE WASHINGTON**

**1) O CONSENSO DE WASHINGTON E  
OS PARADIGMAS NEO-LIBERAIS .....P.62**

**2) CRÍTICAS AS HIPÓTESES DOS MODÉLOS  
LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA .....P.64**  
**2.1) RELAÇÃO ENTRE POUPANÇA E INVESTIMENTO .P.66**  
**2.2) OS IMPACTOS DAS TAXAS DE JUROS, O PAPEL DA  
GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E O ATUAL SISTEMA  
FINANCEIRO LATINO-AMERICANO .....P.70**

**PARTE II) OS LIMITES DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS  
LATINO-AMERICANAS**

**1) A ARTICULAÇÃO DAS POLÍTICAS MONETÁRIAS,  
CAMBIAIS E FISCAIS .....P.72**

**2) DILEMAS DE POLÍTICAS ECONÔMICAS .....P.75**  
**2.1) FLUXOS DE CAPITAIS .....P.75**  
**2.2) POLÍTICA MACROECONÔMICA  
E FLUXO DE CAPITAIS .....P.77**

**PARTE III) CONCLUSÃO .....P.81**

**CONCLUSÕES .....P.89**

**BIBLIOGRAFIA .....P.97**

## INTRODUÇÃO

- **Objetivo da monografia**

O objetivo dessa monografia é mostrar como as mudanças no sistema financeiro, a partir da década de 70, acabam por interferir decisivamente na gestão das políticas macroeconômicas, tanto dos países desenvolvidos, como nos países latino-americanos. **A hipótese desenvolvida neste trabalho será a de mostrar que, na verdade, as mudanças estruturais dos mercados financeiros geram diminuições no grau da autonomia de condução das políticas econômicas nacionais.**

Nos países centrais será evidenciado a forma de articulação existente entre as políticas monetárias, cambiais e fiscais, que, no atual sistema financeiro globalizado e com inúmeras inovações financeiras, levam a dificuldades de condução das políticas econômicas nacionais, ao mesmo tempo, em que há inúmeras dificuldades de se realizar uma articulação macroeconômica entre os principais países desenvolvidos.

No caso latino-americano serão desenvolvidos argumentos que mostram a forma pela qual as políticas econômicas orientadas pelo Consenso de Washington diminuem os graus de liberdade de condução das economias nacionais, tornando-as extremamente dependentes da lógica especulativa de funcionamento dos atuais mercados financeiros globalizados.

A forma de desenvolver a hipótese dessa monografia será calcada numa visão analítica e com a utilização de fontes secundárias, não sendo abordado um estudo empírico da cada economia nacional citada nesta monografia. Esta monografia é na verdade um trabalho de síntese e sistematização de uma vasta bibliografia sobre assuntos correlatos, que na maioria das vezes são apresentados de forma dispersa e não articulada, onde é dada ênfase apenas a um ou outro elemento de forma isolada.

## ● estrutura do texto da monografia

O primeiro capítulo dessa monografia denominado de “Inovações financeiras e os desafios da política macroeconômica nos países desenvolvidos” apresenta duas partes.

A primeira parte desse capítulo tenta sistematizar uma série de temas correlatos na determinação do que, atualmente, se conhece por globalização financeira. Nessa parte do texto será possível perceber como o processo de desregulamentação, inovações e internacionalização financeira interagiram na constituição da globalização financeira. A grande virtude dessa parte do texto consiste justamente na sistematização dos temas citados acima, o que praticamente não existe na bibliografia nacional atual.

Também, está ressaltado nesta parte do texto, como as formas de se conduzir as políticas econômicas nos países centrais, a partir da década de 70, aliado às estratégias micro-econômicas no sistema financeiro mais o processo de inovações tecnológicas, acabaram por alterar toda a estrutura do sistema financeiro, onde o próprio conceito de mercado financeiro se modificou. Será possível perceber que as alterações no atual sistema financeiro foram no sentido de criar novos instrumentos financeiros ( securitização e derivativos ), diminuir a segmentação dos mercados regulados antes de 70, permitir a entrada de novos participantes nesse mercado ( bancos não-bancos ), e, a internacionalização dos mercados financeiros.

A segunda parte desse capítulo, à luz dos temas tratados na primeira parte, mostrará as consequências do processo de globalização e inovações financeiras. Nesta parte, será mostrada como a globalização financeira acaba por acentuar a especulação nos mercados financeiros e diminuir os graus de liberdade na condução das políticas econômicas nos países desenvolvidos.

Como será mostrado o processo de inovações financeiras acabam aumentando os riscos globais do sistema financeiro, na medida em que as inovações apenas reestruturam os riscos financeiros, criando uma situação de fragilidade financeira, na medida em que o processo de inovações financeiras permitem um maior endividamento e formação de agentes *especulativos* e *ponzi*.

Na parte seguinte do texto será desenvolvido uma série de argumentos que evidenciam como as mudanças estruturais dos sistemas financeiros geram uma perda de eficácia das políticas monetaristas, além de tornarem as políticas cambiais, monetárias e fiscais interdependentes.

O capítulo segundo denominado de “globalização financeira e desafios da política macroeconômica na América Latina”, também apresenta duas partes.

A primeira parte desse capítulo mostrará os conceitos desenvolvidos pelo Consenso de Washington e os problemas de lógica interna dos mesmos. Após uma apresentação e crítica dos conceitos neo-liberais, será evidenciado, na segunda parte desse capítulo, os problemas das políticas econômicas latino-americanas com a adoção de tais princípios. Nesta parte do texto será possível perceber a forma de articulação das políticas monetárias, fiscais e cambiais, bem como os problemas de sustentação e de perda dos graus de autonomia na condução das políticas econômicas nacionais, ensejados pela adoção dos princípios neo-liberais.

Portando, neste capítulo o Consenso de Washington será evidenciado sobre dois prismas. Na primeira parte deste capítulo, será abordado os aspectos lógicos e teóricos dos princípios neo-liberais. Enquanto, na parte seguinte, será evidenciado os problemas de política econômica enfrentados por tais princípios no atual contexto de globalização e inovações financeiras.

O aspecto positivo dessa parte do texto está na forma sistematizada e ordenada de tratar os temas de políticas econômicas implementados na AL e seus efeitos. Sem dúvida, esta parte do texto representa apenas um início para análises mais específicas e empíricas ( baseadas em fontes primárias ) de cada caso dos países latino-americanos. Sendo assim, esta parte do texto visa dar algum tipo de

contribuição inicial no aprofundamento das análises individuais de cada país latino-americano, percebendo semelhanças e diferenças nos dilemas de política econômica enfrentados por cada um destes.

Após os argumentos elaborados nos capítulos primeiro e segundo esta monografia terminará com uma conclusão, onde a hipótese de trabalho, sobre a perda dos graus de autonomia na condução das políticas econômicas nacionais, tanto dos países desenvolvidos, como dos latino-americanos, será ratificada. Os argumentos desenvolvidos nesta parte do texto serão no sentido de reforçar o processo de criação endógena de moeda, e, as inúmeras dificuldades dos bancos centrais em fixarem metas monetárias e cambiais, dentro da atual estrutura financeira. Também será mostrado que dada a atual situação financeira internacional e macroeconômica dos países desenvolvidos, como EUA, Japão e Alemanha, a recuperação dos graus de autonomia das políticas econômicas latino-americanas apresentam uma perspectiva bastante complexa e de difícil solução.

## **CAP 1 ) INOVAÇÕES FINANCEIRAS E DESAFIOS DA POLÍTICA MACROECONÔMICA NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS**

### **PARTE I) INOVAÇÕES FINANCEIRAS, INTERNACIONALIZAÇÃO E DESREGULAMENTAÇÃO**

#### **1) INOVAÇÕES FINANCEIRAS**

##### **1.1) CAUSAS E FASES**

Uma vasta bibliografia indentifica como **causa das inovações financeiras** os seguintes elementos : variações de câmbio, juros e o processo inflacionário; aplicação da tecnologia eletrônica; internacionalização dos bancos; e, medidas regulatórias.

A instabilidade da economia capitalista observada principalmente nos países centrais, a partir de década de 70, é fundamental para explicar a natureza do desenvolvimento das chamadas inovações financeiras, na década de 80. Num contexto macroeconômico instável a preferência pela liquidez aumenta, sendo as inovações financeiras uma importante tentativa dos mercados financeiros de aumentar o grau de liquidez das operações ativas e passivas, além, de se constituírem numa proteção contra a aceleração inflacionária, num contexto de juros e câmbio flutuante.

Além da maior volatilidade dos indicadores macroeconômicos nos anos 70 e 80, gerando dificuldades de compatibilização das estruturas ativas e passivas dos intermediários financeiros, o que levou os mesmos a desenvolverem mecanismos de hedge, as inovações financeiras têm um forte estímulo na política macroeconômica adotada pelos EUA no final dos anos 70, que resultou na elevação das taxas de juros americanas. As medidas de política econômica americanas, defendidas por Volcker, tornaram, tanto o mercado de câmbio mais instável, como resultaram em agentes econômicos mais fragilizados financeiramente, principalmente os agentes americanos<sup>1</sup>. Com o crescimento da economia nos países desenvolvidos, a partir de 82, esses mesmos agentes passaram a procurar empréstimos mais baratos, o que foi possível com o desenvolvimento das inovações financeiras, principalmente, via securitização, reduzindo, assim, a utilização dos tradicionais empréstimos bancários.

Os bancos, também, passaram a se utilizar das inovações financeiras, tanto para cobrir suas oscilações de passivo e ativo, como para buscar operações fora do balanço. As operações fora do balanço, via inovações financeiras, se constituíram numa fonte alternativa de lucros, na medida em que foi aumentado o controle e a regulação sobre as reservas dos empréstimos bancários. O processo regulatório sobre as reservas bancárias tornaram os empréstimos bancários mais caros em relação as inovações financeiras, na medida em que estas não

---

<sup>1</sup> Para entender melhor como as políticas macroeconômicas americanas acabam por influenciar o lado microeconômico dos agentes privados financeiros consultar, Monica BAER, Mudanças e Tendências dos Mercados Financeiros Internacionais na Década de 80, Pensamento Iberoamericana, n.18.

apresentavam um coeficiente de reservas tão elevado na concessão de empréstimos.

A crise dos países devedores e de alguns grupos industriais gerou um enfraquecimento, principalmente, dos balanços dos bancos norte-americanos, aumentando assim os coeficientes de capitais sobre o volume de reservas bancárias, o que acabou encarecendo ainda mais os empréstimos. A deterioração dos ativos elevou o custo de *funding* dos bancos até em relação aos chamados clientes de bom risco, que perceberam a possibilidade de se financiar externamente com custos menores. Em busca de uma alternativa mais lucrativa, os bancos passaram a realizar uma série de operações fora do balanço como, mercado de futuro e opções aliados a swaps e etc.

É importante perceber que, a partir de 1982 com a crise da dívida externa mexicana, há um intenso esforço de reciclagem de ativos financeiros, principalmente, dos bancos americanos. Neste contexto, os títulos de dívida pública, com destaque aos títulos de dívida americana, aliados ao processo de inovações financeiras, são fatores fundamentais na reciclagem de ativos, na medida em que passaram a ofertar outros tipos de ativos.

Se pelo lado da oferta havia a possibilidade de reciclagem de ativos, a mesma também havia pelo lado da demanda. Fundos de pensão, grandes corporações, companhias de seguros e até os bancos, que captam recursos e são obrigados a repassá-los para terem lucro, apresentavam uma grande demanda por novas formas de aplicação. Nesse sentido, é possível perceber que o processo de inovações financeiras foi fundamental para adequar essa demanda, na medida em que ofereceram rentabilidade ( vide junk bonds ), liquidez e flexibilidade para seus demandantes. O processo de oferta de títulos públicos além de acelerar a reciclagem de ativos, contribuiu sobremaneira na mudança da composição do estoque de riqueza privada, na qual aumentou a participação de títulos públicos em seus portfólios com uma diminuição do perfil temporal de seus ativos.

Pela análise da economia americana, pode-se perceber que esta apresenta, basicamente, três **fases de desenvolvimento das inovações financeiras**. Na

primeira fase, de 1960 a 1972, a principal característica das inovações financeiras eram a de contornar as restrições e regulamentações legais, propiciando uma maior liquidez nos mercados financeiros.

Na segunda fase, de 1972 a 1980, predominou a tendência de desenvolver instrumentos financeiros capazes de atenuar a alta volatilidade dos mercados financeiros. A terceira fase, que tem seu início em 1980 e se estende até os dias de hoje, se encontra altamente relacionada com o processo de globalização financeira, onde os derivativos de juros e câmbio, e, as securitizações ( nova forma de endividamento direto mais barata ) são altamente utilizados por agentes que têm acesso a diferentes mercados, e, procuram uma maior liquidez e custos menores.

## 1.2) Exemplos de inovações financeiras.

### ● Securitização

A securitização se constitui num processo de captação direta de recursos por parte dos inversores produtivos através da colocação de papéis próprios no mercado de capitais, deixando a atuação das instituições financeiras restritas a sua operacionalização. Portanto, securities são inovações financeiras que transformam empréstimos em títulos negociáveis nos mercados de capitais.

Com o processo de securitização, as operações de crédito passaram a ser feitas através de títulos(bonds ou ações), deixando às instituições financeiras a arquitetura, subscrição e comercialização dos mesmos. Sem dúvida, o processo de securitização acabou modificando o papel tradicional dos bancos, como intermediários em empréstimos, e, conseqüentemente, aumentando a participação dos intermediários não-financeiros.

Antes do período de grande expansão do processo de securitização já existiam fatores que estimulavam seu crescimento. O lançamento de commercial paper, o desenvolvimento de fundos mútuos do mercado de moedas, a retomada do crescimento dos países desenvolvidos (aumentando a demanda por créditos), além da crise dos créditos sindicalizados e da regulação Q (que estimulou os fundos mútuos com emissões públicas ou privadas), também resultaram num estímulo ao processo de securitização.

Existem três fatores fundamentais que explicam o grande crescimento do processo de securitização na década de 80. Um primeiro fator, diz respeito a característica desses instrumentos que podem transformar obrigações de crédito em instrumentos negociáveis nos mercados secundários, propiciando maior liquidez aos ativos bancários na forma de empréstimos.

Outro fator relevante foi a característica desse instrumento em desestimular a intermediação financeira, já que as próprias empresas tomadoras de empréstimos podiam emitir e lançar títulos diretamente com seus credores. Por exemplo, para os emprestadores, as vantagens oferecidas pelos bônus ou Floating Rate Notes (FRN) são: os juros oferecidos nestes instrumentos financeiros são menores que os do sistema bancário; a possibilidade de alongar a maturação dos prazos; e, sofrer menos as alterações nos mercados internacionais de capitais.

Um terceiro fator relevante no desenvolvimento do processo de securitização foi sem dúvida o crescimento dos déficits públicos dos países desenvolvidos, principalmente os EUA. Nas palavras de Pádua Lima:

"A maior parte desses títulos negociados no mercado financeiro internacional (MFI) refere-se à dívida pública de países avançados, ou seja, estes títulos públicos é que são a "base" de crescimento do segmento de bonds dos MFI. Os EUA, evidentemente, são os principais responsáveis pela emissão de

títulos públicos colocados nos MFI desde o início dos anos oitenta<sup>2</sup>.

Portanto, a securitização apresenta uma série de características fundamentais a seu desenvolvimento. Uma primeira característica consiste na capacidade desse instrumento financeiro em transformar ativos financeiros não-negociáveis em instrumentos negociáveis, diminuindo o risco de crédito de longo prazo, além de aumentar a liquidez dos bancos, o que pode diminuir seus riscos totais<sup>3</sup>.

Com a expansão da utilização de securities houve uma grande alteração competitiva dos bancos comerciais(americanos), que pela Glass Steagall se encontravam impedidos de lançar commercial paper como os bancos de investimento e as *brokerage houses* faziam. Sendo assim, as filiais dos bancos comerciais passaram a securitizar no euromercado, acentuando, dessa forma, a tendência do banco universal e da inter-relação dos mercados tradicionalmente separados.

A procura dos bancos comerciais em desenvolver a securitização gerou uma redução das fronteiras do mercado de crédito e de capitais, refletindo no lado institucional numa aproximação funcional entre bancos comerciais e bancos de investimento, que eram os tradicionais operadores em securities.

A intensificação da competição entre *investment houses* com *leading multinacional banks* gerou inovações financeiras mais comercializáveis e com menores custos. Um exemplo disso são as Note Issuance Facilities (NIF's<sup>4</sup>). Com isso, há nos anos 80 uma mudança dos bancos de crédito para o chamado

---

<sup>2</sup> Mária Lúcia L. M. PÁDUA LIMA, *Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inscrção dos Países do Grupo da América Latina*, tese de doutorado IE/unicamp, p. 34.

<sup>3</sup> Além disso, segundo algumas análises, o processo de securitização também pode diminuir o risco do sistema bancário, na medida em que se pode transferir ativos de menor qualidade a agentes não-bancários.

<sup>4</sup> As NIF's são contratos financeiros nos quais as instituições bancárias são obrigadas a comprar securities de curto prazo emitidas pelo tomador do empréstimo com um spread sobre a libor, por um período de 3 a 7 anos.

mercado de papéis, refletindo um processo de securitização das corporações, e, avanço dos bancos multinacionais em operações fora do balanço .

Há uma grande utilização, atualmente, dos commercial papers tanto para capital de giro como para investimentos de longo prazo. Geralmente, para tais operações, são utilizados eurobônus, FRN e Note Issuance Facilities (NIF's) aliadas a swaps de juros e câmbio.

Os commercial papers deram início ao processo de securitização na década de 50. Na década de 70 com o declínio da rentabilidade dos empréstimos tradicionais mais a elevação da concorrência no setor financeiro, houve uma tendência em acentuar tanto o processo de securitização como das chamadas operações fora do balanço.

### ● ● Certificados de depósitos bancários

Os chamados CD's são instrumentos negociáveis emitidos por um banco, em contrapartida a um depósito de montante pré-determinado, com um prazo determinado a taxas fixas ou flutuantes.

Os CD's são securities que inicialmente foram lançadas no mercado americano por seus bancos nacionais, apresentando um mercado secundário, que foi um fator fundamental no aumento de liquidez, já que estas securities podiam ser vendidas antes de seu prazo de maturação. Os CD's são portanto depósitos a prazo que pagam juros e podem ser negociadas nos mercados secundários, contornando dessa forma a famosa regulação Q<sup>5</sup>.

Os CD's surgiram como uma resposta estratégica do mercado financeiro em relação a um contexto macroeconômico com forte variações de preços, câmbio e juros, além de uma forte falta de liquidez na economia.

---

<sup>5</sup> A chamada regulação Q são medidas instauradas desde o Banking Act de 1933, que resultaram: na proibição de pagamentos de juros em depósitos à vista; na imposição de tetos aos juros pagos em depósitos a prazo; na segmentação das instituições financeiras, restringindo a categoria de crédito que cada instituição financeira poderia oferecer; e, restrições de operações dos bancos inter-estaduais.

Dessa forma, os CD's se transformaram numa alternativa de captação de recursos que, além de contornar restrições legais, possibilitou a expansão do crédito a taxa de juros maiores, dada a utilização de um menor volume de reservas requeridas, resultando, dessa forma, num aumento endógeno da liquidez. É importante perceber que as medidas regulatórias visavam , tanto estabelecer coeficientes de reservas bancárias, o que aumentava o custo dos empréstimos, como estabelecer tetos de remuneração aos depósitos à prazo, o que diminuía a rentabilidade da aplicação dentro de um contexto inflacionário.

A diminuição do crédito bancário, o aumento da utilização das swaps a juros, a desregulamentação das taxas de juros, as variações nas reservas requeridas, e, a criação dos mercados de notas de depósito levaram a um declínio na utilização dos CD's. Com o desenvolvimento do chamado mercado de notas de depósito, que são depósitos bancários emitidos como notas ou bônus a serem negociados no mercado secundário com taxas de juros fixas, podendo ser trocadas em operações de swaps com taxas flutuantes, foi possível evitar os constantes repactuamentos que existiam nas operações com os CD's.

#### ● ● money market mutual fund ( MMMF)

Para Stigum's<sup>6</sup> o mercado de dinheiro se constitui num mercado atacadista, com elevada liquidez e de curto prazo, sendo composto por títulos da dívida pública (tesouro nacional e outras agências federais), aceitabilidades bancárias, participações de curto prazo em empréstimos bancários, notas municipais e commercial papers.

Esse mercado de dinheiro acabou por desenvolver um novo instrumento financeiro denominado Money Market Mutual Fund (MMMF), que se constitui num instrumento formado por um *pool* de fundos, onde os investidores aplicam

<sup>6</sup> M. STIGUM'S, The Money Market, p. 176.

numa carteira diversificada de securities. Esse mercado também foi estimulado pelos conragimentos externos impostos pela legislação americana.

O MMMF apresenta uma série de vantagens. Uma primeira vantagem diz respeito à diversificação na aplicação desses fundos que acabam por diminuir o risco de crédito. Com a elevação das taxas de juros e dos preços esses fundos permitiram a utilização de recursos de curto prazo até em transações com emissões de cheques, substituindo dessa forma os depósitos à vista. Outra vantagem significativa, consiste na ausência de obrigatoriedade na manutenção de reservas junto à autoridade monetária, pois as instituições financeiras apenas administram esses fundos.

A utilização desses fundos acabou afetando a condução da política monetária, na medida em que a diminuição do monopólio dos bancos sobre os meios de pagamento questiona a capacidade de controle da Autoridade Monetária(AM) sobre as reservas bancárias, já que nesses fundos não há a supervisão do *Federal Reserve* e sim do *Securities and Exchange Commission*, que tem a finalidade básica de proteger os consumidores desses fundos.

#### ● ● money market deposit account (MMDA)

A partir de meados da década de 70 o MMMF passou a atrair inúmeros pequenos poupadores, chegando a um volume de 200 bilhões de dólares em 84. Como foi dito inicialmente, esses fundos foram mais utilizados pelas *brokerage houses* e pelos não-bancos, que agregavam pequenos depósitos de pequenos poupadores via direta ou correio, oferecendo taxas de juros mais competitivas.

Esses depósitos eram combinados em fundos mútuos, sendo aplicados em títulos federais, *bank acceptances* e certificados bancários de depósito, os quais para largos volumes ofereciam taxas de juros maiores. A vantagem para os pequenos poupadores era que estes passaram a obter uma taxa de juros

(remuneração) acima dos 5.25% estabelecido pela regulação Q, taxa limite paga pelos bancos em seus depósitos.

Com os fundos mútuos a *US Savings and Loan Institucion*, tradicional instituição americana para pequenas poupanças, começou a perder inúmeros depósitos, pois esta acabou sendo forçada a emprestar no mercado com taxas de juros elevadas para cobrir seus ativos.

Ao longo dos anos 80, houve uma queda nos custos dos *retail deposits* devido ao aumento da competição com os não-bancos, que passaram a utilizar a tecnologia existente neste período. Com isso, foi possível quebrar uma barreira tradicional colocada pelos bancos nos *current and depositis account*, oferecendo contas remunerados por juros, cujos valores eram negociados de várias maneiras. Além disso, essas instituições agregaram os depósitos dos pequenos poupadores em grandes volumes remunerados a taxas de juros maiores que as dos principais depósitos. O desenvolvimento do próprio mercado e de sua liquidez também contribuem para diminuir os custos totais desses fundos.

Somente a partir de 82, é que os bancos apresentaram condições de competir com esses fundos. A criação Money Market Deposit Account, que se constitui num instrumento financeiro de curto prazo, líquido e que para pequenos depósitos não apresentavam limites de juros, acabou afetando o crescimento do MMMF.

### ● Derivativos

Se o processo de securitização diminui o risco de crédito, o mesmo não elimina os risco de preço, principalmente em relação a juros e câmbio. Esta é a grande característica dos chamados derivativos, que se aliam às securities como forma de operacionalizar transações financeiras atualmente. Nas palavras de Freitas:

"se o processo de securitização, ao lado da crescente dissiminação das taxas de juros flutuantes, representou uma tentativa dos mercados financeiros de buscar maior grau de liquidez de suas operações ativas e passivas ao mesmo tempo em que garante uma proteção inflacionária, é necessário reconhecer que ele não garante por si a segurança dos agentes contra o risco de mercado, a partir de variações imprevistas do juros e do câmbio"<sup>7</sup>.

Os derivativos são instrumentalizados no mercado a termo, no mercado de futuro, no mercado de opções e Swaps atuando sobre as taxas de juros, câmbio, ações e commodities. Segundo a visão convencional, esses instrumentos conseguem transferir o risco de preço, podendo resultar numa possível melhoria na administração do grau de exposição das carteiras. **É importante perceber que as inovações financeiras de securitização e derivativos são instrumentos financeiros que captam oportunidades de maiores ganhos com a própria instabilidade da economia internacional. Sendo, assim, é possível perceber que enquanto o desenho institucional dos mercados financeiros for instável, o número de inovações financeiras não diminuirá.**

## ● ● SWAPS

Swap é uma operação financeira na qual dois agentes decidem trocar entre si fluxos de pagamentos ao longo de determinado período de tempo, referidos a um determinado valor principal. Portanto, a operação de swap consiste em operações casadas de compra e venda de fluxos de pagamentos entre as partes envolvidas nesse contrato.

Em **swaps de câmbio** há pagamentos recíprocos do principal e da taxa de juros, sobre quantias denominadas em moedas diferentes. Nesses casos é fixado previamente as taxas de juros para cada uma das moedas envolvidas.

---

<sup>7</sup>M. C. FREITAS, Mercado Internacional de Crédito e Inovações Financeiras nos anos 70 e 80, p. 47.

No caso de **swaps de juros** não se troca o valor principal, mas apenas o pagamento de juros com taxas diferentes, estabelecendo um fluxo de pagamentos de taxas de juros sobre um montante virtual previamente estipulado.

Existem três formas principais de swaps de taxas de juros. Os **coupon swaps** relacionam uma *fixed rate* com uma *floating rate* de uma mesma moeda, associando pagamentos baseados em taxas de juros fixas com recebimentos baseados em taxas de juros flutuantes e vice-versa. As **basis swaps** estabelecem uma transação entre duas taxas de juros flutuantes, sendo que uma das partes recebe sobre determinada taxa ( por exemplo, Prime ) e a outra parte paga sobre outra taxa ( por exemplo, Libor ). O **Cross-Currency** é um tipo de swap que consegue relacionar uma taxa de juros fixa em determinada moeda com uma taxa de juros flutuantes em outra moeda.

Existem também três formas de se operacionalizar swaps. Na linguagem dos mercados financeiros **fazer um cap** nada mais é do que estabelecer um teto para a variação do preço de um ativo. Com isso o comprador desse ativo consegue se proteger de uma elevação de preço. É possível neste contrato, via pagamento de um prêmio pelo comprador, adquirir o direito de receber do vendedor a diferença entre o preço pré-determinado e o preço de mercado. De forma semelhante ao cap, **fazer um floor** significa proteger o comprador do risco de queda no preço de um ativo. **Fazer um collar** nada mais é do que combinar um *cap* com um *floor*.

É possível vender uma posição antecipada, obtendo liquidez, via mercado secundário de swaps. O mercado secundário de swaps também oferece a possibilidade do agente trocar de lado na operação ( **off setting swap** ), neste caso anulando ganhos e perdas. Além disso, segundo a visão convencional, os mecanismos de swaps propiciam uma forma de se proteger contra variações em juros e câmbio, além de uma maior flexibilidade no manejo do ativo e passivo de bancos e empresas. O que não é totalmente verdadeiro, pois, devido a suas características, esses mercados de derivativos apresentam uma grande competição, levando a uma diminuição das taxas cobradas. Dessa forma, há, na

verdade, um aumento no grau de exposição sobre a cobertura dos riscos assumidos pelas instituições.

### ● ● contratos de futuro

Em 1972 a Chicago Mercantile Exchange desenvolveu mecanismos hedge sobre contratos futuros de moedas estrangeiras.

As **operações de futuro** são utilizadas geralmente como instrumentos de hedge, onde se realizam operações de compra ou venda de contratos financeiros numa data futura pré-estabelecida. Geralmente, esses contratos não se efetivam na data pré-estabelecida, pois os agentes financeiros fazem operações inversas, justamente para anular os efeitos dessa primeira operação<sup>8</sup>.

Nas palavras de Pádua Lima :

"Os mercados de futuros são compostos por contratos negociados a termo, com prazos e preços previamente fixados que se referem a uma atividade, real ou financeira, e com um sistema de liquidação por diferenças estabelecidas a partir do preço acordado e de mercado"<sup>9</sup>.

Na opinião dessa mesma autora é possível fazer uma classificação sobre a forma de atuação dos agentes envolvidos nesses mercados. Os chamados agentes **hedgers** utilizam-se do mercado futuro para reduzirem seus riscos financeiros em câmbio, juros, e outras variáveis, protegendo seus portfólios ao longo do tempo. Para este tipo de agente o mercado futuro é utilizado como uma forma de cobertura sobre posições assumidas no mercado *spot*. Os agentes **especuladores** são aqueles que visam obter ganhos adicionais, assumindo riscos, com apostas que contrariam a visão dominante, via contratos futuros nos momentos de

<sup>8</sup> Us Treasury Bills, Us Treasury Bonds, Eurodollars, UK short sterling e gilts, Obligations Assimilables du Trésor (OAT), Deutsch Bonds, entre outros são alguns exemplos de contratos futuros.

<sup>9</sup> Mária Lúcia L. M. PÁDUA LIMA, op. cit. , p. 67.

desequilíbrio desses mercados. Assim, esses agentes realizam seus ganhos e retornam nos momentos de desequilíbrio dos mercados financeiros. Os chamados **Arbitraders** fazem operações simultâneas nos mercado *spot* e futuro, comprando à vista e vendendo no futuro para obterem ganhos com as divergências de preços entre esses mercados.

Os contratos futuros mais importantes são: interest rate futures, forward rate agreements, currency futures, e stock market index futures.

Os *interest rate futures*<sup>10</sup> são utilizados: nas coberturas de riscos das taxas de juros sobre posições mantidas nos mercados à vista; nos ganhos especulativos pelo aumento da exposição do risco na aposta de uma variação das taxas de juros; e , nas arbitragens entre os mercados futuros e spot. Nas palavras de Pádua Lima:

"Através de um contrato futuro de taxa de juros, o investidor (buyer), ou aquele que deseja se proteger (hedger) contra um aumento de taxa de juros compromete-se a comprar um determinado montante de um título que oferece uma dada taxa de juros numa data futura; por outro lado, o ofertante (seller) procura se defender de uma queda na taxa de juros naquela data futura. O que motiva as duas contrapartes em estabelecer este tipo de contrato é a necessidade de compatibilizar pagamentos/ recebimentos futuros de maneira que não ocorra um descasamento (mismatching) de taxa de juros entre os fluxos"<sup>11</sup> .

A *forward rate note* é um contrato semelhante a *interest rate future* com a diferença que a primeira é negociada no mercado de balcão ( *over-the-counter market*), e, portanto, constituída de acordo com os interesses das duas partes envolvidas nesse mercado, sem a padronização existente nas Bolsas de Futuros. Via FRA's as partes envolvidas estabelecem as taxas a serem pagas sobre o valor principal, que será liquidado no futuro, sendo que o valor principal não é pago.

<sup>10</sup> As t-Bill de três meses são um exemplo de contratos futuros de curto prazo, enquanto as US Treasury Bond são de longo prazo.

<sup>11</sup> Ibid, op. cit. , p. 70.

Nesse tipo de operação, o comprador visa se proteger de uma elevação das taxas de juros, enquanto o vendedor tenta se proteger de sua baixa. Quando o prazo do contrato termina é calculada a diferença entre a taxa de juros do contrato com a de mercado, pois se a taxa de mercado superar a do contrato o comprador recebe a diferença e vice-versa.

Na análise de Freitas o FRA atua como um mercado financeiro futuro sob encomenda *over the counter* . Esse é um mercado onde atuam quase que exclusivamente grandes bancos e instituições financeiras, visando regular seus riscos em relação a variação de juros, assim, recorrendo menos ao interbancário. As FRA também são operações fora do balanço não sujeitas a requisição de margens de capital. As FRA podem apresentar vantagens em relação ao mercado de futuros pois seus contratos podem ser feitos sob-encomenda.

Os *currency futures* são contratos de compra e venda de determinadas moedas por um prazo pré-fixado e com taxas de câmbio pré-determinadas. De forma semelhante aos contratos de *interesse rate future* esses também são realizados em bolsas de valores e padronizados. O que difere de um contrato *forward exchange*, que não se realizam nos mercados organizados, com lotes padronizados, e, não podendo ser cancelado sem o acordo das duas partes envolvidas.

O *stock market index future* são contratos padronizados baseado em índices compostos por um determinado número de ações, com diferentes critérios de ponderação e cálculo. Esses contratos têm a finalidade proteger as posições acionárias da volatilidade do próprio preço desses títulos.

## ● ● opções

As **opções** são instrumentos financeiros que determinam as bases de transações que podem ocorrer ou não no futuro. Por exemplo, num contrato de

opção de compra, o comprador paga um prêmio ao vendedor tendo a possibilidade de compra futura a um preço pré-determinado.

Portanto, a opção é um contrato por meio do qual o comprador adquire o direito mas não a obrigação de comprar ou vender um instrumento financeiro a um preço fixo numa data futura determinada, deixando para o vendedor ( *writer* ) o recebimento de uma quantia fixa ( prêmio ). Dependendo do contrato é possível exercer a opção em sua data limite ( **opção européia** ) ou ao longo do prazo de sua vigência ( **opção americana** ). Essas operações são normalmente de 2 a 6 meses.

O mercado de opções cresceu muito na década de 80 como uma forma de defesa da instabilidade de juros e câmbio. Freitas ressalta a razão desse crescimento:

"O comprador da opção efetua na prática um seguro (por meio do pagamento do prêmio) contra variações adversas em juros e câmbio(...) O prêmio da opção varia com a perspectiva de instabilidade de câmbio e juros"<sup>12</sup> .

Nesses contratos quem detém o papel ativo na transação é o comprador da opção, tendo o direito de exercê-la ou não, e, limitando sua perda ao valor do prêmio. Enquanto, o vendedor da opção fixa o prêmio, limitando seu teto de ganho. É importante perceber que para quem concede a opção não há limite de perda, só de ganho, enquanto para quem recebe a concessão da opção ocorre o contrário, não havendo limites de ganho e sim de perdas. Dessa forma, é possível perceber que há uma assimetria entre os compradores e vendedores de opções. Essa assimetria leva os vendedores de opções a limitarem os riscos, desse tipo de contrato, pela procura de uma outra opção, com os mesmos parâmetros da opção original, na qual estes sejam seus compradores, servindo, dessa forma, como contraparte a primeira operação feita.

---

<sup>12</sup> M. C. FREITAS, op. cit. , p. 51.

Atualmente, os bancos comerciais e de investimento são os maiores vendedores de opções, “concentrando o risco de mercado”, dada a demanda de compradores interessados em reduzir o nível de exposição face a câmbio e juros. Há também um mercado de opções onde instituições financeiras e empresas com comércio exterior ou especulam ou fazem hedge<sup>13</sup>.

● ● mercado de bolsa e balcão

Opções e futuros podem ser realizadas em bolsas de valores, onde existem as *Clearing Houses* (caixas de liquidação), que permitem a redução do risco de crédito. As *clearing houses* têm as funções de : facilitar o fluxo e as transferências dos fundos; garantir e proteger os termos do contrato, pois no momento da realização das operações os agentes fazem depósitos ou em cash ou securities (públicas ou privadas), que ficam como reservas a serem devolvidas no final da operação. Além disso, esses contratos são padronizados, resultando numa diminuição dos custos de transação e elevação da liquidez nos mercados de troca.

Os contratos de opção e futuro também podem ser realizados no **mercado de balcão**, isto é, não sendo intermediados pelas *clearing houses*. Com isso há uma diminuição da liquidez, pois a grande característica desses mercados é a transferência de riscos via negociação de swaps, opções e contratos a termo. A existência das chamadas *Clearing Houses* proporciona uma redução dos riscos de crédito, na medida em que estas conseguem garantir o cumprimento dos contratos, o que não ocorre no mercado de balcão. Outra grande diferença do mercado de balcão, em relação aos contratos fechados em bolsas, é a flexibilidade existente em seus contratos, na medida em que os acordos são feitos visando atender às necessidades específicas de cada cliente, o que acaba tendo como contrapartida um aumento nos custos e diminuição da liquidez desses contratos.

---

<sup>13</sup> Os interest rate options são contratos financeiros subjacentes aos seguintes instrumentos financeiros: US treasury bonds, US treasury notes, Eurodollar (3 meses), Euronotes, US fixed rate mortgages e outros títulos.

O mercado de balcão atende basicamente grandes instituições, enquanto os contratos fechados em bolsas atende tanto instituições grandes como pequenas. Existem diferenças também quanto a forma de operacionalizar entre esses mercados. Os contratos firmados em bolsa são feitos com participação de instituições públicas, em leilões abertos e com preços conhecidos. Enquanto, os contratos firmados nos mercados de balcão apresentam apenas intermediários privados e sem possibilidade de acesso à informações mais detalhadas dos mesmos. Dadas essas diferenças é possível perceber que as bolsas sofrem uma regulação muito maior que o mercado de balcão.

Segundo algumas análises, não há conflitos entre as operações financeiras com derivativos feitas em bolsas e as operações de balcão, pois ambas são fundamentalmente estimuladas por demandas diferentes. Sendo que as operações em bolsas são estimuladas pela demanda por liquidez, enquanto as operações de balcão são demandadas pela necessidade de transferência de risco.

É possível fazer uma interação desses mercados, utilizando-se do mercado de balcão para fazer hedge das posições assumidas nas bolsas de valores.

## 2) INOVAÇÕES E INTERNACIONALIZAÇÃO

Nesta parte do texto será evidenciado o papel do processo de internacionalização, tanto dos mercados de capitais, como dos agentes econômicos.

Primeiro será mostrados os principais fatores que levaram os agentes econômicos (principalmente os bancos) a se internacionalizarem. Nesta parte do texto também será mostrado o papel da tecnologia neste processo, e, a forma pela qual a mesma acaba alterando a própria forma de competição dos mercados financeiros. Em seguida, será desenvolvido uma série de argumentos que visam explicar o crescimento do chamado Euromercado, que é, na verdade, o principal exemplo sobre a internacionalização dos mercados financeiros.

É importante perceber que, embora separados analiticamente neste texto, os processos de internacionalização dos agentes econômicos e dos mercados de capitais ocorrem de forma simultânea.

Começando pela descrição do processo de internacionalização dos agentes econômicos, nota-se que o desenvolvimento do chamado banco multinacional ocorre a partir da década de 60, quando empresas americanas e européias começaram a se internacionalizar. Com a expansão das empresas americanas seus bancos nacionais passaram a se especializar na prestação de serviços que atendessem às necessidades específicas dessas companhias. Dessa forma, os bancos americanos decidiram acompanhar seus clientes, dado o contexto econômico de expansão do comércio exterior e aumento dos investimentos diretos no estrangeiro. É importante ressaltar que internacionalização bancária também era necessária para se ter acesso às informações dos diferentes países com os quais os bancos transacionavam.

Dessa forma, certos bancos americanos desenvolveram estratégias que, além de focalizar a tradicional área de varejo, passaram a focalizar áreas de atuação que atendessem as corporações, e, a se organizarem na estrutura de segmentação de mercados e geográfica. Pode-se perceber, que os chamados *commercial banks* passaram a adotar estratégias que visavam a formação de bancos multinacionais ( ao mesmo tempo em que o mercado de capitais se globalizava ).

Além do processo de internacionalização das empresas americanas, a internacionalização dos bancos americanos também está relacionada com as restrições legais. As restrições legais encorajaram as próprias empresas multinacionais a reterem o excedente de seus fundos ganhos no exterior no mercado londrino, não repatriando seu dinheiro para os EUA, e, contribuindo, dessa forma, para o desenvolvimento do euromercado. **Assim, os bancos americanos sofreram um alto estímulo a se internacionalizarem, tanto para terem acesso aos fundos de dólares no exterior, como para manterem relações econômicas com seus clientes americanos na europa.**

Como resposta estratégica a internacionalização dos bancos americanos ( que em 70 já passam a liderar o euromercado, posição ocupada anteriormente pelos bancos ingleses, além de se especializarem em corporate banks ), os bancos europeus e japoneses ( principalmente pelo desenvolvimento da economia japonesa ) também passaram a se internacionalizar e desenvolver serviços que atendessem às necessidades das corporações.

**Portanto, a internacionalização dos bancos, principalmente, dos bancos europeus e japoneses apresentam um caráter defensivo, na medida em procuravam recuperar clientes perdidos para os bancos americanos.**

Os bancos franceses e ingleses que desde o século XIX já tinham bancos espalhados pelo mundo, reestruturaram esses bancos adequando-os para uma atuação a nível mundial. Os bancos da Alemanha e do Japão passaram a montar rapidamente suas redes mundiais. Dessa forma, é possível perceber uma mudança na natureza do serviço bancário com a diversificação geográfica , além da crescente demanda das corporações por novos serviços financeiros.

Paralelamente ao processo de interlacionalização dos bancos nos principais países centrais, surgiram novos centros **de offshore currency market** em outros locais do mundo. Isso ocorreu, porque as autoridades locais, de certas regiões, passaram a proporcionar condições favoráveis ao desenvolvimento de certas atividades financeiras, não oferecendo, dessa forma, restrições as operações bancárias-financeiras. O grande período de crescimento desses centros *offshore* ocorreu, principalmente, na década de 70, com a adoção de medidas restritivas ao afluxo de capital estrangeiro pelos governos europeus. Regiões como, Panamá, Grand Cayman, Líbano, Bahrein, Singapura, Hong Kong, entre outras, se tornaram centros off-shore altamente conhecidos.

O **desenvolvimento tecnológico**, também, propiciou o desenvolvimento dos bancos multinacionais, pois com a melhoria da eficiência e velocidade da comunicação por redes a nível global, e, a evolução no setor de comunicações, tornou-se possível operar de forma centralizada, via computadores interligados. Desta forma, houve uma aceleração das informações e transferências monetárias,

permitindo aos bancos melhorarem o *cash management em real time basis*, o que levou a um processo de integração de inúmeros bancos regionais<sup>14</sup>.

A partir desse desenvolvimento tecnológico é que foram criadas condições de gerenciamento dos fundos das corporações *on a worldwide basis*, centralizando o controle da tesouraria. Dessa forma, a chamada *integrated data base* acabou por transformar totalmente o método de operação de um banco.

Pela utilização de softwares integrados em terminais, é possível a um executivo analisar todas as contas relacionadas com uma vasta gama de serviços e locais de operação de seu banco. Assim, os bancos podem rever seu grau de exposição tanto por regiões geográficas como por setores industriais, separando a pessoa física da jurídica, e, identificando *in time* o lucro de cada cliente.

A pesar do desenvolvimento tecnológico ter possibilitado aos bancos ampliarem sua forma de atuação no processo de internacionalização. O mesmo também ensejou alguns problemas de operacionalização, principalmente nas áreas: de implementação de sistemas contábeis integrados, análise de informações, e acompanhamento de estratégias. Isso trouxe uma série de dificuldades para a maioria dos bancos oferecerem uma gama de serviços eletrônicos às inúmeras tesourarias das corporações-multinacionais, que estavam demandando informações em *real time and on line* de suas posições globais e/ou domésticas.

O desenvolvimento tecnológico também atuou no sentido de acentuar o processo de desregulamentação, diminuindo as diferenças de segmentação dos mercados financeiros, além de criar o chamado mercado global de 24 horas. Ademais, o desenvolvimento tecnológico possibilitou um acesso muito mais barato e rápido à informação. Isso teve como consequência uma diminuição da barreira à entrada de operações financeiras feitas exclusivamente pelos bancos, permitindo que outros agentes econômicos também obtessem tais informações, e, começassem a realizar as mesmas operações financeiras.

---

<sup>14</sup> Houve uma redução de dez vezes ou mais nos novos custos dos equipamentos eletrônicos.

Nos últimos anos a aplicação da nova tecnologia, especialmente, em *payments fields*, avançou consideravelmente em todos os países. O uso de ATMs(*automated teller machines*), *cash dispensers and bank cards*, o efeito da transferência eletrônica dos meios de pagamento, e, a possibilidade de acesso fácil pelos clientes de suas movimentações bancárias, se tornaram comuns em muitos países.

Experiências com *point of sales terminals*, *home banking* e *financial supermarkets* estão se desenvolvendo e provocarão grandes mudanças nos chamados bancos de varejo. Dessa forma, nota-se que o estímulo às mudanças nos bancos de varejo apresenta os seguintes fatores : nova tecnologia; mudanças na regulação; aumento da competição; demanda por novos serviços com maiores taxas de juros e proteção da inflação.

Devido ao alto custo de implementação, os ganhos tecnológicos se tornaram uma vantagem competitiva de poucos bancos. Na verdade, a implementação dessas mudanças tecnológicas requerem elevados investimentos, e, conseqüentemente, instituições capazes de aportar tais investimentos. **Assim, o *global game* não é viável para a maioria das instituições financeiras, o que leva estas a se ajustarem em nichos de mercado.**

### 2.1) O Euromercado

O chamado euromercado se constitui num mercado financeiro internacional onde as instituições financeiras captam ou aplicam em dólares ou em outras moedas. Tecnicamente, o euromercado pode ser qualquer moeda depositada fora do país de origem, estanto fora das regulações deste. Esses depósitos são criados quando uma moeda é transferida de um banco a outro, ou a outra instituição fora do país, como um pagamento por bens ou serviços, ou como transferências de fundos.

O chamado Euromercado se desenvolveu por uma série de motivos e contribuiu significativamente no aprofundamento tanto das chamadas inovações como da globalização financeira.

Uma das razões do desenvolvimento do euromercado está no fato dos países socialistas terem um espaço para aplicar dólares no financiamento do comércio exterior. A deterioração das relações geo-políticas entre Ocidente e Oriente não permitiram condições favoráveis para o bloco Oriental depositar seus dólares nos EUA. Assim, os países socialistas aceitaram depositar seus dólares em regiões, nas quais as condições políticas eram mais favoráveis, mesmo que remunerados a taxas de juros menores.

Um segundo fator estaria relacionado com as restrições impostas pela Inglaterra na década de 50. Depois da crise da libra esterlina, em 1957, foram criadas restrições ao uso dessa moeda no comércio internacional pelos não-residentes na Inglaterra. O chamado *London Bill*, que era um instrumento tradicional no comércio mundial, foi impedido de exercer essa sua função. Dessa forma, os bancos comerciais londrinos foram obrigados a procurar uma alternativa, via euromercado, visando manter suas posições e influência no comércio internacional.

Com o balanço de pagamentos americano deficitário e a política econômica elaborada para enfrentá-lo, houve um grande volume de dólares no mercado internacional, o que também contribuiu para o crescimento do euromercado. Nas palavras de Pádua Lima:

"Os déficits de Balanço de Pagamentos tiveram papel relevante na formação do Euromercado, considerando-se o fato de que os Bancos Centrais dos países superavitários em relação aos EUA utilizaram largamente esse mercado como forma de preservar o valor de suas reservas em dólares<sup>15</sup>".

As restrições legais impostas na economia americana também foram fundamentais na expansão do euromercado. Surge nos EUA em 1963 uma série de regulações. A *Interest Equalization Tax* (IET) desestimulou a emissão de títulos estrangeiros em Nova York, o *Voluntary Foreign Credit Restrain*

---

<sup>15</sup> Mária Lúcia L. M. PÁDUA LIMA, op. cit. , p. 7.

(VFCR) estipulou tetos de empréstimos aos não-residentes, a *Restrictions on Overseas Direct Investment* (RFDI) diminuiu o financiamento das empresas norte americanas no exterior com recursos dos próprios americanos. Essas medidas acabaram estimulando tanto empresas financeiras como produtivas a procurarem mercados alternativos. Além disso, essas medidas praticamente isolaram o mercado financeiro de Nova York, e dificultaram sobremaneira operações internacionais baseadas nos EUA.

A *Regulation Q* teve o impacto de estimular as aplicações em títulos públicos, diminuir a disponibilidade de recursos bancários, e de desenvolver o Euromercado. Os bancos superaram a *regulação Q* transferindo seus recursos da matriz para agências no exterior, propiciando a seus clientes uma maior remuneração nos depósitos de eurodólar. Além disso, os bancos americanos além-mar passaram a assegurar liquidez a suas matrizes quando fosse necessário.

A crise do petróleo também contribuiu para o desenvolvimento do euromercado, pois os excedentes gerados pela elevação dos preços do petróleo foram canalizados para esse mercado. Além do fato que os déficits comerciais nos países importadores de petróleo aumentaram a demanda por fundos dos bancos comerciais. A expansão de créditos aos países não exportadores de petróleo cresceu de 120 bilhões de dólares, em 1973, para 336 bilhões de dólares, em 1978, sendo em grande parte dívidas em juros flutuantes.

Na década de 80, a principal razão de desenvolvimento do euromercado se deu pelo processo de securitização, que se constituiu numa alternativa de superação aos tradicionais empréstimos sindicalizados. Até finais da década de 70, o euromercado tinha se desenvolvido com bancos comerciais que dominavam os segmentos dos depósitos de curto prazo e os empréstimos sindicalizados, enquanto os bancos de investimento e as *brokerage houses* dominavam os segmentos de bonds, que se constituem em títulos para captação de recursos de longo prazo.

Com o desenvolvimento do processo de securitização os bancos comerciais foram obrigados a alterar suas estratégias, aproximando suas

características em relação aos bancos de investimento, justamente para melhor atuar no mercado de bônus. Os bancos multinacionais passaram a se utilizar do Euromercado para adequar seus capitais, desenvolvendo créditos comercializáveis como uma forma de prover liquidez.

Pode-se perceber, portanto, que diferentemente dos mercados nacionais, o euromercado se encontrava isento de restrições legais, não requerendo controles sobre reservas, oferta monetária, crédito e tetos para as taxas de juros, o que se tornou a principal fonte de atração desse mercado. Dessa forma, o euromercado se transformou no principal mercado internacional de capitais, se expandindo geograficamente para outras regiões além de Londres.

O interbancário é o principal segmento do Euromercado, tornando os depósitos de euromoeda cada vez mais utilizados pelos bancos multinacionais. **Dessa forma, o Euromercado tem a vantagem de desempenhar a função de intermediário entre investidores e tomadores em escala mundial, de forma rápida e eficiente via alocação de recursos entre bancos.** Esse tipo de interbancário pode reduzir os custos de *funding* e os custos de variações dos juros, apresentando grande flexibilidade em termos de moedas, montante e prazo, tanto para quem vai investir, como para quem capta recursos. Por outro lado, é necessário ressaltar que há sempre o risco de *funding*, dada a possibilidade de não renovação dos depósitos de curto prazo, pois estes lastreiam operações de longo prazo, o que pode provocar uma queda de liquidez da instituição bancária.

É possível perceber que as políticas adotadas nos EUA são transmitidas no Euromercado, via fluxo de dólares, variando a liquidez e a taxa de juros neste mercado. Como a taxa de juros nos EUA é fortemente influenciada pelo *Federal Reserve*, diferentemente do Euromercado, onde as taxas de juros são determinadas pela relação oferta demanda, quando há uma política monetária apertada nos EUA, os bancos e as companhias passam a procurar fundos emprestáveis em dólares mais barato no além-mar. Portanto, o euromercado está fortemente relacionado com o movimento do dólar a nível mundial e a posição da liquidez americana.

Mesmo com as alterações na economia americana, com elevação das taxas de juros e alterações de suas restrições, a situação do Euromercado não se alterou, pois há ainda agentes que se aproveitam das arbitragens financeiras dos mercados domésticos em relação ao Euromercado, o que acaba gerando uma forte integração entre estes mercados financeiros.

- instrumentos financeiros do euromercado

- ● CD' S<sup>16</sup>

- cd's em dólar com taxas de juros fixas, que são estabelecidas de acordo o *bank's credit rating*, e, com prazos de vencimento de 1 a 12 meses.

- cd's em dólar com floating rate ( sendo estas taxas maiores que as fixas) com mais de 3 anos de prazo, que são interessantes para bancos japoneses e europeus.

- tranche de cd's com taxas de juros fixas e prazos maiores que 5 anos.

- ● cestas de moedas

AS SDR's (Special drawing rights), inicialmente, eram uma composição com 16 moedas ponderadas em diferentes pesos pela participação no comércio mundial, que mais tarde foi reduzida para 5 moedas e são fortemente utilizadas entre governos e o FMI.

---

<sup>16</sup> ver definição na página 14.

- ● EUROBOND

É um título de longo prazo emitido no euromercado por corporações industriais e governos, subscritos por bancos internacionais.

- ● Eurocrédit

É uma combinação de três inovações; taxa de juros flutuantes, spread sobre a taxa de juros de referência (por exemplo, libor), e empréstimos sindicados. O eurocrédit teve grande utilidade para os bancos que desejavam um mecanismo que os protegessem de flutuações em seus custos de funding, para garantir uma margem de lucro estável em seus portfólios de empréstimos.

- ● FRN

A chamada Float Rate Note se constitui num instrumento financeiro de captação direta de médio e longo prazo com taxas flutuantes e repactuadas em períodos de 3 a 6 meses por uma taxa referência (geralmente, libor + ¼% acima), transferindo o risco de variação dos juros do credor para o devedor. Dessa forma, os investidores são remunerados por uma taxa de juros flutuante, que acompanha na verdade as variações das taxas de juros de curto prazo do mercado monetário. **Neste caso é possível perceber como o processo de inovações financeiras acabam por estreitar as relações dos mercados acionários com os monetários.**

A vantagem desse instrumento é que este oferece aos tomadores a possibilidade de se obter volumes maiores em prazos maiores de maturação em relação ao eurocrédito com taxas flutuantes. Outra vantagem é a grande

negociabilidade desses títulos, oferecendo uma liquidez maior que os depósitos interbancários.

A *float rate note* cresceu no euromercado como resultado do processo inflacionário e da volatilidade de câmbio e juros. Outro fator relevante para o desenvolvimento desses títulos se deu após a crise da dívida de 1982, quando os empréstimo sindicalizados passaram a ser substituídos por *floaters*.

● ● NIF's<sup>17</sup> - note issuance facilities

As nif's são papéis de curto e médio prazo emitidos pelo tomador do empréstimo, com a garantia de subscrição do intermediário financeiro, que se compromete a comprar os títulos não vendidos no mercado e/ou conceder um crédito equivalente da diferença dos títulos não negociados.

Quando o tomador de recursos for um agente financeiro, o prazo de maturação das nif's costuma ser menor, assumindo a forma de certificados de depósitos. Quando os tomadores de recursos são agentes não-financeiros a forma mais comumente aceita de nif's é a de notas promissórias ( *euro notes* ) com prazo de maturação variando de 5 a 7 anos. Quando há a necessidade de se financiar por prazos ainda maiores os títulos são emitidos em base rotativa, com maturidade variando de 3 a 6 meses.

As nif's permitem aos tomadores de empréstimos levantar fundos de médio prazo utilizando uma série de notas de cp com flexibilidade of *draw down*. É importante lembrar que pela característica desses títulos, as subscrições feitas pelos bancos constituem-se em operações fora do balanço. Além disso, as instituições que subscrevem tais notas também as comercializam com deságios nos mercados secundários.

---

<sup>17</sup> Além de Nif's esses instrumentos financeiros apresentam outros nomes como : revolving underwriting facility (RUF), short-term note issuance facility (SNIF), borrower's for notes and underwritten standby-bonus.

## ● ● fixed-rate bonds

As fixed-rate bonds são instrumentos financeiros com taxas de juros fixas determinadas em um período. Até o início da década de 70 a fixed-rate bond era o instrumento financeiro mais utilizado no Euromercado. Com o a elevação da inflação nos países centrais, nos finais dos anos sessenta, os prazos de maturação desses títulos foram diminuindo, estimulando o desenvolvimento da FRN.

### 3) DES-REGULAMENTAÇÕES

As fortes regulações impostas, até finais dos anos sessenta e início dos setenta, nos EUA, geraram barreiras a entrada em vários setores financeiros, criando diferenças nos produtos oferecidos pelas instituições financeiras de cada setor. Dentro desse ambiente regulatório, cada instituição atuava de forma conjunta com algum órgão governamental, que regulava a taxa de juros, a liquidez, e o volume de empréstimos, de acordo com sua política econômica<sup>18</sup>.

Pode-se afirmar que as barreira regulatórias passaram a influir no desenvolvimento dos mercados financeiros de três formas: com a exclusão de competidores em um mercado particular, a capacidade de prover serviços alocando outras instituições financeiras de outros setores diminui, limitando, dessa forma, o nível de alocação e competição de um setor; desestimulando o desenvolvimento de inovações e liberdade de atuação do sistema financeiro; e, impondo limites geográficos de expansão.

#### 3.1) REGULAÇÃO NOS EUA ATÉ A DÉCADA DE 70

Até a década de 70 nos EUA, a autoridade federal impôs uma série de regulações : restringindo o *banking branch* através de Estados para a tomada de depósitos, não havendo essa restrição em operações de empréstimos;

<sup>18</sup> É importante salientar que o quadro regulatório de então era fortemente influenciado pela crise financeira de 1930 e pelo sistema institucional formado em Bretton Woods.

determinando um teto nas taxas de juros pagas nos depósitos dos clientes, enquanto as taxas dos depósitos comerciais no mercado de capitais não eram limitadas dessa forma; proibindo os bancos comerciais de atuarem com *underwriting* (subscrição) e emitir fundos mútuos como os *trust banks* e bancos de investimento faziam regularmente; proibindo que os bancos continuassem entrando na indústria de seguros, e, impedindo que os mesmos se engajassem no desenvolvimento das chamadas *commercial property*.

Da mesma maneira, empresas de *saving and loans* foram proibidas de oferecer serviços como cheques, emissão de cartões de crédito, e empréstimos. As mesmas também estavam sujeitas a muitas das restrições aplicadas aos bancos comerciais em termos de teto de juros.

As instituições de seguro eram restringidas de operar em qualquer forma de *banking business*, mesmo que as provisões de poupança e investimento, como seguro de vida, estivessem claramente especificadas a serem pagas durante a vigência estabelecida nos contratos com seus clientes. As seguradoras também foram proibidas de atuar no setor de empréstimos, excetuando o setor de hipotecas, mesmo sendo permitido a estas investir o dinheiro de seus clientes em participações acionárias como *commercial property development*.

Segundo este processo regulatório americano, os bancos de investimento não poderiam atuar no setor dos bancos de varejo, mas podiam recomendar investimentos para grandes clientes e oferecer fundo mútuos de investimento para um grande número de clientes.

Dentro desse contexto institucional, as companhias de securities americanas passaram a apresentar vantagens comparativas por sua situação regulatória, pois além de não serem reguladas com a mesma intensidade que os bancos e as seguradoras, essas companhias operam sobre a tutela da *Securities Exchange Commission*. Embora, também não seja permitido às companhias de securities proverem *check facilities or take deposits*, as mesmas podiam *take saving* e investir via fundos mútuos, os quais foram investidos em grandes volumes pelos bancos de securities a taxas de juros do mercado monetário.

Outra vantagem das companhias de securities é que estas não foram impedidas de atuarem inter-estatalmente. As companhias de securities também podiam atuar na provisão de linhas de crédito através do uso de margens de empréstimos, os quais mesmo sendo tecnicamente de curto prazo, eram rolados e transformados em instrumentos de longo prazo.

Devido as vantagens competitivas regulatórias as companhias de securities foram o principal elemento de acentuação de processo de desregulamentação nos EUA, conseguindo ter grande flexibilidade no *design* de produtos como MMMF, e no gerenciamento de sua contas, afetando seriamente a base de depósito dos bancos comerciais e *mortgage banks*.

Um segundo nível de regulação consiste na dimensão geográfica, tanto nacional, como internacional. A separação do setor financeiro por produto foi fortemente reforçada por restrições a nível geográfico, as quais proibiam a competição internacional entre instituições de diferentes países no mesmo segmento de mercado.

Antes da década de 80, era possível se referir ao setor financeiro como uma série de indústrias separadas, depois essa separação via barreira regulatórias se tornou artificial. Já a partir de 70, é possível perceber que as barreiras regulatórias vão apresentando uma eficácia reduzida. Isso se deve muito mais aos serviços e inovações dos novos competidores ou dos já existentes, do que as iniciativas políticas.

**O que é importante perceber no processo regulatório é que este resultou numa importante vantagem estratégica dos novos sobre os tradicionais competidores.** Grande parte dos novos serviços tiveram como pioneiros os não-bancos o que levou os bancos a diversificarem suas estratégias para atuarem também nesses mercados, via compra de *small innovators*.

### 3.2) DESREGULAMENTAÇÃO

Na década de 70, o processo de regulamentação começou a enfraquecer. Primeiro, porque o argumento político de defesa das forças de mercado, retirando

as barreiras regulatórias, foi muito aceita eleitoralmente, embora já existessem inúmeras formas de contornar essas restrições legais. Segundo, porque com o crescimento e alterações dos serviços financeiros foi possível oferecer serviços similares oriundos de competidores tradicionalmente separados. Terceiro, porque a tecnologia alterou a estrutura de custos tornando obsoleto o processo regulatório.

A eleição, principalmente na Inglaterra e EUA, de governos com ideologia liberal, embora não tenha sido o fator preponderante, foi sem dúvida um importante fator para o processo de desregulamentação. Na verdade, o processo regulatório se deu em duas instâncias, uma jurídica e outra econômica, do lado econômico foi possível na prática via inovações e internacionalização financeira contornar, em grande parte, o processo regulatório.

Em 78 nos EUA, já começa a haver uma tendência de ressaltar a liberalização financeira, alterando em parte sua estrutura regulatória. Um bom exemplo disso, foi a remoção dos tetos no pagamento de juros. Nesse mesmo ano, os bancos passaram a emitir o *money market certificate*, que são certificados de depósitos não-negociáveis, cuja novidade era ter seus rendimentos vinculados a remuneração dos títulos do tesouro com o mesmo prazo de maturação.

Em 80 o processo de desregulamentação é ainda mais aprofundado com a edição *Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act*(DIDC), que consistia num projeto planejado de desregulamentação financeira, que visava eliminar de forma progressiva os tetos dos juros sobre depósitos à vista (*now accounts*) num período de seis anos. Com o passar do tempo os bancos puderam oferecer *money market deposit account* e o *super now accounts* sem tetos para os juros.

Em 1981 com o *International Banking Facilities* (IBF's), foi autorizada a criação de um mercado *off-shore* dentro dos EUA, na medida em que se tornou permitido aos próprios bancos americanos contabilizarem em separado suas operações externas, com residentes e não-residentes. Ademais, as operações

internas, tanto ativas, como passivas, feitas com não-residentes passaram a não ter que cumprir os requerimentos do FED, o que ocorria com as transações efetuadas dentro do mercado americano.

Mais recentemente, em 1990, foi instaurado o *Sec Rule 144 A*, que acabou por permitir o lançamento de ações, ADR's<sup>19</sup> ou bonds junto a qualquer investidor institucional qualificado, residente ou não.

Segundo algumas interpretações, o processo de desregulamentação e liberalização financeira dos EUA aponta para uma redefinição das funções dos intermediários financeiros, reduzindo o grau de especialização e restrições geográficas.

Também em outros países há essa tendência a desregulamentação. A Alemanha liberalizou a emissão de alguns tipos de securities como FRN e *zero coupon bonds*. No Japão foi ampliado um conjunto de instrumentos que passaram a ser utilizados nos mercados de títulos, facilitando o acesso tanto de tomadores domésticos como estrangeiros.

Tanto Japão como EUA reduziram o imposto pago sobre os juros das operações financeiras. Em 84, nos EUA houve a extinção do imposto de renda na fonte, pago pelos não-residentes sobre os rendimentos das obrigações norte americanas, via o *Deficit Reduction Act*. O Japão também aboliu o imposto de renda na fonte sobre os rendimentos dos *eurouen bonds*, emitidos pelos japoneses que deveriam ser pagos pelos não-residentes.

Um resultado importante do processo de desregulamentação se refletiu no aumento da competição dos preços dos serviços financeiros. A pesar do *shakeout* das pequenas instituições, a entrada de novos e grandes competidores conduziram a um abrupto crescimento no setor financeiro. Além disso, a introdução de novas tecnologias juntamente com diferentes estruturas de custos, significou que as estáveis relações de preços anteriores, *based on service bundling* e frequentemente reguladas por normas, se tornaram mais flexíveis. Como

---

<sup>19</sup> As chamadas ADR's - American Depositary Receipts - nada mais são que um exigível emitido por um banco americano tendo como contrapartida ações de não-residentes negociadas tanto em bolsas de valores como nos mercados de balcão.

resultado, várias instituições adotaram nichos e especializações, como estratégia alternativa, evitando o impacto da erosão dos preços nesse quadro competitivo.

Cabe ressaltar que a adoção de processos de desregulamentação diferenciados, nos principais mercados financeiros, aumentam as possibilidades de arbitragem, via novos instrumentos financeiros, que, como será visto mais adiante, contribuirá de forma relevante no processo de especulação e globalização dos mercados financeiros.

É dentro deste contexto, de alta instabilidade na forma de comportamento dos mercados financeiros, que surgiram idéias sobre o desenvolvimento de mecanismos para uma nova fase de **re-regulamentação** do sistema financeiro. Contudo, essas idéias apresentam uma eficácia extremamente reduzida.

O desenvolvimento dos mercados financeiros, nas últimas décadas, mostram que as regulações nacionais simplesmente não apresentam mais seus efeitos originários. Portanto, não seria uma nova forma de regulação nacional que resolveria essa questão. Dado esse fato, também surgiram elaborações sobre uma regulamentação à nível internacional, o que igualmente apresenta uma eficácia reduzida, na medida em que os mercados off-shore seriam utilizados para contornar tais medidas. Ademais, há atualmente um ceticismo muito grande quanto a re-regulamentação, pois segundo alguns esta não afetaria os não-bancos, deixando assim uma considerável parte dos atuais participantes do sistema financeiro isenta de tais medidas.

## **PARTE II ) RISCOS, FRAGILIDADE E LIMITES DA POLÍTICA ECONÔMICA**

Uma vez discutidos os temas inovações, internacionalização e desregulamentação financeira, será possível entender os efeitos destes nas relações econômicas atuais. Esta parte do texto irá mostrar como os elementos citados acima contribuíram na formação de uma nova estrutura financeira, e, como esta acaba por criar novos riscos de gestão de portfólio e reduzir os graus de autonomia das políticas econômicas nacionais.

Também será mostrado como os processos de inovações, internacionalização e desregulamentação contribuíram para acentuar o que se chama, atualmente, de globalização financeira, e, como esta acaba por aumentar a especulação e a instabilidade dentro do capitalismo.

Segundo Freitas, o processo de inovações financeiras, sem dúvida, contribuiu para uma maior eficiência e integração dos mercados de capitais. Dado que as inovações financeiras efetivamente protegeram os agentes das oscilações macroeconômicas, começaram a surgir teorias sobre a capacidade das mesmas em proporcionar uma efetiva alocação de recursos, tanto doméstica como internacionalmente. O que poderia garantir aos investidores uma melhor distribuição, diversificação e administração dos riscos das operações financeiras.

Dada a capacidade de certos instrumentos financeiros, como swaps, opções, FRA, entre outros, em oferecerem proteção total contra o risco de preço, transferindo o risco de preço em risco de crédito (sendo este menor que o empréstimo tradicional, pois o principal não se encontra envolvido), houve uma grande atratividade por esses instrumentos financeiros. Além da possibilidade de transferência de riscos, segundo alguns, os mesmos também poderiam propiciar uma grande flexibilidade e eficiência na administração de portfólios.

Sendo, assim, nota-se que a visão tradicional sobre as inovações financeiras corroboram a opinião de que os mercados financeiros nunca foram tão capazes de prover, aos emprestadores e tomadores, mecanismos de *hedge*, contra alterações nos juros, câmbio, e outros preços. Dessa forma, o atual contexto financeiro permitiria aos emprestadores inúmeras oportunidades de isolarem seus portfólios dos riscos de *bankruptcies* de firmas individuais, indústrias, ou regiões geográficas, via diversificação e securitização de seus empréstimos.

**Apesar das vantagens ressaltadas pela teoria convencional, o desenvolvimento das inovações financeiras acabaram por contribuir, significativamente, para elevar a “vulnerabilidade do risco global” do sistema financeiro, na medida em que estas apenas reestruturam os riscos dos**

**sistemas financeiros, não conseguindo eliminá-los.** Isso se deve a uma série de razões :

1) As relações débito crédito inter e intra capitalistas se ampliam com as inovações financeiras, desvinculando riscos, e, diluindo-os entre diversos investidores, o que acaba estimulando o endividamento.

A dissiminação das técnicas de *hedge finance*, torna mais confortável a idéia de se elevar o endividamento, apesar de elevar o risco sistêmico da intermediação financeira, dado o crescimento das relações credoras entre as instituições produtivas e financeiras. Agrege-se a isso, o fato das inovações financeiras serem operações fora do balanço, sem exigências mínimas de reservas de capital.

2) Na verdade os atuais instrumentos financeiros conseguem transferir os riscos de um agente para outro, mas não acabam com os mesmos, ao separar o risco de crédito do risco de preço. Os novos instrumentos permitem a criação de novos riscos de crédito (embora inferiores à concessão do crédito tradicional), o que pode acabar aumentando a possibilidade de ocorrência de *default* de um dos participantes do mercado, afetando adversamente os demais.

3) Dado que as transações são realizadas por um número relativamente pequeno de intermediários financeiros é possível que o risco de crédito esteja concentrado.

4) Como as inovações financeiras têm proporcionado uma grande redução nos custos de transações, um grande número de transações passam a ser consideradas viáveis pelas instituições financeiras, aumentando o risco de sobrecarga ou interrupção no sistema de compensação.

5) Como as inovações financeiras atuais têm o objetivo principal de desvincular o risco de crédito do risco de mercado (ou risco de preço) de novos produtos, o risco de mercado só seria nulo se as expectativas altistas e baixistas fossem perfeitamente simétricas ( sendo os instrumentos de *hedge* perfeitos em termos de custos e prazos ), e, se os ganhos especulativos fossem eliminados.

Além do mais, é impossível eliminar o risco de crédito, pois uma vez que unilateral, ele ocorre por conta do credor, passando a crescer cumulativamente com a expansão do crédito, e, tornando-se proporcionalmente mais elevado à medida que se multiplicam e se interligam as relações de débito e crédito entre os agentes<sup>20</sup>.

6) Com o aumento da concorrência no atual sistema financeiro a margem de empréstimos dos bancos praticamente erodiram, enquanto os riscos de portfólio aumentaram, pois estas instituições foram obrigadas a emprestar mais para *lower rated companies* ( vide junk bonds e a alta rentabilidade apresentada por estes ) na tentativa de manter seus spreads.

7) Há, também, a tendência do processo de securitização acentuar as decisões de investimento com uma visão de curto prazo, onde os rendimentos correntes oferecidos pelos fundos de empréstimos passam a predominar, deslocando de sua análise problemas de longo prazo. Com a diminuição dos prazos dos empréstimos ( dada a grande incerteza ) os tomadores de empréstimos se endividam no curto prazo por longos períodos, gerando problemas já que inúmeros projetos podem ser inviáveis no curto prazo.

8) na opinião de Baer , os instrumentos financeiros de prevenção contra os riscos de crédito e de preços são, na verdade, instrumentos de transferência de riscos. Para essa outora os atuais instrumentos financeiros não eliminam os riscos do conjunto do sistema financeiro, pois o funcionamento desse supõe a existência de avaliações distintas entre os agentes financeiros. Dessa forma é possível perceber que a própria cobertura dos riscos individuais também é limitada, o que leva a seguinte conclusão : em havendo riscos individuais haverá, conseqüentemente, riscos no conjunto do sistema<sup>21</sup>.

Nas palavras de Pádua Lima, o processo de inovações financeiras gerou:

"... a possibilidade de um aumento no endividamento, de uma redução significativa nos prazos de maturidade dos títulos

<sup>20</sup> Para maiores detalhes ver M. C. FREITAS, op. cit. , p. 52-54.

<sup>21</sup> É sempre importante ter em mente que a maioria dos mercados financeiros são de soma zero, o que significa que para cada ganho há uma perda equivalente. Ler M. Baer, op. cit. , p. 73.

facilitando uma maior especulação, de uma expressiva pulverização dos aplicadores e do desenvolvimento de mecanismos capazes de propagar uma maior instabilidade por todo sistema financeiro(...). Não há eliminação do risco total; o que ocorre é uma reestruturação dos riscos e transferência para terceiros.<sup>22</sup> "

Para a mesma, o risco de liquidez também permanece na nova estrutura financeira:

"A liquidez pretendida por meio de tantas inovações financeiras pode se mostrar como totalmente ilusória pela simples inexistência de compradores. Basta pensar em uma situação em que grandes operadores busquem realizar simultaneamente a venda de determinados ativos financeiros. Nesse caso, o 'mercado' pode simplesmente desaparecer.<sup>23</sup> "

É importante considerar que na atual economia capitalista o investimento é financiado. Para Minsky, durante o desenvolvimento econômico haverá um aumento na proporção do financiamento em termos de curto prazo, na medida em que as firmas passam a ser mais hábeis no *roll over debt*, necessário no refinanciamento de suas posições, além de tirarem proveito de rendimentos mais baixos, via instrumentos de débitos de curto prazo. Nestas circunstâncias haverá necessariamente um aumento proporcional de agentes *especulative* e *ponzi finance*.

Minsky, em sua obra "Stabilizing an Unstable Economy", percebeu essa rápida mudança institucional, na qual há uma falta de coerência da análise convencional sobre os efeitos da atual estrutura financeira. Nas palavras desse autor :

" Recentemente tem havido muitas mudanças institucionais no sistema bancário e financeiro. Essas mudanças levaram as autoridades a ficar sem qualquer teoria capaz de determinar

<sup>22</sup> Maria Lúcia L. M. Pádua Lima, op. cit. , p. 109.

<sup>23</sup> Ibid, op. cit. , p. 101.

como as mudanças na prática financeira tendem a aumentar ou diminuir a estabilidade global do sistema financeiro<sup>24</sup> ”.

Para Minsky não há dúvidas de que o impacto global das inovações financeiras tem promovido uma maior fragilidade na estrutura financeira. Em suas elaborações teóricas, Minsky desenvolveu uma análise sobre o movimento endógeno da instabilidade financeira existente nos arranjos financeiros de agentes especulativos e ponzi, durante o ciclo econômico ( *upturns* ), via inovações financeiras. Dessa forma, nota-se que as inovações financeiras levam a uma situação de fragilidade, que pode gerar um colapso no sistema financeiro, obrigando ao bacen atuar como *lender of last resort*.

Na verdade, é justamente a possibilidade do financiamento individual em usar as inovações financeiras para aumentar a liquidez e diversificação dos portfólios (num contexto altamente competitivo entre os intermediários financeiros), que levou a um comportamento coletivo, no qual os riscos aumentaram proporcionalmente nos seus portfólios. A habilidade individual de se financiar e contornar restrições legais, gerou um maior volume especulativo, e, conseqüentemente, aumentou as ameaças de quebra, *debt inflation e financial panic*.

## 1) GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Pelo que foi visto até aqui, é possível perceber que a interação entre inovações financeiras, desenvolvimento tecnológico e políticas de desregulamentação financeira contribuíram de forma relevante para a globalização financeira.

As inovações financeiras contribuem, para tal, na medida em que desenvolveram instrumentos de proteção contra as fortes oscilações das taxas de juros e câmbio, na década de 80, e, pelo fato de possibilitarem operações financeiras fora do balanço, permitindo contornar certas restrições nacionais.

---

<sup>24</sup> H. P. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, p. 45.

Além disso, inúmeras inovações financeiras eram largamente praticadas no Euromercado, que se constituiu no primeiro passo na formação de um mercado financeiro internacional propriamente dito. É importante lembrar que inovações financeiras tais como SWAP's em juros, também contribuíram para acentuar a integração dos mercados financeiros.

O desenvolvimento tecnológico, principalmente, na área de comunicações, permitiu, tanto a formação de um mercado financeiro global de 24 horas, quanto a criação de novos produtos financeiros.

O processo de desregulamentação, embora tenha sido fundamental no começo do processo de globalização financeira, é considerado muito mais um efeito que causa da mesma. Segundo boa parte da literatura sobre o assunto, a desregulamentação financeira é muito mais uma estratégia dos *policy makers* de se curvarem à realidade econômica, que uma pregação ideológica do liberalismo econômico<sup>25</sup>.

O processo de globalização financeira significa uma crescente interdependência dos mercados financeiros aliado a uma integração tanto geográfica quanto funcional de segmentos dos mercados financeiros<sup>26</sup>. Ou seja, a globalização financeira é um processo no qual há uma tendência de tornar interdependentes os mercados financeiros e de homogeneizar os sistemas financeiros inter-países. Atualmente, apenas o mercado cambial está totalmente globalizado, enquanto, o mercado de bônus se encontra internacionalizado, e, o mercado de ações em vias de se internacionalizar. Nas palavras de Pádua Lima:

"a característica básica da globalização financeira é que uma security pode ser negociada por um residente ou não-residente em qualquer mercado onde esteja listada e pode também estar denominada em moeda que não a do país onde se realize a operação<sup>27</sup>".

<sup>25</sup> Corroboram da mesma opinião The Economist (1992), World Economy, september 19 th ; Braga (1993) ; e relatório parcial n.6 IESP/FUNDAP.

<sup>26</sup> Esta definição foi utilizada do relatório parcial n.6 IESP/FUNDAP, p. 25.

<sup>27</sup> Maria Lúcia L. M. PÁDUA LIMA, op. cit. , p. 42.

É interessante notar que essa maior interpenetração dos mercados domésticos e internacionais, também representa uma inovação financeira importante. Ou seja, a própria globalização já traz em si mesma uma inovação financeira importante. Para Coutinho o fenômeno da globalização acaba acentuando o processo de interpenetração patrimonial:

"A interpenetração patrimonial entre as economias capitalistas pode ser visualizada pela posição líquida 'devedora' do grande capital americano vis-à-vis os seus competidores: isto é, o total de ativos de propriedade americana no resto do mundo é, desde 1986, inferior sobre o total de ativos sob controle estrangeiro nos EUA (...). Essa interpenetração capitalista em larga escala tem funcionado, em larga medida, como fator de aglutinação internacional das 'superburguesias' nacionais (...) A forte interconexão dos mercados financeiros e de capitais efetivamente ampliou a interdependência global.<sup>28</sup> "

Além de propiciar uma maior interpenetração dos sistemas financeiros, pelas instituições financeiras, e, uma maior facilidade de acesso a diferentes instrumentos e operações em distintos mercados, gerando uma maior integração destes, a globalização financeira apresenta um outro componente importante, qual seja : **o componente especulativo.**

Segundo, as elaborações teóricas existentes no capítulo 12 da Teoria Geral, Keynes afirma que quanto maior o desenvolvimento dos mercados financeiros e, conseqüentemente, de seu caráter líquido, maior será o componente especulativo sobre a renda esperada de um ativo, pois o desenvolvimento dos mercados financeiros permitem reavaliações diárias sobre estes ativos. Nesse sentido, a formação de expectativas futuras sobre um determinado ativo passa a ser fundamental na determinação de seu valor,

---

<sup>28</sup> Luciano COUTINHO, A Terceira Revolução Industrial, p. 82. Para este autor a interpenetração patrimonial seria um dos elementos relevantes no argumento de articulação macroeconômica.

independentemente de bases econômicas mais sólidas. E, o ato de especular torna-se num ato de prever e antecipar a psicologia do mercado, ou seja, de perceber as mudanças futuras da base convencional de avaliação.

Nas palavras de Miranda:

"O especulador procura perceber antes do grande público as mudanças futuras da base convencional de avaliação. Nestas circunstâncias, o preço dos ativos expressa, cada vez menos, as perspectivas de rentabilidade a longo prazo dos investimentos, e cada vez mais, a antecipação do mercado financeiro sobre as antecipações futuras. Daí a possibilidade de surgimento de 'bolhas especulativas', ou seja, de situações em que o curso efetivo dos preços dos ativos não tenham a maior relação com seus determinantes básicos, com os fundamentais. A especulação torna-se, assim, (...), um jogo auto-referenciado, onde a opinião média adquire um duplo estatuto: é simultaneamente, ponto de referência à tomada de posição e resultante desta.<sup>29</sup>

**Nesse sentido, pode-se perceber que um elemento fundamental do processo de globalização é como este acaba por ressaltar a instabilidade no capitalismo, na medida em que a preferência pela liquidez, a demanda especulativa por moeda e a formação de expectativas encontram no mercado financeiro internacional de ativos uma enorme capacidade de se desenvolver.**

Afora o componente especulativo, para Agliettà, a globalização apresenta um caráter contraditório, qual seja:

"A globalização move-se por forças contraditórias. De um lado existem tendências homogeneizantes : formou-se um mercado de liquidez no atacado em escala mundial; a desregulamentação teve efeitos contagiantes; a concorrência eliminou a separação entre os bancos e os demais agentes financeiros. Mas por outro lado, continuaram a existir

<sup>29</sup> J. C. MIRANDA, Câmbio Juros e Fisco: a experiência internacional, p. 290.

sistemas financeiros diferentes, sem que se possa pretender que os princípios de organização que lhes dão embasamento irão ceder espaço a um tipo universal de finanças<sup>30</sup> ”.

### 1.1) ESPECULAÇÃO E VISÃO DE CURTO PRAZO

A forma como passaram a atuar os mercados financeiros levou tanto instituições privadas como governos a se distanciarem cada vez mais do longo prazo, dando prioridade ao curto prazo. Nas palavras de Channon:

“O comércio internacional apresenta atualmente pouca relação com o comércio mundial se parecendo mais a um cassino, onde a cada dia as instituições tomam posições sem qualquer responsabilidade sobre as consequências econômicas de suas ações em países, indústrias, firmas e indivíduos<sup>31</sup> ”.

Dessa forma por exemplo, o valor de uma ação está mais sujeito a forças especulativas do que as relações econômicas de longo prazo(lp) de uma organização.

Na opinião de Channon, a exaltação da análise de curto prazo(cp) apresenta benefícios e desvantagens. Os benefícios são : obrigar as empresas a melhorarem suas performaces;e, aumentar a liquidez dos mercados Tóquio e NY.

As desvantagens são : as empresas que desenvolvem produtos novos precisam satisfazer constantemente as necessidades de curto prazo de seus investidores, diminuindo o capital de investimento de longo prazo em pesquisa e desenvolvimento; táticas defensivas tendem a criar corporações instáveis, sobre carragadas com débitos resultantes do uso de *junk bonds and leveraged buy outs*, que novamente reduz a capacidade de organização em embarcar estratégias de lp; o desenvolvimento econômico fica subordinado a decisões emocionais de cp, onde a economia passa a ser influenciada artificialmente, o que altera a natureza

<sup>30</sup> M. AGLIETTÀ, *Macroéconomie Financière*, p. 117.

<sup>31</sup> D. F. CHANNON, *Global Banking Strategy*, p. 372.

da posição competitiva de uma forma não-planejada, além de afetar setores industriais de forma assimétrica.

Essa orientação de cp também foi exacerbada com as altas taxas de juros das políticas monetaristas, na década de 70, que visavam reduzir a inflação. O descolamento do *foreign exchange market* de uma situação relacionada com fatores econômicos para uma situação na qual esse mercado se transformou num grande cassino global, durante a década de 70, foi fundamental, tanto para a existência do câmbio flutuante, como para acentuar a visão de cp, na medida em que as taxas de câmbio flutuante tornaram os mercados internacionais em verdadeiros *trading games of short-term*.

Com a grande velocidade de circulação do dinheiro, gerada pelo desenvolvimento tecnológico e desregulamentações, os mercados se tornaram globais. A partir desse momento, fatores econômicos como balança de pagamentos, produtividade internacional, taxas salariais, nível de inflação e desempenho no comércio internacional, na determinação das taxas de câmbio, aliam-se a variações de curto prazo, não relacionadas com fatores econômicos, na determinação das mesmas. Contrariando dessa forma, o que tradicionalmente ocorria, ou seja, quando o comércio exterior estava relacionado com o comércio mundial e os movimentos de câmbio, baseados no diferencial de longo prazo da produtividade industrial e nas taxas de inflação nacionais.

A partir de 1976, cada crise política ou econômica acabava por repercutir em movimentos rápidos em qualquer moeda. Como o fluxo de capitais passou a ser tão elevado e rápido, as autoridades monetárias apresentaram uma grande dificuldade em realizar seus objetivos, não conseguindo fazer qualquer coisa além de resolver desordens temporárias dos mercados financeiros. Com isso os governos podem ser forçados a realizarem mudanças de cp na condução de suas políticas monetárias mais para atender as necessidades do comércio exterior do que políticas racionais de longo prazo, gerando efeitos negativos para sua economia nacional.

## 1.2) GLOBALIZAÇÃO E AS POLÍTICAS ECONÔMICAS

### 1.2.1) perda de eficácia da política monetária convencional

A capacidade de controlar a liquidez primária pela fixação dos preços das reservas bancárias, se opondo a endogenia do crédito bancário, era possível com a hegemonia do sistema bancário no circuito de crédito e com a inexistência de um mercado financeiro internacionalizado, sem capacidade de emitir moeda, o que permitiu a AM controlar a oferta de ativos monetários. Assim a função da política monetária, até década de 60, era a de manipular as taxas de juros influenciando no cp tanto o volume como o preço do crédito. Nas palavras de Miranda:

“Até os anos 60 o Bacen intervinha ; no controle das reservas bancárias dos sistemas nacionais e na fixação das taxas de juros básicas, pelo controle da liquidez primária, controlando a base monetária, tornando a moeda exógena (contrapondo-se a endogenia do crédito); e regulava o nível das reservas internacionais ajustando o BP.<sup>32</sup> ”

As mudanças no quadro institucional do sistema financeiro, como internacionalização do circuito financeiro, desenvolvimento dos mercados de eurodivisas ( que na verdade pode ser considerado como um circuito privado de reservas financeiras ), flutuações cambiais, e inovações financeiras, diminuíram a eficácia da política monetária.

Nos anos 80, o explosivo crescimento dos mercados internacionais de capitais e da securitização nos ativos dos bancos acabaram reduzindo o poder do bacen. Isso foi amplificado pelas políticas monetaristas , que acabaram se tornando no principal fator de troca de títulos públicos para o setor privado, adicionando dramaticamente o nível de investimentos em securities.

O advento das inovações financeiras e o desenvolvimento dos mercados de capitais internacionalizados provocaram os seguintes resultados: diminuição

---

<sup>32</sup> J. C. MIRANDA, op. cit. , p 175.

nos custos de transação de um instrumento financeiro para outro; tendência a diminuição da elasticidade juros da demanda por moeda; e, fortes impactos nos mercados financeiros pelas alterações das taxas de juros, dada a grande substitutibilidade dos instrumentos financeiros e a grande sensibilidade dos fundos em relação as taxas de juros.

Além desses fatores a nova estrutura financeira eliminou as distinções, feitas pelo quadro regulatório anterior, entre segmentos e mercados financeiros, aproximando cada vez mais o mercado monetário com o mercado de capitais.

Dessa forma as mudanças financeiras tornaram mais difíceis, tanto mensurar e definir os agregados monetários, como demarcar a diferença entre os vários agregados monetários. Nas palavras de Akthar:

"Esses problemas não são novos no degree of 'moneyness' ( os meios de pagamento ou transações correntes ) e de liquidez ( na extensão que esses instrumentos podem ser vendidos or redeemed in short notice com um mínimo custo e sem perdas significativas de preço num futuro desconhecido ) pois vários instrumentos financeiros não são precisamente identificado. A diferença é que o processo de moneyness e liquidez ocorria de forma gradual permitindo as autoridades monetárias se adequarem. (..) Contudo, atualmente as dificuldades se acentuaram e o processo de redefinição não está sendo suficiente para lidar com o problema.<sup>33</sup> "

A internacionalização dos bancos, o mercado de eurodólares, as flutuações cambiais e as inovações financeiras acabaram alterando a forma de determinação das taxas de juros. Miranda esclarece o papel do Euromercado nesse contexto:

"os eurobancos possuem a capacidade de expandir o volume de instrumentos disponíveis para contratos financeiros internacionais sem alterar a capacidade de empréstimo dos sistemas bancários nacionais, burlando assim as restrições de reservas nacionais e condicionando o comportamento dos juros. Quaisquer depósitos em euromonedas são ativos líquidos em termos das moedas em que são denominados. Como enfatiza

---

<sup>33</sup> M. A. AKHATAR, Financial Innovation and Their Implications for Monetary Policy: an internacional perspective, p. 28.

Davidson(82), com o desenvolvimento dos mercados de euromoedas deixou de existir uma oferta limitada de ativos monetários que estariam sobre o controle das AM. A existência de um mercado de divisas e de ativos desregulamentados criou por si só o potencial para validação de uma oferta nacional endógena de moeda sempre que a decisão de gasto capitalista o exigir, ou que houver desequilíbrios em conta corrente do BP, ou que a necessidade de financiamento da dívida pública o impuser.<sup>34</sup> "

A internacionalização do circuito creditício e o aumento de novos competidores nos mercados financeiros acabam provocando uma perda da hegemonia dos bancos sobre o crédito e a liquidez em uma economia. Neste contexto as AM têm maiores dificuldades na condução do política monetária. Primeiro, porque as reservas de fundos bancários em moeda de curso legal podem variar via operações interbancárias no euromercado, limitando o poder de fato das AM controlarem no cp o volume de crédito. Segundo, porque a determinação das taxas de juros de cp passam a ser condicionadas pelo mercado de câmbio fora do controle direta das AM nacionais.

Com outros agentes financeiros oferecendo serviços bancários como fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras, e com a menor diferença existente entre depósitos à vista de de curtíssimo prazo( dado o desenvolvimento das inovações financeiras alterando a estrutura do financiamento dos depósitos à vista) há uma atenuação da segmentação entre bancos e não-bancos, diminuindo o controle das reservas sobre os depósitos à vista.

O bacen também perdeu influência sobre o sistema bancário. A securitização, *unbundling* e o rápido crescimento de novos instrumentos financeiros levaram os bancos centrais a cada vez menos conhecer e controlar as posições dos bancos, que deveriam ser supervisionados pelos mesmos. Os controles dos bancos centrais não mais mensuravam eficientemente o grau de exposição dos bancos altamente engajados em operações fora do balanço. A parte desses fatores, as mudanças nos mercados de capitais e diluição da

<sup>34</sup> J. C. MIRANDA, op. cit. , p. 236.

segmentação entre instituições financeiras, leva o bacen a supervisionar uma parte muito restrita desse mercado.

O processo de securitização do crédito afetou os instrumentos tradicionais de política monetária, e, conseqüentemente, sua eficácia nos sistemas financeiros nacionais. Esse processo aumentou tanto a flexibilidade dos emprestadores como dos tomadores de empréstimos, com substitutos tanto domésticos como alémmar. O controle, do nível de crédito, das taxas de juros, e da composição do portfólio dos agentes econômicos privados, se tornou virtualmente impossível, dada a grande variedade de instrumentos oferecidos nos mercados financeiros.

O processo de inovações financeiras, securitização e globalização dos mercados financeiros, apresentaram impactos significativos na demanda por moeda. Esses elementos alteraram totalmente a liquidez e a velocidade de circulação da moeda. Esses elementos, também, eliminaram a distinção entre instrumentos monetários tradicionais e não-tradicionais. O resultado é que as tradicionais formas de mensurar a oferta de moeda se tornaram inapropriadas. Com o crescimento do número de países envolvidos no processo de internacionalização, se tornou necessário utilizar um complexo sistema de agregados econômicos *to asses economic position*. Como a relação de demanda de moeda não é mais estável com os agregados monetários, esses são mais utilizados como *guidelines* do que *absolute measures*.

Sendo, assim, é possível concluir que as concepções monetaristas se tornam incapazes de regular a liquidez do sistema monetário pela determinação da oferta de moeda, pois as mudanças citadas acima alteraram a velocidade de circulação da moeda e a composição dos agregados monetários. Dessa forma a política monetária se tornou mais acomodatória. Dada a capacidade endógena de criação creditícia, a oferta primária de moeda torna-se apenas um dos componentes de estrutura de liquidez sistêmica<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Segundo Akhtar ainda continua válida a hipótese de controle do oferta no lp, pois é possível neste perceber melhor as tendências da oferta monetária. Contudo o autor concorda que enquanto o sistema financeiro continuar se alterando não é possível imaginar uma regulação ótima dos agregados monetários.

Um exemplo de política monetária acomodatória ocorreu em 79, quando a Inglaterra permitiu a flutuação cambial e a liberalização do mercado financeiro, apresentando consequências no lado monetário-fiscal. Como não havia restrições ao câmbio, houve uma tendência de convergência das taxas de juros *in-shore* com as *off-shore*, ou seja, das taxas de juros do mercado monetário-financeiro inglês com as taxas de juros dos depósitos em libras no eurodólares.

Essa convergência adicionada a uma política monetária sancionadora das taxas de juros, generalizou o uso da libra como divisa de denominação de ativos em um mercado financeiro global, subordinando a política do banco da Inglaterra às vicissitudes dos movimentos da liquidez privada internacional e à manutenção de uma taxa cambial sobre valorizada e sempre que possível estável.

### 1.2.2) A INTERAÇÃO DA POLÍTICA FISCAL COM A MONETÁRIA

A condução da política monetária pode agravar ainda mais quando esta passa ter que financiar os gastos fiscais de uma economia nacional.

Num contexto de globalização financeira, o endividamento fiscal pode ocorrer pelas seguintes causas : financiamento do próprio déficit fiscal; regular a liquidez no mercado monetário e cambial ( que é a principal causa do aumento da dívida ); transformar excedentes financeiros de agentes privados em títulos públicos remunerados; endividamento no financiamento do BP pelo mercado monetário.

Para exemplificar tal processo Miranda cita o caso americano, no qual :

"Desde meados da década de 70 até início de 80 houve uma grande aceleração do endividamento do Estado americano, quando os mercados monetários são utilizados para financiar o BP. Nos últimos anos não há um crescimento do déficit primário, o que tem aumentado é o déficit da circulação financeira dos títulos públicos garantindo operações internacionais denominadas em dólares e da reciclagem da dívida interna. Trata-se fundamentalmente, de um ajuste patrimonial e não de fluxos, centrado entre outros instrumentos, nos títulos governamentais, monetizando-os. Há

uma dimensão monetária no financiamento do déficit orçamentário, ou seja, uma relação da política monetária com a fiscal, na medida em que as instituições financeiras possuem uma característica particular intrínseca : assegurar o financiamento a partir da criação de moeda.<sup>36</sup> "

Isso significa que o déficit público pode aumentar não mais pela situação primária do tesouro nacional, e, sim, pelas condições do déficit de circulação financeira, com títulos públicos garantindo, tanto as operações internacionais, como a reciclagem da dívida interna. É interessante notar que esse tipo de déficit público, altamente financiado no mercado monetário, resulta num ajuste patrimonial dos agentes econômicos, que passam a investir seus excedentes financeiros em títulos remunerados e negociáveis do tesouro nacional, sendo que a composição da dívida pública apresenta um perfil cada vez mais de curto prazo, e, é, também cada vez mais financiada por agentes privados<sup>37</sup>.

Sendo assim, é possível perceber que a atual natureza financeira do déficit fiscal apresenta uma dupla característica. A primeira é fazer com que os serviços da dívida pública incidam mais fortemente nos déficits fiscais anuais tornando as taxas de juros reais, elevadas e voláteis. A segunda função seria a de que os títulos públicos se tornaram fundamentais para o funcionamento das instituições financeiras.

Uma importante consequência da atual natureza dos déficits fiscais é que as políticas de *open-market* deixam cada vez mais de se orientar como um instrumento fiscal, para privilegiar o financiamento do sistema financeiro e a regulação da liquidez primária no curto prazo dos diversos agentes financeiros privados<sup>38</sup>.

**Portanto, o controle sobre a condução das políticas monetárias é mais complicado ainda quando um país enfrenta grandes déficits públicos e déficits comerciais, como é o caso dos EUA. Nesses casos o nível das taxas de juros é**

<sup>36</sup> J. C. MIRANDA, op. cit. , p. 145.

<sup>37</sup> Da década de 70 a década de 80 é possível constatar um grande aumento da participação privada no déficit fiscal, principalmente de médio e curto prazo. Em 1986 53% da dívida pública americana já era financiada por agentes privados, sendo que 38 % desses títulos eram de curto prazo. Dessa forma é possível perceber que a dívida pública faz parte do processo de reciclagem de ativos privados, na medida em que mudou de detentores e, também, seu próprio perfil temporal.

<sup>38</sup> Esse tipo de déficit fiscal elevou em 2% as taxas de juros americanas de 81 a 84.

fortemente condicionado pela necessidade de cobrir esses déficits, em detrimento de políticas de controle da inflação e liquidez de uma economia nacional. Neste sentido, uma elevação das taxas de juros teriam a finalidade mais de rolar as dívidas públicas, atrair capitais e fechar o BP, do que o controlar o processo inflacionário.

### 1.2.3) A POLÍTICA CAMBIAL E A INTER-RELAÇÃO CÂMBIO E JUROS

Pode-se afirmar que os movimentos cambiais foram instáveis pelas seguintes razões : às especificidades estruturais e conjunturais da economia americana nas décadas de 70 e 80; à existência de externalidades como a impossibilidade, até agora, de substituição do dólar como principal moeda de denominação para ativos, e, as reações dos bancos centrais e dos operadores privados às mudanças na conjuntura político-econômica- inerentes à principal moeda internacional; e à atividade de especulação característica do mercado de divisas.

Dado o atual contexto de inovações e globalização financeira, mudanças de expectativas sobre os fundamentos da economia internacional ou das políticas dos EUA, Alemanha ou Japão podem acabar modificando a composição dos portfólios dos agentes econômicos, e, afetando, conseqüentemente, o nível do câmbio corrente.

Schulmeister faz uma elaboração teórica onde os mercados cambiais podem se tornar num *currency game*, levando os rendimentos de curto prazo a se distanciarem dos fundamentos econômicos. Os movimentos de *bandwagon* e *cash in* podem levar a determinação do câmbio por um período de tempo sem influência significativa dos fundamentos econômicos ( como por exemplo : déficits de conta corrente ), podendo afetar o lado real da economia ( as decisões de investimento e a competitividade nacional ). O tempo de duração desse processo especulativo dependerá da elasticidade das expectativas dos agentes

envolvidos, pois quanto maior a elasticidade, maiores as possibilidades de variações cambiais<sup>39</sup>.

Dada a atual situação do mercado cambial o Bacen pode intervir de algumas formas. Uma primeira forma diz respeito a compra e venda de divisas. Outra forma de intervenção é de natureza mais monetária, via empréstimo do sistema bancário e swaps. Essas duas medidas impactam no câmbio à prazo influenciando o câmbio corrente.

A capacidade de intervenção do bacen no mercado à vista dependerá do nível de suas reservas líquidas, o que acaba gerando limitações ao mesmo, na medida em que suas reservas têm um volume inferior e são menos diversificadas em relação a atual situação desse mercado.

A capacidade de intervenção do bacen no mercado a termo dependerá das reservas líquidas dos sistemas bancários nacionais, mais a conexão destes com o interbancário internacional, influenciado dessa forma os bancos a realizarem o que o bacen determina.

O mercado a termo é basicamente interbancário e serve de base às expectativas futuras das taxas correntes, que se formam pela avaliação dessa taxa a prazo. Não ocorrendo qualquer alteração significativa, nesse mercado, a taxa de fechamento dos contratos cambiais a prazo passa a radiografar o estado da concorrência e das expectativas no mercado financeiro-monetário.

Na verdade, o mercado a termo pode ser considerado como um mercado interbancário de divisas mais o mercado de moedas nacionais. Sendo, portanto, constituído: pelos diversos mercados monetários nacionais, o euromercado, os mercados internacionais, e, o mercado de swaps. Assim, sendo, é possível perceber que a taxa de juros desse interbancário passa a ser determinada pela taxa de desconto cobrada pelo Bacen aliada a taxa de empréstimo de liquidez no Euromercado e mercados internacionais.

Com a modificação do aumento do custo do refinanciamento bancário determinado pelo bacen, num mercado internacionalizado, há um encarecimento das tomadas de posições à prazo, na medida em que esse aumento das taxas de

---

<sup>39</sup> Para maiores detalhes ver J. C. MIRANDA, op. cit., cap. 4.

juros aumenta o custo de conversão entre as moedas nacionais. Portanto, o refinanciamento bancário junto ao bacen afeta tanto a remuneração dos ativos denominados em diversas moedas nacionais como a determinação da taxa de câmbio a prazo no mercado monetário.

**É importante perceber que, a partir desse momento, há uma relação intrínseca entre câmbio e juros tanto na condução das políticas monetárias como na determinação das estratégias capitalistas de valorização de capital.** Dada a grande interligação entre juros e câmbio, as operações com derivativos ( swaps, futures e options ) passam a depender das condições dos mercados monetários<sup>40</sup>. Além disso, como a globalização financeira tende a equalizar as taxas de juros, qualquer alteração das taxas de juros nacionais impactam fortemente nos mercados de capitais, havendo grandes transferências de recursos líquidos nos mercados financeiros.

Num contexto de globalização financeira o diferencial das taxas de juros passam a ser ponderados pela taxa de câmbio, pois quanto maior o diferencial favorável, maior o rendimento do ativo. Portanto, a AM deve determinar a taxa de juros tentando compatibilizar o diferencial de câmbio e juros com as expectativas do mercado cambial, e, tentando gerir, além das reservas bancárias internas, suas reservas internacionais como forma de garantir sua estratégia cambial, minimizando a instabilidade da moeda.

**Essa inter-relação de juros e câmbio pode diminuir ainda mais o grau de autonomia das autoridades monetárias na condução das políticas econômicas.** Por exemplo, políticas monetárias restritivas adotadas de forma isolada podem apresentar seus efeitos anulados por movimentos de capitais, na medida em que estes podem alterar a taxa cambial, valorizando-a sobre maneira, prejudicando, assim, o setor exportador.

---

<sup>40</sup> Por exemplo, o resultado de uma operação de hedge cambial, usando-se um contrato de swap depende exclusivamente do desenvolvimento das taxas de juros para as duas moedas envolvidas. Seguindo esse exemplo é possível perceber que emitir um ônus em iene e logo em seguida realizar uma swap em dólar é quase como ter emitido no próprio EUA.

### PARTE III) CONCLUSÃO

A volatilidade de câmbio e juros nas décadas de 70 e 80 mais as restrições legais estimularam o desenvolvimento das inovações financeiras (principalmente, em posições de hedge) e das operações de fora do balanço.

Dentro do contexto de inovações financeiras deve-se destacar as securitizações, que se constituem num processo de captação direta de recursos por parte dos inversores produtivos através da colocação de papéis próprios, deixando a atuação de instituições financeiras restritas a sua operacionalização. A securitização tem a vantagem de ser uma operação financeira barata, em relação ao empréstimo bancário, e líquida, pela existência de um mercado secundário, onde o valor do empréstimo é determinado pelo mercado.

Dada suas características, o processo de securitização se desenvolveu na medida em que o custo de intermediação financeira se elevou, levando empresas fragilizadas financeiramente a se endividarem de forma mais barata, pois quanto maior o porte da empresa maior o custo de intermediação.

Para se ter a flexibilidade necessária, em uma realidade econômica instável, o processo de securitização vem geralmente acompanhado por mecanismos financeiros de transferência de risco como swaps, opções e futuros. A relação das securitizações com mecanismos de transferência de risco mostra a atual dinâmica dos mercados financeiros, onde há grande flexibilidade em taxas de remuneração, prazos e moedas<sup>41</sup>.

O desenvolvimento de mecanismos financeiros de transferência de risco e preços como swaps, opções e futuro são úteis tanto na proteção contra as fortes oscilações das principais variáveis macroeconômicas, como na busca de novas oportunidades de lucros para os bancos, pois estes se constituem em operações de fora do balanço e permitem a fuga das regulamentações das autoridades monetárias.

---

<sup>41</sup> Consultar Derek F. Channon, *Global Banking Strategy e The Economist* (1994), *International Banking*, april 30 th., para entender como se dão as estratégias financeiras privadas nesse contexto de mudanças financeiras.

Ademais, o desenvolvimento dos mercados de juros, moedas, e swaps, aliados ao desenvolvimento tecnológico, contribuíram significativamente na integração internacional dos mercados de capitais. Esses instrumentos fazem com que os tomadores de empréstimos possam explorar tanto o euromercado como seus mercados domésticos. As swaps permitem convergir *bond yield's* domésticas com os instrumentos internacionais, além de incentivar a procura de soluções lucrativas na troca com moedas menos comercializáveis.

Com o desenvolvimento dos mercados financeiros, tornou-se menos custoso especular no mercado futuro que no *cash market*, pois não há pagamentos adiantados, e, com volumes de margem menores é possível mover grandes fundos, sendo as opções um exemplo disso. Dessa forma, esse tipo de especulação apresenta o potencial de alterar os preços em relação a seus valores usuais.

Outra importante alteração nos mercados financeiros e no sistema bancário é que houve um grande aumento da negociabilidade tanto de instrumentos financeiros como não-financeiros. Isso levou a uma importante alteração da composição e diversificação dos ativos financeiros em todos os países.

A proliferação de novos instrumentos financeiros também ampliou a capacidade das instituições financeiras individuais em avançar no crédito aos tomadores, e, a habilidade dos tomadores em encontrar novos fundos, levando a um aumento da capacidade do sistema financeiro em estender o crédito.

No início da década de 70, as corporações norte-americanas apenas trabalhavam com dólares, tendo pouco conhecimento sobre outras moedas. O aumento da volatilidade das taxas de câmbio propiciou um maior conhecimento por parte dos agentes econômicos sobre o comportamento de outras moedas e seus mercados. Dessa forma as corporações, tanto começaram a demandar uma série de novos serviços bancários, como desenvolveram dentro de seus setores financeiros uma série de serviços mais específicos e baratos.

Depois dos choques do petróleo foi grande a utilização, principalmente, pelas corporações não-americanas, de instrumentos como as FRN e Swaps, diminuindo assim o risco de crédito e a intermediação bancária. Dessa forma, as

cooperações desenvolveram uma demanda por novos produtos, alterando suas relações com os bancos. Sendo assim, é possível perceber uma mudança extremamente importante na natureza da concorrência intercapitalista, que se globalizou, e, da estrutura das corporações, onde aumenta o peso financeiro, relevando ativos líquidos e lucrativos no processo de acumulação de capital<sup>42</sup>.

As mudanças enfrentadas no sistema financeiro, a partir da década de 70, alteraram sua própria estrutura de funcionamento, onde o próprio conceito de mercado financeiro mudou e novos competidores apareceram. É importante lembrar que a própria mudança no conceito de mercado se dá pela inter-relação entre estratégias capitalistas de concorrência ( entre agentes financeiros e não-financeiros ), as políticas macroeconômicas e desenvolvimento tecnológico.

A indústria financeira se tornou muito competitiva, diminuindo a segmentação desse setor pela existência de novos entrantes competindo em serviços tradicionais.

As distinções entre segmentos financeiros, e, entre instituições financeiras e não-financeiras, ocorrem, tanto por regulações legais, como por fatores econômicos, visando separar os serviços que podiam ser oferecidos. Essa distinção se enfraqueceu ao longo do tempo, pois instituições não-financeiras começaram a oferecer serviços financeiros.

Nos EUA instituições como *Saving and Loan Associations* and *Savings banks* estão na verdade oferecendo os serviços financeiros dos bancos comerciais. O MMMF oferece um substituto próximo aos depósitos bancários. Empresas como Merrill Lynch e American Express passaram a atuar recentemente em serviços antes realizados pelos bancos.

Além disso, empresas como *Sears, Roebuck and Company* estão oferecendo serviços tradicionais aos segmentos financeiros. Dessa forma, os bancos tiveram que contornar as regulações, que em certos casos tiveram que ser alteradas para permitir igualdade de condições na competição entre bancos e não-bancos.

---

<sup>42</sup> Sobre esse assunto ver J. C. BRAGA, A Financirização da Riqueza.

As alterações e sofisticações de muitas multinacionais forçaram os bancos comerciais a alterarem suas estratégias de marketing, diminuindo os empréstimos tradicionais ( com o crescimento da desintermediação financeira -securitização ), desenvolvendo bancos de investimento *to gain fee based income* ( apesar da dificuldade de integração destes com o todo das corporações ), desenvolvendo posições globais ou nichos estratégicos de mercado, e, serviços eletrônicos ( melhorando as decisões ).

É dentro desse contexto econômico, altamente líquido e especulativo, que surge a necessidade de uma articulação econômica entre EUA, Japão e Alemanha, com a finalidade de diminuir os efeitos instabilizadores do processo de globalização financeira. Vários teóricos acreditam que com uma articulação macroeconômica sobre câmbio e juros, dos principais países capitalistas, seria possível amenizar as especulações, e, alterar o própria psicologia de funcionamento dos mercados financeiros, privilegiando mais os fundamentos econômicos, que a procura de lucro no curto prazo.

Na opinião de Miranda, a interação entre juros e câmbio gera uma necessidade de sincronização das políticas monetárias dos diferentes países. Este tipo de sincronização levaria os países membros do SME a alinharem-se com a política alemã, sendo que tanto a política alemã como a Japonesa deveriam alinhar-se com a americana. Dessa forma há invariavelmente uma perda efetiva da autonomia das políticas monetárias e fiscais para n-1 países, sendo este um obstáculo fundamental na própria articulação macroeconômica proposta.

Miranda também esclarece as razões sobre a impossibilidade de uma articulação macroeconômica:

"O problema da coordenação de políticas macroeconômicas- no contexto de um mercado financeiro privado internacionalizado e detentor de um estoque de reservas líquidas superior ao das AM - é que as intervenções dos bancos centrais não garantem a estabilidade cambial; e se por ventura o fazem, é a expensas de maior volatilidade dos juros. Esse trade-off entre estabilidade relativa do câmbio ou juros dificulta a harmonização dos objetivos de políticas econômicas dos diferentes países, aguça as contradições entre instrumentos e

objetivos, erodindo as bases de sustentação para tentativas posteriores de coordenação macroeconômica.<sup>43</sup> "

**Assim, sendo, é possível concluir que o processo de globalização financeira acaba por diminuir os graus de liberdade na condução das políticas econômicas nacionais, tornando algumas medidas de política econômica contraditórias com seus próprios objetivos iniciais. Além do mais, passa a ser praticamente impossível para as AM adotarem uma política econômica ótima que combatibilize interesses tão diversos como, câmbio, juros, financiamento público, balanço de pagamentos, e , estabilidade interna e internacional das moedas nacionais. No atual contexto econômico, a adoção de uma medida de política econômica certamente apresentará algum tipo de *trade-off*.**

A idéia proposta por alguns teóricos sobre a necessidade de articulação macroeconômica sobre juros e câmbio dos principais países capitalistas, reforça ainda mais a perda de autonomia na condução das políticas econômicas nacionais, o que acaba inviabilizando a própria articulação proposta, na medida em que os interesses das economias nacionais são divergentes entre si.

O atual processo de globalização financeira acaba impondo impreterivelmente perdas no grau de autonomia das políticas monetárias nacionais, podendo se acentuar via movimentos especulativos dos mercados financeiros. Nas palavras de Miranda, a condução das políticas econômicas nacionais apresentam o seguinte impasse:

"A ampliação dos objetivos ou dos alvos dos instrumentos monetários evidenciou uma contradição entre o uso de um mesmo instrumento para finalidades diferenciadas. Por exemplo, a política de juros elevados, ao tentar resolver o problema de financiamento corrente do BP em economias com moedas sobrevalorizadas, acentua o déficit da balança comercial e a perda de competitividade internacional do sistema produtivo, encarece o financiamento da dívida pública e dificulta, enormemente, o já problemático controle da liquidez.(...).

---

<sup>43</sup> J. C. MIRANDA, op. cit. , p. 264.

Esse trade-off entre as finalidades da taxa de juros na gestão macroeconômica, determina a perda de eficácia da política monetária em geral. Alie-se, ainda, o fato de que as intensas mobilidades e liquidez dos capitais no circuito financeiro internacional tornam as políticas monetárias internacionais interconectadas às avessas. À estratégia de valorização do dólar - através de uma política macro objetivando a manutenção de um diferencial juros-câmbio favorável aos EUA - corresponde, necessariamente, um marco e um ien desvalorizados através de uma política monetário-cambiais mais atreladas ao contexto internacional do que aos objetivos nacionais e vice-versa. Sob este aspecto as políticas nacionais perdem graus de autonomia com regime de câmbio flutuante, não sendo mais capazes de constituir uma "âncora" para a estabilidade das principais divisas e economias internacionais. Ao contrário os efeitos das políticas monetárias nacionais tornam-se transmissíveis entre si através de movimentos das taxas de juros e câmbio, elevando a complexidade da gestão econômica internacional e a possibilidade de riscos sistêmicos. Por fim, muitas vezes os bancos centrais ficam impossibilitados de influir, simultaneamente, na determinação dos juros e do câmbio. Uma das duas variáveis torna-se 'exógena' a gestão macro.<sup>44</sup> "

## CAPÍTULO 2) GLOBALIZAÇÃO E DESAFIOS DA POLÍTICA MACROECONÔMICA NA AMÉRICA LATINA

### PARTE I ) O CONSENSO DE WASHINGTON

#### 1) O CONSENSO DE WASHINGTON E OS PARADIGMAS NEO-LIBERAIS

Os impactos da globalização e inovações financeiras também apresentam influência nos países da América Latina, pelo papel que desempenham nas políticas econômicas de estabilização, liberalização financeira e comercial, adotadas recentemente. Os planos de estabilização ocorridos na AL foram

---

<sup>44</sup> Ibid, op. cit. , p. 335-336.

influenciados de forma significativa pelo que se chama de Consenso de Washington ou paradigma neo-liberal.

O **Consenso de Washington ( CW )** implica numa condução de política econômica visando um ajuste macroeconômico através de uma estabilização monetária-fiscal ortodoxa, seguido por reformas estruturais fundamentais à retomada do desenvolvimento econômico. Para se obter tal situação, nesta elaboração teórica, é necessário seguir uma **sequência lógica de estágios**.

No **estágio I** seria dada prioridade na obtenção de um superávit primário através do modelo tradicional de contenção de demanda agregada do FMI. No **estágio II** seria implementado medidas liberalizantes no mercado financeiro, câmbio, trabalho, bens e serviços, e, privatizações de estatais. Somente após a realização desses estágios é que seria possível atingir o crescimento econômico. Ou seja, as medidas de política econômica adotadas já trazem em si as condições necessárias e suficientes para gerar o desenvolvimento econômico. Sendo, assim, uma vez adotados esses estágios, desenvolvem-se mecanismos automáticos capazes de garantir o crescimento econômico.

Esta concepção teórica apresenta **medidas mais específicas**, tais como : superávit fiscal primário e déficit operacional de até 2% do PIB; gastos públicos priorizados em saúde, educação e infra-estrutura; reforma tributária para aumentar a base de arrecadação e eliminar incentivos e subsídios; fim de restrições sobre ao crédito; flexibilização da relação capital trabalho; liberalização do comércio exterior, eliminando tarifas; privatização; fim de restrições a investimentos estrangeiros e às remessas de lucros.

A **filosofia** do CW tem como estratégia promover a eficiência e a competitividade dos países em desenvolvimento através da integração com a economia internacional. A hipótese decorrente é que o setor externo ( comércio, empréstimos e investimentos ) passe a financiar a reestruturação produtiva interna. Dessa forma, as políticas de substituição de importações seriam trocadas pelo modelo de capitalismo transnacional de livre mercado, com estado mínimo, abertura comercial, desregulamentação e incentivo as exportações. Ou seja, tem-

se a adoção de uma estratégia de desenvolvimento voltada para o exterior, em detrimento do processo de substituição de importações<sup>45</sup>.

As idéias do CW representam na verdade o auge das concepções teóricas liberais desenvolvidas na AL, desde de 73 no chamado cone-sul. Na verdade, o CW apresenta em sua lógica interna a mesma essência de princípios e hipóteses desenvolvidos desde a década de 70. Pode-se perceber que as hipóteses de Estado mínimo, liberalização financeira e comercial são recorrentes, desde esta época, na elaboração dos planos liberais de estabilização para a AL.

## 2) CRÍTICA AS HIPÓTESES DOS MODÉLOS DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

É possível fazer duas espécies de crítica sobre tais princípios. Uma primeira forma se constituiria numa crítica quanto a ordem de implementação desses princípios liberais. Mckinnon dentro do arcabouço teórico liberal, desenvolveu um programa que deve seguir uma sequência lógica na implementação de certas medidas de política econômica. Segundo este autor, ao não se seguir tal sequência os desequilíbrios gerados na implementação de medidas liberais podem ser ainda maiores.

A segunda forma de crítica se constitui na demonstração dos problemas de lógica interna das hipóteses liberais, ou seja, em evidenciar as razões dessas se mostrarem ineficazes teórica, e, empiricamente, dados seus impactos sobre a realidade econômica.

A partir dessa parte do texto, serão analisadas mais profundamente as formas pelas quais se pode criticar as concepções liberais de política econômica, no que diz respeito a lógica interna de suas hipótese. A crítica sequencial de Mckinnon será mostrada apenas de passagem, pois a finalidade deste texto é

<sup>45</sup> Segundo alguns, o problema dessa visão é que no atual contexto de uma economia globalizada o grande setor dinâmico passa a ser o eletrônico-mecatrônico, deixando aos demais países produtos com baixo conteúdo tecnológico, o que gera um ritmo de desenvolvimento, nesses países, totalmente dependente das exportações.

ressaltar a própria inconsistência dos pressupostos liberais e sua ineficácia no atual contexto latino-americano.

Resumidamente, pode-se dizer que Mckinnon desenvolveu um programa de reformas que deve seguir a seguinte sequência-lógica : 1)ajuste fiscal, 2)aprofundamento financeiro doméstico, 3)liberalização comercial, e 4) abertura financeira externa.

Para Mckinnon na primeira etapa de implementação das medidas liberais, é fundamental que se obtenha um ajuste fiscal para estabilizar a economia, na medida em que o déficit público, tanto o monetário ( imposto inflacionário e seignoriage ), como por títulos, desestabiliza as expectativas dos agentes econômicos. Neste sentido, o processo de privatização seria fundamental na eliminação do déficit público, e, conseqüentemente, na queda das taxas de juros.

A segunda etapa de implementação de medidas econômicas visaria a desrepressão ou liberalização do sistema financeiro. Com isso seria possível , na opinião desse autor, o direcionamento do crédito, a fixação arbitrária das taxas de juros, e o requerimento de reservas, proporcionando, assim, um nível de taxas de juros positivas. Dessa forma, segundo Mckinnon, haveria uma maior intermediação financeira e elevação da poupança doméstica ( atraindo gastos em consumo ou de aquisição de ativos reais, além de selecionar projetos mais rentáveis, e,conseqüentemente, aumentando a eficiência alocativa do sistema econômico ).

Numa terceira etapa, deveria ser implementada a liberalização comercial , eliminando restrições, barreiras não tarifárias ou impostos ao comércio exterior, e, realizando uma escalonação tarifária, onde os bens de consumo seriam os mais taxados, enquanto os bens intermediários e de capital, seriam menos taxados.

Por fim, somente na quarta etapa, é que se implementariam medidas visando uma abertura financeira, ou seja, a liberalização da conta de capitais só ocorria quando seus pré-requisitos já estivessem implementados. Assim, já haveria um nível de preços estabilizado, evitando-se um influxo de capitais com a finalidade de realizar arbitragens nos diferenciais de inflação, juros nominais e câmbio. Também é pressuposto uma taxa de juros estável e positiva, evitando que

o influxo de capitais venha a substituir a poupança doméstica corrente ou potencial. A existência da reforma no comércio exterior, como pré-requisito, sinalizaria aos capitais externos melhores oportunidades de investimento, no momento da abertura financeira.

Além da crítica sequencial feita por Mckinnon, é possível fazer uma crítica a própria essência dos princípios liberais. Ou seja, é possível criticar a lógica interna desses princípios, mesmo que estas se apliquem na sequência correta, via a utilização de uma visão alternativa do financiamento do desenvolvimento econômico baseada em Keynes. Na verdade é possível identificar uma falha nos modelos de liberalização financeira, na medida em que estes não apreendem a própria estrutura financeira da AL, num contexto internacional dos mercados de crédito. Nas palavras de Stuart :

"A elaboração teórica desenvolvida por McKinnon torna-se falha quando comparada com a visão pós-keynesiana. Três aspectos inter-relacionados demonstram as falhas dos modelos de liberalização financeira : o circuito finance-investment-saving-funding; a hipótese de fragilidade financeira; e a evolução de convenções e instituições num mundo de incerteza.<sup>46</sup> "

Portanto, os modelos de liberalização financeira podem ser criticados em alguns aspectos pela visão pós-keynesiana, que está relacionada com a estrutura do sistema financeiro.

## 2.1) RELAÇÃO ENTRE POUPANÇA E INVESTIMENTO

Nos modelos de liberalização financeira ( MLF ) a poupança é a força principal no financiamento do investimento, enquanto na visão pós-keynesiana o financiamento pode ser distinto da poupança. Na visão pós-keynesiana, a oferta

---

<sup>46</sup> R. STUART, Financial Repression and Economic Development: towards a post-keynesian alternative, p. 277.

de financiamento em estruturas financeiras desenvolvidas é determinada pelos bancos e suas expectativas, e, não pelo estoque prévio de poupança.

Os MLF têm uma visão pré-keynesiana sobre a relação poupança e investimento, num certo quadro institucional financeiro, onde o Estado intervém impedindo o nível de equilíbrio entre estas. Nestes modelos a ausência de investimentos ocorre pela falta de liquidez nos mercados de crédito, dada a repressão do setor bancário, mostrando uma inter-relação entre acumulação de capital produtivo e acumulação de moedas. Dessa forma, as instituições financeiras são apenas intermediadoras de poupança, na medida em que o volume dos fundos emprestáveis sofre uma determinação externa a esse sistema financeiro. Neste sentido, a des-repressão financeira geraria um volume de poupança capaz de promover o desenvolvimento econômico.

Na visão keynesiana a existência do crédito no financiamento não pressupõe uma poupança prévia estabelecida por um nível de taxa de juros. Em Keynes existirá sempre *ex post* uma poupança para cobrir os investimentos. Sendo os juros determinados de forma institucional no mercado monetário, tanto pela política adotada pelo banco central, como pela demanda de moeda, principalmente, dos empresários, expressando a preferência pela liquidez. Ou seja, a determinação dos juros ocorre pela oferta de moeda e a preferência pela liquidez ( se os agentes preferem manter moeda, ou títulos, ou outros ativos ).

A evolução do dinheiro privado, dentro do sistema financeiro, é fundamental para entender a relação entre investimento e poupança na teoria keynesiana. Stuart mostra que há um primeiro estágio de desenvolvimento bancário, no qual as notas bancárias são aceitas em transações e empréstimos que estão totalmente cobertos por depósitos existentes anteriormente. Nesse primeiro estágio os depósitos antecedem os empréstimos e a poupança precede o investimento.

Entretanto, existe um segundo estágio, no qual as notas bancárias são aceitas como meio de pagamento, e, então, os depósitos são feitos, tanto para transações, como por razões de poupança. Nesse segundo estágio, os bancos manipulam suas posições de balanço de acordo com os saldos inativos mantidos

pelos depositantes. Com isso, os bancos fazem mais do que alocar recursos pré-existentes, eles também participam de sua criação.

Assim sendo, pode-se concluir que os MLF têm como pressuposto a teoria dos fundos emprestáveis e estão relacionada com uma economia cooperativa, a qual se encontra no primeiro estágio citado por Stuart. De outro lado, a realidade econômica ressaltada por Keynes está no segundo estágio, onde o investimento é oriundo do crédito, não sendo restringido pelo depósito, e, se encontra separado da poupança. Assim, a visão keynesiana sobre a forma de funcionamento do sistema financeiro leva a uma rejeição da teoria dos fundos emprestáveis, utilizados nos MLF.

Na teoria pós-keynesiana a poupança tem um papel secundário na oferta agregada ou investimento. Para Keynes o investimento não é condicionado pelo nível de poupança e, sim, principalmente, pelo sistema financeiro. Nota-se que pelo princípio da demanda efetiva ( gastos autônomos gerando renda ) o investimento é o fator dinâmico da economia, não dependendo de um fundo prévio de poupança, mas sim das expectativas dos agentes quanto aos rendimentos futuros de um ativo. Como a expansão do crédito precede e gera uma poupança subsequente, percebe-se que é o crédito e não a poupança o fator relevante no processo de acumulação capitalista, fazendo com que o setor financeiro expanda ou contraia de forma autônoma a liquidez e o crédito. Nesse sentido, a determinação da poupança financeira é diversa do investimento, sendo em vários momentos até conflitantes.

Cintra explica como os bancos criam moedas para atender demandas por crédito:

"A moeda ou crédito é criado quando um banco adquire ativos, emitindo em contrapartida passivos em moeda de crédito. É no momento seguinte que os bancos se preocupam com suas posições de liquidez (a constituição de reservas passivas). Estas podem ser adquiridas junto aos bancos centrais (que descontam títulos privados em posse dos bancos), no interbancário (aproveitando saldos inativos de outros bancos), ou através dos próprios depósitos bancários, dependendo da taxa de captação (...) A moeda de crédito é

então endógena, pois é criação do sistema bancário em resposta ao estado dos negócios e em função de suas previsões e expectativas com relação ao desempenho da economia<sup>47</sup> ”.

A existência de bancos comerciais emitindo moedas escriturais não torna necessário a poupança prévia. Na verdade os bancos financiam os investimentos através de um **fundo rotativa chamado finance** e pela multiplicação de seus depósitos à vista. O investimento é financiado no mercado monetário, enquanto o sistema bancário expande o crédito independentemente da captação antecipada de capital-moeda. Nas palavras de Cintra:

“Desse modo, o finance constitui-se de linhas de crédito ou avanços bancários que permitem antecipar recursos futuros (receita futura) com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma relação com a poupança. Os bancos criam moeda e não poupança, não podendo assim ajustar a oferta à demanda por fundos, vale dizer, a poupança ao investimento. (...) Não obstante, visando reduzir o grau desse risco, simultaneamente a materialização das fontes de crédito de curto prazo, as empresas iniciam negociações junto aos bancos de investimento e a outras instituições do mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários a consolidação financeira do investimento - processo de *funding*.<sup>48</sup> ”

A luz dos conceitos de **finance** e **funding** pode-se perceber mais claramente que, ao decidir investir, os empresários esperam que duas questões sejam satisfeitas : primeira, que ele consiga obter suficiente financiamento de curto prazo durante o período de investimneto; segunda, que se consiga financiar obrigações de curto prazo com emissões de longo prazo em condições satisfatórias. É necessário lembrar que o *funding* depende da existência do funcionamento tanto do mercado financeiro primário como secundário.

<sup>47</sup> M. A. CINTRA, Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão, p.56.

<sup>48</sup> Ibid, op. cit. , p. 65-66.

## 2.2) OS IMPACTOS DAS TAXAS DE JUROS, O PAPEL DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E O ATUAL SISTEMA FINANCEIRO LATINO-AMERICANO

Além da relação poupança e investimento, os MLF assumem também que uma elevação dos juros dos depósitos não afetarão as taxas de empréstimos, ou que uma elevação na taxa dos empréstimos não afetarão o produto. Enquanto, na visão pós-keynesiana uma elevação nas taxas de depósitos elevarão as taxas de empréstimos, diminuindo o investimento e a demanda efetiva.

Dentro da teoria Keynesiana, o investimento e outros gastos autônomos são elementos centrais na determinação do produto, do emprego, e da renda. Portanto, um aumento da taxa de depósito irá aumentar a poupança, mas também irá provocar um declínio dos gastos em consumo e dos lucros das firmas. Dessa forma, é possível apreender que a teoria da demanda efetiva tem uma relação causal entre investimento e poupança inversa da existente na teoria neoclássica.

Os MLF ignoram os efeitos das alterações nas taxas de juros na estabilidade do sistema econômico. Enquanto, para os pós-keynesianos, como Minsky, as alterações nas taxas de juros podem gerar uma instabilidade financeira na economia.

Para Minsky existe uma influência entre as alterações na demanda efetiva e nas taxas de juros *on the repayment of debt* ( sobre restituições do débito ). Sua hipótese de fragilidade financeira descreve uma tendência inerente dos agentes em aumentar o endividamento nos momentos de otimismo, onde as instituições ampliam seus empréstimos, reduzindo suas margens de segurança. Nessa visão, a instabilidade financeira se expressa numa deflação de débito, vendendo ativos líquidos para formar *cash*.

Há, claramente, na elaboração teórica de Minsky um processo endógeno de fragilidade financeira, que se dá pelo aumento do grau de endividamento dos agentes econômicos, e, onde as taxas de juros desempenham um papel relevante, ora estimulando o crédito, ora revertendo o ciclo de crescimento econômico.

A parte das discussões feitas até aqui, é importante ressaltar que o pensamento keynesiano não é incompatível com o atual sistema financeiro. Na

verdade, o que está ocorrendo no sistema financeiro é uma transição do sistema monetário-creditício para um sistema financeiro-creditício, onde a alavancagem do crédito não ocorre mais tanto no M1 ( mercado monetário ), e, sim cada vez mais no M3 ( poupança financeira agregada ), onde o *finance* e o *funding* passam a se originar. Cintra argumenta:

“... porém o problema econômico a ser tratado é o da evolução e não o da gênese da moeda. Pouco importa a origem da moeda...’ o essencial é a capacidade de um sofisticado sistema financeiro realizar plenamente os contratos, isto é, garantir o funcionamento do sistema de pagamento e do crédito e, por conseguinte, permitir o crescimento econômico ao longo do tempo.”<sup>49</sup> ”

Dessa forma, a relação keynesiana de investimento e poupança continua válida, passando a ocorrer não na órbita monetário-creditícia, mas sim na órbita financeira-creditícia, onde prevalece a acumulação de riqueza pretérita sob diferentes níveis de rentabilidade, risco e liquidez. O que há, na verdade, é uma mudança na natureza da moeda se fundindo com a poupança financeira.

Pelas questões teóricas sobre a inconsistência lógica dos MLF pode-se concluir que a falta de desenvolvimento dos mercados financeiros latino-americanos em volume, prazos, e condições de crédito de médio e longo prazo, não deriva da repressão financeira, e, sim da instabilidade e da incerteza dos mesmos. Não devendo ser o setor financeiro responsabilizado pela correção das características intrínsecas de um determinado padrão de desenvolvimento , nem pela alocação dos recursos em determinada direção, e muito menos pelo aumento da taxa de investimento.

Na verdade, a retomada do financiamento, para obter o crescimento econômico, não é solucionada pelo setor externo, que apresenta atualmente uma grande volatilidade dos capitais de curto prazo. A liberalização prematura do sistema financeiro pode ampliar ainda mais o componente especulativo e de curto

---

<sup>49</sup> Ibid, op. cit. , p. 90-91.

prazo dos fluxos de capitais, através das quase-moedas e arbitragens nos mercados de risco.

Cintra conclui :

"Em síntese, a volatilidade dos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento revela, mais uma vez, que o problema é menos de carência de poupança e mais de inexistência de mecanismos seletivos e confiáveis de direcionamento dos recursos financeiros.<sup>50</sup> "

## PARTE II ) OS LIMITES DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS LATINO-AMERICANAS

### 1) A articulação das políticas monetárias, cambiais e fiscais

Implementou-se na AL uma série de medidas, que vão na direção do ajuste neo-liberal, tais como : desregulamentação financeira e cambial, abertura comercial, ajuste fiscal ortodoxo com generalização do processo de privatização.

Tais medidas acabaram por influenciar a adoção de certas medidas de política econômica. Na AL adotou-se uma política de taxa de câmbio, com uma paridade ou pequena flutuação em relação ao dólar, aliada a um ajuste fiscal, com grande reestruturação patrimonial e das funções do Estado na economia.

A utilização de uma âncora cambial e de uma política monetária ortodoxa, num contexto de liberalização financeira, com grande influxo de capitais para a AL, geraram uma valorização cambial. Essa valorização cambial teve como principal consequência a formação de déficits de transações correntes no Balanço de Pagamentos ( BP ). Estes déficits acabaram por determinar uma política monetária mais voltada para o financiamento do BP ,e, conseqüentemente, privilegiando a sustentação da política cambial, em detrimento de uma política mais voltada para os problemas de liquidez interna de uma economia nacional.

<sup>50</sup> Ibid, op. cit. , p. 109.

Dessa forma, é possível perceber que estas medidas visam não mais permitir o financiamento monetário, tanto do lado fiscal, como em desvalorizações cambiais. Nesse sentido, a política monetária fica subordinada a forma de condução das políticas cambiais e fiscais.

Pode-se perceber, portanto, que os atuais planos de estabilização estão fortemente orientados por uma âncora cambial fixa e valorizada, que acaba sendo fundamental para se obter uma estabilidade nos preços, e, por uma âncora fiscal, que é fundamental na sustentação, tanto da política cambial, como monetária no longo prazo. Segundo os economistas que defendem esse tipo de estabilização, o ajuste patrimonial do Estado aumenta a consistência intertemporal do lado fiscal, na medida em que reduz o peso do financiamento do setor público, propiciando uma política monetária, com juros elevados, mais direcionada ao financiamento do BP, e, por conseguinte, a estabilidade da política cambial.

A privatização, dentro desse contexto de articulação da política fiscais, cambiais e monetárias, também é um fator importante na manutenção desta articulação. Primeiro porque, além de reestruturar as funções do Estado, o ajuste patrimonial, proporcionado pelas privatizações, reforça a política fiscal. Segundo porque o processo de privatização também cria um ambiente favorável a atração de fluxos de capitais mais de longo prazo, visando diminuir os fluxos de capitais de curto prazo.

De forma geral, os países da AL têm adotado uma política com forte elevação das taxas de juros internas, visando financiar o PB pelo influxo de capitais externos. Se as autoridades monetárias decidem por intervir no mercado cambial e manter um certo controle sobre o nível cambial, esse influxo de capitais acaba aumentando o nível de reservas internacionais de um país. Com a intervenção da autoridade monetária no mercado cambial comprando e vendendo divisas, este acúmulo de reservas pelo bacen pode gerar um aumento da quantidade de circulação de moeda. Para evitar que esse aumento da circulação de moeda gere pressões inflacionárias, as autoridades monetárias acabam interferindo também no mercado monetário via *open-market*, com as chamadas operações de esterelização. Diminuindo, dessa forma, o aumento da base

monetária proporcionada pelo aumento das reservas internacionais com operações de venda de títulos públicos.

A principal consequência das políticas de esterelização é que estas acabam por perpetuar o diferencial dos juros internacionais com os nacionais, o que resulta num custo fiscal muito significativo, na medida em que os juros reais domésticos devem continuar em níveis elevados. Dado que os déficits comerciais no BP tendem a não se reverterem, as políticas de esterelização passam a ser fundamentais nesses planos de estabilização, na medida em que geram um equilíbrio no PB, apesar do alto custo fiscal envolvido nesta.

Nesse sentido, para os planos de estabilização na AL terem uma maior sustentação ao longo do tempo, é necessário um ajuste fiscal permanente com a resolução do financiamento corrente e futuro do setor público, na medida em que este permite a combatibilização de uma política de juros altos internos com uma política cambial com sobrevalorização doradoura. Dessa forma, seria possível sustentar o influxo de capitais externos para cobrir os déficits recorrentes e estruturais no BP.

Além de um ajuste fiscal permanente, uma maior inserção do setor externo na economia mundial, através de ganhos em produtividade, seria extremamente benéfico na consolidação do ajuste fiscal, na medida em que diminuiria o dispêndio com o BP.

Dessa forma, pode-se perceber como se interage juros e câmbio na condução da política econômica da AL. A interação de juros e câmbio também mostra a forma de articulação existente entre as políticas fiscais, cambiais e monetária, onde a chamada âncora fiscal é fundamental para a sustentação das demais políticas. E como será visto, a seguir, a forma como se articulam essas políticas não é capaz de se sustentar no longo prazo, na medida em que as políticas de esterelização para cobrir déficits no BP repõem o problema do ajuste inter-temporal da política fiscal.

## 2) DILEMAS DE POLÍTICAS ECONÔMICAS

A atual situação latina-americana apresenta um dilema para suas autoridades monetárias, na medida em que se tenta equacionar objetivos diversos de política econômica, tais como : entradas permanentes de capitais; estabilidade dos agregados econômicos e preços; câmbio competitivo internacionalmente; e, fortalecimento do processo de poupança e inversão, para fortalecer a competitividade de uma economia nacional. Neste sentido as autoridades monetárias passam a tentar adequar os influxos de capitais com sua política econômica interna.

Além dos diversos fatores macroeconômicos que as políticas monetárias latino-americanas têm de adequar, o próprio fluxo de capitais internacionais apresenta uma caráter ambíguo com vantagens e desvantagens. O fluxo de capitais também têm um impacto macroeconômico diverso na AL do existente na Ásia, devido a sua própria composição entre capital produtivo e especulativo.

### 2.1) fluxos de capitais

Na análise de Steiner existem, tanto fatores que geram uma saída de capitais da OCDE para a AL, como fatores que atraem capitais para a AL, sendo que ambos atuam simultaneamente.

Um primeiro fator, consiste na deterioração das oportunidades de investimento em alguns países da OCDE, gerando um fluxo de capitais para AL visando obter uma melhor rentabilidade.

Um segundo fator seria meramente especulativo, na medida em que o fluxo de capitais acompanharia as economias que adotaram um *currency substitution* ou adotaram planos de estabilização.

A implementação de programas macroeconômicos e reformas que privilegiam a força de mercado, sem interferência do Estado, constituem-se num terceiro fator de atração de capitais para a AL. Planos de estabilização bem sucedidos, reformas comerciais, privatizações, renegociações favoráveis da

dívida externa, entre outros são elementos que atuam de forma significativa na atração de capitais, sendo que uma interrupção destes só ocorreria no caso dessas reformas se tornarem insustentáveis.

Um quarto fator relevante seria a repatriação de capitais, que com a estabilização econômica e medidas de liberalização financeiras, encontram um ambiente favorável para retornar.

Além desses fatores, os fluxos de capitais têm sido atraídos pela alta expectativa de retorno. O influxo de capitais aumentou quando as moedas nacionais estavam depreciadas e a possibilidade de uma apreciação era bastante razoável. Os capitais também adquirem uma grande rentabilidade com as altas taxas de juros domésticas para controlar a inflação. A queda do prêmio de risco, oriunda da estabilidade econômica, também contribuiu para o influxo de capitais.

Entre as principais virtudes do influxo de capitais se destacam: a redução do custo de capitais e consequente expansão da inversão; e, a complementação com o comércio internacional de bens e serviços.

Os custos ficam por conta de fatores como : maior vulnerabilidade externa por crises recorrentes no BP; incremento da volatilidade do câmbio real; desenvolvimento de um efeito riqueza desestabilizando o gasto; a acentuação dos ciclos domésticos pelo caráter pró-cíclico dos fluxos de capitais de curto prazo; a perda de autonomia da política monetária; dificuldade de fiscalizar impostos sobre atividades realizadas no exterior; e, impactos negativos no crescimento econômico interno ao se eliminar restrições sobre inversões em um país.

Existem semelhanças no fluxo de capitais da AL em relação a Ásia. As semelhanças se dão pela: magnitude similar do saldo na conta corrente; acumulação de reservas internacionais; aumento no preço das ações num primeiro momento; e, pela relação da afluência de capitais e desenvolvimento econômico<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> Tanto a AL como a Ásia têm uma magnitude igual de fluxo de capitais, embora a composição seja inversa no componente especulativo e de inversões diretas.

É importante reter nessa questão dos afluxos de capitais que os efeitos macroeconômicos na Ásia são fundamentalmente diferentes dos efeitos apresentados na AL. As diferenças ficam por conta de uma apreciação cambial maior na AL que na Ásia, onde a valorização cambial não é uma regra, e, por conta de uma maior expansão monetária na AL.

Uma explicação sobre a apreciação cambial mais acentuada na AL, em relação a Ásia, consiste na diferença de composição da demanda agregada das duas regiões. Assim, na Ásia predomina uma maior proporção de inversões, enquanto na AL predomina uma maior proporção de consumo, o que gera uma maior pressão sobre a tendência de valorização cambial. A maior proporção de Investimento Estrangeiro Direto ( IED ) na Ásia também explica porque a afluência de capitais nesta não gera uma expansão monetária como a vista na AL. Na América Latina o IED explica parte do influxo de capitais, mas em nenhum momento é o elemento mais relevante, sendo esta uma diferença fundamental em relação a Ásia Ocidental.

## 2.2) POLÍTICA MACROECONÔMICA E FLUXO DE CAPITAIS

Segundo Uthoff<sup>52</sup>, o atual contexto econômico latino-americano de afluxo de capitais e globalização financeira tem levado as AM's adotarem basicamente três formas de intervenção.

O **primeiro** tipo de intervenção ocorre no mercado cambiário, onde as variações das reservas internacionais evidenciam o grau de intervenção dos bancos centrais nesse mercado. Ao intervir no mercado cambiário a AM passa a acumular reservas em divisas estrangeiras, esterelizando portanto os efeitos dessas no mercado cambiário, mas não interverindo em suas consequências no mercado monetário. Não influenciando dessa forma, na liquidez da economia com o aumento da oferta monetária. Nesse contexto a política monetária é passiva e o câmbio mantém seu valor nominal constante, enquanto seu valor real oscila.

<sup>52</sup> A. UTHOFF & D. TITELMAN, Afluencia de Capitales Externos y Políticas Macroeconômicas, in Revista de la Cepal, n. 53, p. 13-29.

Este primeiro tipo de intervenção, é chamado de intervenção não-esterelizadora, e ocorreu exclusivamente na Argentina, que privilegiou uma política monetária passiva mantendo um câmbio nominal constante (fixo), acumulando reservas internacionais quando necessário.

Neste caso, o Bacen compra divisas aportadas pelo fluxo de capitais trocando por dinheiro nacional, sem esterelizar seus efeitos monetários. Sendo assim, é possível que a base monetária interna se expanda, gerando pressões inflacionárias, apreciações cambiais, além de apresentar outros efeitos extremamente negativos na economia.

Esse primeiro tipo de intervenção é utilizado por países que privilegiam a estabilidade dos preços, atuando, dessa forma, diretamente na inflação e indiretamente no câmbio real. Sendo assim, nesses casos, o bacen deve manter elevado seu nível de reservas internacionais, mesmo que isso altere sua composição ativo-passivo, visando manter a confiança das expectativas, pela não alteração do câmbio nominal.

A **segunda** forma de intervenção leva o Bacen a ter uma política monetária mais ativa, no sentido de esterelizar, via operações de *open-market*, os efeitos monetários das operações cambiais. Não permitindo, dessa forma, que o acúmulo de reservas internacionais gerem um aumento da oferta monetária. Com isso há um maior controle do câmbio real.

Esta segunda alternativa é conhecida como intervenção esterelizadora e apresenta, tanto uma preocupação com o nível real do câmbio, quanto uma política monetária mais ativa. Dessa forma há uma esterelização dos efeitos das operações monetárias, e, conseqüentemente, uma diminuição dos impactos da mobilidade dos capitais estrangeiros na liquidez interna de uma economia nacional.

Para Calvo<sup>53</sup>, as políticas de esterelização na AL surgem pelas seguintes razões : 1) a afluência de capitais leva a uma apreciação do câmbio real e uma

---

<sup>53</sup> Para maiores detalhes ver R. Steiner, compilador, *Afluencia de Capitales y Estabilizacion en América Latina*, cap. 5. Calvo define a política de esterelização como sendo políticas do bacen para contrarrestar os ingressos de divisas com o objetivo de manter estável a oferta agregada de dinheiro, ou seja, é o êxito do bacen em determinar a oferta da moeda.

maior instabilidade do câmbio, por afetar negativamente o setor exportador; 2) a afluência pode não ser intermediada de forma a proporcionar uma melhor alocação dos recursos e conduzir a excessivos déficits na conta corrente; 3) a afluência de capitais externos pode reverter-se gerando crises financeiras internas.

Nos países onde há deficiências no funcionamento do sistema de crédito e onde se desenvolvem programas de estabilização, provavelmente, se utilizarão das políticas de esterilização, mesmo que estas resultem em um custo elevado, pois as políticas de esterilização permitem um controle mais estreito da liquidez, e, um repentino defluxo de capitais afetaria de forma equivalente as reservas internacionais, não afetando de forma tão significativa o crédito interno privado.

Sendo assim, é possível perceber que os benefícios da esterilização não estão relacionados apenas com a contenção de pressões inflacionárias, mas também pelo fato de impedir a expansão do crédito interno pelo sistema financeiro, ao mesmo tempo que desenvolve uma espécie de amortecedor, via acúmulo de reservas internacionais de divisas, que diminui a vulnerabilidade da economia face uma reversão do fluxo de capitais, apesar dos altos custos de manutenção da elevação da taxa de juros para atrair o fluxo de capitais.

Além disso, segundo Uthoff, a intervenção esterilizadora, em si mesma, não se encontra isenta de conflitos em sua condução, pois não havendo uma política fiscal flexível (principalmente a nível tributário) esta pode trazer efeitos negativos na economia. Para este autor, o dilema da intervenção esterilizadora está na tentativa das AM's adequarem o juros real (política monetária de estabilização) e câmbio real (política comercial de bens transacionáveis), pois se os juros internos forem maiores (esterilização dos efeitos monetários) que os internacionais a entrada de capitais pressionam o câmbio real (não protegendo os bens transacionáveis). Se o contrário ocorresse com diminuição das taxas de juros internas, tanto a política monetária, quanto a política comercial estariam prejudicadas, na medida em que o gasto induzido pela queda da taxa de juros provocaria inflação e apreciação real do câmbio.

Sendo assim, as políticas de esterelização apresentam um conflito entre as políticas cambial e monetária. Para atenuar tal conflito essas políticas são acompanhadas por outras políticas, que são o terceiro tipo de intervenção assinalado por Uthoff, tais como: disciplina fiscal regulando a demanda agregada; fundos de estabilização de preços dos produtos exportáveis mais relevantes em uma economia; políticas de produtividade; medidas que visam estimular o fluxo de capitais de longo prazo. Dessa maneira, a política cambial atuaria de forma a não permitir uma grande apreciação do câmbio, enquanto a política monetária via esterelização evitaria excessos de gastos artificiais e transitórios em uma economia.

Essa terceira forma de intervenção está mais enfocada na natureza da abertura da conta de capitais, e, apresenta a finalidade de regular a composição das entradas de capitais de acordo com os objetivos da AM's. Esse tipo de intervenção também visa implementar mecanismos de proteção contra a afluência de capitais de cp, que não são invertidos produtivamente.

Dada a experiência latina-americana, na opinião de Uthoff, as intervenções de esterelização devem vir acompanhadas por medidas tais como: liberalização de normas sobre inversões de agentes nacionais no exterior, repatriação de inversões estrangeiras diretas, autorização aos investidores institucionais para investir em um país; medidas de comércio exterior, adequando o volume de importação, déficit na conta corrente, e acumulação de reservas de acordo com as metas de apreciação cambial em um país; incentivos a aumentos de produtividade que se adequem a apreciação cambial.

Nota-se, portanto, que esse terceiro nível de intervenção visa desincentivar a entrada de capitais de curto prazo, gerando uma incerteza sobre o nível cambial no curto prazo, e, restringir a entrada de capitais de acordo com a exigência do nível das reservas.

Na opinião de Uthoff, a eficácia da política econômica é medida pela estabilidade de médio e longo prazo proporcionada pela mesma. Para o mesmo autor, as políticas de intervenção acabam se justificando pela necessidade de administrar os efeitos dos fluxos de capitais, na medida em que estes afetam, os

dois preços chaves na economia, câmbio e juros ( mercado de dinheiro ). Há também a necessidade de políticas de intervenção que visem regular o modo de funcionamento dos mercados de capitais, pois estes no atual contexto de globalização financeira são extremamente voláteis.

Portanto, as políticas de intervenção devem procurar adequar os benefícios e custos provocados pelo fluxo de capitais. As intervenções que trariam benefícios do processo de afluxo de capitais atuam no seguinte sentido : permitir uma separação do mercado de dinheiro e cambiário em relação ao fluxo de capitais de curto prazo e seus movimentos internacionais; permitir que haja menos percalços na condução da política monetária , quando houver desaranjos no câmbio e no crédito; diminuir a probabilidade de uma fuga da moeda nacional frente ao mercado internacional, equiparar o custo do crédito estrangeiro não possibilitando um endividamento excessivo do setor privado, e, o surgimento de bolhas desequilibradoras.

Os custos das políticas de intervenção num contexto de afluxo de capitais seriam : a possibilidade das regulações gerarem incertezas diminuindo as inversões produtivas; limitar o campo de risco, liquidez e prazos na relação credores devedores; diminuir as oportunidades de investimento e afetando as condições de crescimento de uma economia.

### PARTE III) CONCLUSÃO

À luz do que foi visto sobre a forma de articulação das políticas cambiais, monetárias e fiscais, e, as formas de intervenção ocorridas na AL, será discutido, neste ítem, os problemas de implementação e condução que estas políticas apresentam.

Num primeiro momento os planos de estabilização propiciaram um certo crescimento econômico. Na argentina isso se deu no setor de reposição de duráveis de consumo e no setor imobiliário ( relacionado com o processo de privatização ).

A implementação de uma âncora cambial com liberalização comercial tem se mostrado eficaz na estabilização dos *tradebles*, não estabilizando os não-tradebles, resultando numa deflação de preços e salários no médio prazo, na medida em que a inflação interna continua existindo após a implementação do plano. Com isso há uma diminuição do poder de compra, o que pode dificultar o crescimento econômico, pois as possibilidades de uma recessão no longo prazo aumentam.

Também é possível perceber que a articulação existente entre as políticas monetárias, cambiais e fiscais, dos planos de estabilização na AL, apresentam dois problemas básicos em sua condução. Esses problemas de condução ocorrem devido ao contexto latino-americano, com alto déficit público, e, a atual lógica de funcionamento do processo de globalização financeira.

O **primeiro problema básico** na condução desse modelo de política econômica diz respeito a perda de sua autonomia, dada sua incapacidade de controlar o fluxo de capitais de cp, o que é fundamental para a estabilidade do câmbio e, por conseguinte, para a manutenção do plano.

O **segundo problema básico** diz respeito a capacidade de sustentação da política fiscal sobre as demais políticas cambiais e monetária. É importante lembrar que mesmo não havendo uma reversão do fluxo de capitais externos, o problema fiscal é agravado pela necessidade de se manter os aflusos de capitais, manifestando-se irremediavelmente no longo prazo, via política de esterelização. A seguir serão desenvolvidos de forma mais detalhada os **dois problemas acima citados**.

O influxo de capitais ocorreu numa época na qual os países latino-americanos estavam engajados na redução da inflação e na geração de saldos exportadores.

A fixação e apreciação cambial, gerada pelo influxo de capitais, muda os objetivos da política econômica, que se torna eficaz na redução do processo inflacionário e estabilidade dos preços, embora gere déficits comerciais recorrentes e estruturais. O influxo de capitais na AL levou a conta de capitais a financiar os déficits na conta corrente, além de proporcionar um acúmulo das

reservas internacionais. Embora o influxo de capitais excerssa pressões sobre o câmbio estes são necessários para a sustentação do mesmo.

O dilema básico da política econômica, no que diz respeito ao influxo de capitais externos, depende do grau de permanência desses capitais, ou seja, que os fatores de atração de capitais para a AL, acima citados, permaneçam estáveis.

**A forma de financiamento do balanço de pagamentos, via capitais especulativos de curto prazo, deixa a política econômica altamente dependente de capitais externos, perdendo, assim, graus de autonomia em sua condução.** A grande parte do influxo de capital na AL se constitui no chamado *hot money*, orientado para ganhos de capital de curto prazo. A política de valorização cambial ao mesmo tempo que reduz o serviço da dívida externa, diminuindo as pressões sobre as finanças públicas, pode aprofundar o desequilíbrio externo, se não houver uma reestruturação do setor exportador.

Ao se estabelecer uma taxa de câmbio fixa e valorizada há como suposto um fluxo constante de capitais, ou seja, nas condições de durabilidade de liquidez para a AL. A sustentação desse regime cambial acaba por supor a existência de instituições monetárias e mercados financeiros capazes de prover liquidez para compensar desequilíbrios no BP. Nas palavras de Braga:

"contudo, o fornecimento dessa liquidez não está garantido pela lógica dos atuais mercados financeiros globalizados, cujos critérios de avaliação são necessariamente miméticos e especulativos."<sup>54</sup> "

Tavares acrescenta:

"Um modelo como esse, com quase completa liberalização do mercado de bens transacionáveis e do mercado financeiro, tem sua própria instabilidade intrínseca, inerente às expectativas distintas dos agentes nacionais e

<sup>54</sup>J. C. BRAGA, A Instabilidade das Finanças Públicas da América Latina, p. 23.

internacionais, parceiros no processo de integração, e os demais agentes públicos e privados. A possibilidade de manejo da política monetária e cambial tornam-se mais difíceis, sempre que os mercados de risco reagem a expectativas de desvalorização.<sup>55</sup> "

A valorização cambial, resultante de uma política de fixação cambial aliada a uma política de elevação dos juros, num contexto de liberalização financeira e com déficits comerciais recorrentes, pode instabilizar o mercado cambial, na medida em que não se consegue reverter o quadro do setor exportador através de ganhos de produtividade, que são necessários na reversão desses déficits.

Sendo, assim, existe o risco de se romper o equilíbrio macroeconômico por uma saída de capitais de curto prazo, não mais financiando os déficits comerciais. Há também o risco de uma desvalorização cambial abalar de forma significativa a própria credibilidade da moeda nacional, ou seja, do padrão monetário e das funções da moeda. É interessante notar, que se antes um padrão monetário de um país latino-americano era enfraquecido pelo processo inflacionário, atualmente, o mesmo também está em cheque pela forma em que se articulou a política monetária e cambial nesses planos de estabilização. Se antes era a inflação que colocava em cheque um padrão monetário nacional, agora é o processo de liberalização que faz o mesmo.

É importante perceber que a liberalização financeira, num contexto de crescimento do caráter especulativo dos capitais financeiros e o desenvolvimento dos mercados financeiros, pode levar a outros resultados, que não um aumento das inversões produtivas. Na opinião de Akyuz:

"Na verdade a mobilidade de capitais na prática não melhorou a alocação internacional de poupança(...). A razão principal das transações internacionais são decisões de portfólio de rentistas, mais que decisões de negócios, por empresários. O volume de capital movimentado é motivado primeiro pelas

---

<sup>55</sup> M. C. TAVARES, As Políticas de Ajuste no Brasil: os limites da resistência, p. 91

perspectivas de ganho de capitais de curto prazo mais do que reais oportunidades de investimento e considerações de longo prazo”<sup>56</sup> .

Para este autor, não se deve confundir desenvolvimento financeiro como sinônimo de desenvolvimento econômico, pois, na verdade, conseguir uma situação de estabilidade macroeconômica é mais importante para o crescimento econômico que o processo de liberalização financeira.

Apesar do desenvolvimento das condições de crédito interno geradas pelo influxo de capitais, é necessário lembrar que a canalização do crédito interno pode ser tanto para inversões produtivas como para consumo.

Dessa forma, pode-se perceber que o influxo de capitais não implica necessariamente em desenvolvimento econômico, até porque seu efeito na valorização cambial impõe dificuldades significativas ao setor exportador, além de facilitar o processo de importação, que pode ser altamente prejudicial para alguns setores de uma economia nacional.

Assim, o crescimento de fluxos financeiros internacionais acabou por aumentar a vulnerabilidade externa das economias, além de dificultar o desenvolvimento do financiamento no longo prazo pela formação de bolhas especulativas, que geraram uma grande volatilidade no preço dos ativos. Ou seja, o processo de liberalização financeira não gerou condições de financiamento para uma reestruturação industrial. Sem a atuação do Estado e sem mecanismos de financiamento, o setor industrial ( principalmente o setor exportador que não consegue se reestruturar para compensar perdas cambiais ) fica impedido de se modernizar e se inserir de uma forma mais consistente com a economia mundial.

A função da política monetária, mantendo um diferencial de juros elevados para atrair fluxos de capitais, que compensem os déficits na conta de transações correntes, dada a manutenção de uma política de cambial fixa e de valorização, num contexto de liberalização financeira e comercial, acaba por resultar num aumento de despesas do ponto de vista fiscal. Apesar do reajuste patrimonial do Estado ter contribuído para redução da dívida pública, e, do fluxo

---

<sup>56</sup> Yilmaz AKYÜZ, *Financial Liberalization: The Key Issues*, p. 29, tradução do autor.

de capitais externos terem permitido estabilidade cambial, redução da taxa de juros reais, e do serviço da dívida pública, as políticas de esterelização das reservas internacionais mais do que compensam esses ganhos fiscais, recolocando, dessa forma, a questão do ajuste fiscal.

No contexto latino-americano, a esterelização tem proporcionado um aumento das taxas de juros e dos custos fiscais. Para Calvo este é um dilema da política monetária, que reflete, na verdade, sua forma de articulação com a política cambial. Dado o elevado custo da política de esterelização e a grande instabilidade do fluxo de capitais, acaba-se por elevar e perpetuar um diferencial de juros estimulando ainda mais o fluxo de capitais.

Segundo Tavares<sup>57</sup>, os planos de estabilização neo-liberais não resolvem o problema do financiamento corrente e futuro do setor público, na medida em que as restrições do financiamento interno e externo permanecem. Uma melhor inserção internacional só seria possível com a retomada do financiamento público e privado no desenvolvimento econômico, sendo este um desvio a ser enfrentado pela AL, pois só dessa forma uma maior integração econômica faria sentido. O Estado perdeu a forma desenvolvimentista<sup>58</sup> de atuar por uma profunda crise no seu padrão de financiamento, que está relacionada, tanto por fatores externos, como por fatores internos. Os fatores internos se deram por medidas como subsídios e diminuição de receita tributária, enquanto os problemas externos ocorreram na questão da dívida externa.

Enquanto não se superar as restrições das funções do Estado na economia e seu padrão de financiamento, qualquer tipo de “equilíbrio” fiscal se torna frágil e com alto custo social, não retomando de forma sustentada os investimentos privados.

**O elevado volume de títulos públicos financiados no mercado monetário, num contexto de globalização financeira, torna as políticas**

<sup>57</sup> M. C. TAVARES, *As políticas de Ajuste no Brasil: os limites da resistência*, cap. 2.

<sup>58</sup> O papel desenvolvimentista do Estado na economia é fruto da incorporação do discurso keynesiano, que se difundiu muito no pós guerra. Segundo a visão keynesiana o Estado precisava tomar decisões de investimento em infra-estrutura e outros setores, para incentivar as decisões capitalistas de investimento, diminuindo dessa maneira o caráter instável das decisões de investimento no capitalismo.

**cambiais, monetárias e fiscais interdependentes, e , conseqüentemente, diminuem os graus de autonomia na condução das políticas econômicas nacionais.** Sendo, assim, o volume de títulos públicos são importantes na operacionalização dos mercados financeiros. Cabe, então perguntar : um ajuste fiscal da forma proposta pelos neo-liberais não afetaria as funções dos títulos públicos na operacionalização de certos mercados financeiros ? É possível um ajuste fiscal permanente num contexto de globalização financeira que seja compatível com as políticas cambiais e monetárias neo-liberais ? A conclusão plausível é que, num contexto de globalização, inovações financeiras, e alto déficit público, os resultados macroeconômicos são diversos dos esperados pela concepção neo-liberal.

Segundo a visão tradicional, a esterelização do ingresso de reservas é impossível nas condições de perfeita mobilidade de capitais. Nesta visão, as políticas de esterelização só seriam possíveis no curto prazo e no caso de mobilidade de capitais imperfeita. Segundo o resultado da teoria tradicional, em regime de câmbio fixo a oferta monetária é endógena e qualquer aumento do crédito interno gera uma saída equivalente de capitais, não havendo uma política monetária autônoma.

A possibilidade de uma política monetária mais autônoma aparece quando se relaxa a hipótese de perfeita mobilidade de capitais e quando existe algum grau de liberdade no movimento do câmbio. A imperfeita mobilidade existe na realidade econômica, tanto pelo lado das restrições institucionais ( proibições e requisitos ao movimento de capitais ), como pelas considerações sobre comportamento dos agentes financeiros. Na realidade econômica, os ativos domésticos podem não ser substitutos perfeitos, criando custos de portfólios , além de existirem variações na velocidade de recomposição do portfólio, na medida em que estas dependem da sensibilidade dos agentes sobre seus distintos ativos e retornos. Esses fatores, portanto, acabam por determinar que a mobilidade internacional dos capitais seja imperfeita.

Reisen contraria Calvo afirmando que esterelizar é mais fácil do que se imagina, e, portanto, não apresenta custos tão elevados. E, para tal, cita como exemplo o caso do sudeste da Ásia, onde, segundo este autor, conseguiu-se uma tríade impossível com mercado financeiro aberto, câmbio fixo e independência monetária. Segundo uma análise mais aprofundada dos caso do sudeste asiático, a autonomia monetária nesses países só foi possível na medida em que a taxa de câmbio não é fixa e nem seus mercados de capitais são completamente abertos.

A conclusão que se chegou sobre o caso do sudeste asiático é, que mesmo sendo a taxa de juros doméstica fortemente relacionada com a taxa de juros externa, a taxa de juros doméstica não desempenha uma papel relevante na economia, pois os mercados financeiros domésticos não estão totalmente abertos. A inversão fixa e outros componentes da demanda doméstica acabam não respondendo as variações das taxas de juros domésticas, ou seja, neste caso a IS é vertical. Além disso, demanda de dinheiro tão pouco responde as variações das taxas de juros domésticas, ou seja, a LM também é vertical. Portanto, as variações das taxas de juros domésticas acabam por não interferir no ingresso ou oferta de dinheiro.

Já no caso latino americano, ao se efetivar esse tipo de intervenção esterelizadora as taxas de juros internas apresentam uma tendência em permanecer elevadas, proporcionando um diferencial de juros internos e internacionais, que acaba estimulando a entrada de capitais.

Para fugir das consequências das políticas de esterelização, que acabam com o ajuste fiscal intertemporal e com a sustentação de longo prazo dos planos liberais, além de diminuir os graus de liberdade das políticas econômicas nacionais, Calvo sugere opções de políticas econômicas. Na verdade estas opções de política econômica devem ser analisadas mais como um exemplo da complexidade envolvida no contorno dessa situação, do que alternativas de fácil viabilidade e solução, dentro da atual realidade econômica latino-americana.

Uma primeira opção seria permitir uma flutuação cambial, que se tem a vantagem de tornar a oferta monetária e de crédito interno exôgenos ao influxo

de capitais , tem a desvantagem de gerar uma incerteza sobre o câmbio , podendo resultar numa maior afluência de capitais especulativos e numa apreciação cambial ainda maior e altamente prejudicial ao setor exportador.

Uma segunda opção de política monetária seria aumentar o coeficiente de reserva marginal evitando num primeiro momento a expansão do crédito bancário, pois num contexto de inovações financeiras os bancos desenvolveriam formas de contornar essas restrições.

Uma terceira opção seria uma intervenção não-esterelizada, como a que ocorreu na Argentina, o que pode gerar um sistema financeiro altamente vulnerável, pois quanto menor a capacidade de multiplicação do sistema bancário, maior o impacto de uma variação das taxas de juros internas.

Há, também, a possibilidade de se utilizar outros instrumentos, que não sejam exclusivamente de política monetária, para tentar controlar o fluxo de capitais. Por exemplo, desenvolver impostos sobre empréstimos de curto prazo obtidos no exterior, o que funciona no curto prazo, pois com o tempo os bancos desenvolvem mecanismos para contornar tais restrições. Também, pode-se desenvolver políticas comerciais, visando compensar o setor exportador da apreciação cambial, e medidas de regulamentação e supervisão bancária.

## CONCLUSÕES

O processo de inovações financeiras aliado aos processos de internacionalização e inovações tecnológicas, alteraram o próprio conceito mercado financeiro, na medida em foram quebradas certas barreira à entrada e criadas outras novas. Simultaneamente, também ocorreu uma atenuação da divisão entre os segmentos dos mercado financeiros ( vide a inter-relação do mercado acionário com o monetário ) ,além do surgimento de novos entrantes como fundos de pensão, bancos não-comerciais, seguradoras, grandes companhias multinacionais. Essas mudanças, também, acabaram interligando diversos segmentos dos mercados financeiros, nacional e internacionalmente.

Portanto, é possível afirmar que o processo de inovações financeiras, internacionalização dos bancos ( atuando como corporate bank ) e companhias, desenvolvimento nos setores de comunicação e de informática, constituem-se em respostas estratégicas desenvolvidas pelos agentes econômicos, que alteraram as estruturas do modo de funcionamento dos mercados financeiros como um todo, nas últimas décadas. Nas palavras de Miranda:

"A evolução do sistema financeiro internacional ao longo das últimas décadas foi intensamente marcada pela mudança institucional, expressa na forma de funcionamento dos mercados, abrangência das relações de endividamento e tipos de ativos, ao mesmo tempo em que a estrutura de regulação sofria adaptações que, a uma só tempo, refletiam que as mudanças em curso induziam a novas alterações no modus operandi do sistema.<sup>59</sup> "

A partir do início da década de 80, grande parte dos bancos comerciais já operavam nos mercados internacionais. Assim, estes se transformaram, de tradicionais intermediários de empréstimos de depósitos, em dealers de securities, ao mesmo tempo, que os bancos de investimento, companhias de seguro, brokerage houses, e não-bancos aumentavam suas participações nos mercados financeiros globais.

Com o desenvolvimento do processo de internacionalização e inovações financeiras, a demarcação entre mercados financeiros nacionais e internacionais fica cada vez mais tênue. Pelo uso de empréstimos em swaps de moedas ou juros é possível contornar qualquer mercado doméstico, obtendo fundos em outros países e em qualquer outra moeda. O lançamento de ações que podem ser vendidas simultaneamente em vários mercados financeiros, é mais um exemplo da inter-relação dos mercados financeiros. Também é importante ressaltar que, atualmente, a maioria das transações financeiras podem ser negociadas de forma global, via mercados eletrônicos de 24 horas.

---

<sup>59</sup> J. C. MIRANDA, op. cit. , p. 358.

A partir da crise dos empréstimos sindicalizados de 82, houve um esforço enorme, dentro do sistema financeiro internacional, de reciclagem de ativos. Os déficits gêmeos americanos, juntamente com o processo de securitização, reciclaram grande parte dos ativos. Dessa forma, o grande influxo de capitais para os EUA, cobrindo seus déficits de BP e fiscal, além de tornarem os EUA no maior devedor do mundo, foram fundamentais no desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais. Por exemplo, a compra direta de US government securities mais que dobraram entre 84 e 85.

Além da oferta, via déficit público e securitização, havia também, nesse mesmo período, uma grande demanda por tais papéis, por parte de grandes investidores, bancos (na medida em que captam e repassam fundos para terem lucros), fundos de pensão, companhias de seguro, entre outros.

Assim, nota-se que com o trauma financeiro de 82, houve um incentivo ao processo de securitização, que aliado aos déficits públicos, da maioria dos países desenvolvidos, reciclaram grande parte dos ativos financeiros, via emissão de papéis de alta qualidade ( por exemplo, *commercial papers* ), transformando 2/3 da riqueza mobiliária atual em títulos públicos. Com isso, houve uma grande mudança no estoque de riqueza dos agentes privados capitalistas, na qual a participação de títulos de dívida pública, principalmente títulos americanos, aumentou sobremaneira na composição dos portfólios privados, além de propiciarem, também, uma redução do perfil temporal dos ativos ( com prazos cada vez menores ).

O atual mercado financeiro compromete a determinação da taxa de juros de lp pelo bacen, dada a grande volatilidade e liquidez estrutural desses mercados, o que acaba acentuando as expectativas e a instabilidade na dinâmica capitalista. Nesse contexto, câmbio e juros passam a se inter-relacionar, dada a grande volatilidade do mercado cambial e a grande demanda por derivativos. Com isso, o balanço de pagamentos passa a ser altamente influenciado pelas expectativas de cp, havendo uma contradição entre conta capital e conta corrente, na medida em que uma elevação dos fluxos de capitais tende a gerar uma

valorização cambial, e, conseqüentemente, uma perda de competitividade dos produtos exportáveis nacionais<sup>60</sup>. Dessa forma, não é mais possível afirmar que o acúmulo de reservas internacionais conseguem financiar a conta corrente, por um período de tempo relevante, pois pode haver saídas de capitais que alterem repentinamente tal situação.

A internacionalização do capital bancário e a mudança na temporalidade dos ativos diminuem os graus de liberdade da condução da política monetária, onde em certos momentos surgem antagonismos entre objetivos de estabilidade, crescimento interno e ajuste no BP. Além disso, a condução da política monetária pode se agravar, quando esta é divergente em relação as expectativas do mercado financeiro internacional, perdendo graus de autonomia, pois, com a grande abertura dos mercados financeiros, os mercados financeiros internacionais podem mover-se rapidamente na direção oposta.

Ademais, é importante ressaltar que o grande fator de expansão da dívida fiscal se deve ao progressivo aumento dos encargos financeiros pela rolagem de dívida pública. **Sendo assim, é possível perceber que esse tipo de política fiscal acaba por reduzir ainda mais o raio de manobra da política monetária, e, conseqüentemente, seus graus de liberdade, via aumento dos encargos financeiros da rolagem da dívida pública.**

Nas palavras de Tavares, a atual estrutura financeira contribui para diminuir os graus de liberdade de política econômica da seguinte forma :

"..., a globalização dos mercados financeiros e o alto grau de endividamento do Tesouro da maioria dos países retiraram a capacidade de expansão monetária autônoma da maioria dos bancos centrais, inclusive e particularmente do FED. O sistema de relações interbancárias, (...), acabou produzindo um mercado de dinheiro endógeno, fora do controle dos sistemas nacionais de reservas. A coexistência dos dois sistemas, o dos bancos centrais e o do mercado internacional privado, provocou uma situação de interdependência de tal

---

<sup>60</sup> Em seu texto *Ajuste e Reestruturação nos países Centrais: a modernização conservadora*, C. TAVARES mostra que com adoção de câmbio flutuante na década de 70 houve movimentos opostos entre a conta corrente e a conta capital.

natureza que tornou passivas as políticas monetárias, cambiais e mesmo fiscais dos principais países da OCDE. Desse modo, para realizar qualquer ajuste autônomo, em matéria de políticas de renda e crédito, Japão, Alemanha e EUA chegaram à conclusão, ao final dos anos 80, que a coordenação das políticas macroeconômicas epreendidas a partir do acordo do Plaza de Nova York, em 1985, tornara-se praticamente impossível nos termos propostos.<sup>61</sup> "

Ademais, dentro da atual dinâmica capitalista, Tavares mostra algumas das razões da inviabilidade de uma articulação macroeconômica entre Japão, Alemanha e EUA:

"As políticas de coordenação macroeconômica, ao não resolverem, senão confirmarem, desequilíbrios fundamentais da economia mundial, de fato acentuaram a competição intercapitalista.(...) A coordenação cambial e financeira parece de difícil aplicação, num futuro próximo, devido à incapacidade dos bancos centrais para controlar os movimentos de capital financeiro especulativo privado. O montante de capitais de curto prazo é absolutamente desproporcional vis-à-vis as reservas dos principais bancos (sobre tudo o FED), o que torna a cooperação em matéria de política cambial absolutamente insuficiente para estabilizar o mercado financeiro internacional. A volatilidade do mercado de moedas retira qualquer possibilidade de independência da política monetária doméstica dos grandes países devedores ou credores.(...) Assim a excessiva supremacia do capital bancário privado internacional e sua extrema volatilidade estão ameaçando a relação benéfica, estabelecida na década de 80, entre um grupo seleto de países, entre reestruturação, políticas de ajuste e coordenação macroeconômica.<sup>62</sup> "

Assim, sendo, é possível concluir que o processo de globalização financeira acaba por diminuir os graus de liberdade na condução das políticas econômicas nacionais, tornando algumas medidas de política econômica contraditórias com seus próprios objetivos iniciais. Além do mais, passa a ser

<sup>61</sup> M. C. TAVARES, Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais : a modernização conservadora, p. 44.

<sup>62</sup> Ibid, op. cit. , p. 31.

praticamente impossível para as AM adotarem uma política econômica ótima, que compatibilize interesses tão diversos como, câmbio, juros, financiamento público, balanço de pagamentos, e , estabilidade interna e internacional das moedas nacionais. **No atual contexto econômico a adoção de uma medida de política econômica certamente apresentará algum tipo de trade-off.**

Dentro do contexto latino-americano, é importante perceber que, na verdade, as medidas do modelo de estabilização neo-liberal visam alterar a ligação de política monetária com a fiscal, pelo ajuste patrimonial do setor público. Contudo, essas medidas formaram outras articulações, entre essas políticas, que resultaram num questionamento sobre a capacidade de sustentação das mesmas no longo prazo.

**A política monetária com diferencial de juros elevados repõe o problema fiscal, na medida em que as políticas de esterelização aumentam o gasto fiscal do governo, mais que compensando os efeitos das privatizações, do fluxo de capitais e da apreciação cambial. A não alteração do padrão de financiamento do Estado também repõe o problema fiscal para o futuro.**

Além disso, o papel fiscal, nesses planos de estabilização, coloca em cheque a posição do Estado na economia, como elemento fundamental para se manter o desenvolvimento econômico no longo prazo. Na verdade, esse tipo de política econômica acentua a instabilidade das finanças públicas na AL.

Dessa forma, a estabilização duradoura de preços e o desenvolvimento econômico só são possíveis quando houver uma reestruturação do padrão de financiamento do setor público, que seja capaz, então, de absover as flutuações tanto do BP como do endividamento público interno e externo, sem comprometer a consistência fiscal intertemporal. Nesse sentido, o setor público apresentaria receitas sólidas, tanto para financiar a estabilidade de curto prazo como no investimento de longo prazo, para proporcionar o desenvolvimento econômico.

Assim sendo, deve-se ressaltar que a articulação das políticas monetárias, cambial e fiscal não devem instabilizar a ação efetiva do Estado, seja na

organização do financiamento público e privado, seja na coordenação e execução parcial dos investimentos estratégicos.

Além do problema fiscal, é importante considerar que, a tentativa de implementação dos modelos de estabilização na AL ocorre num contexto de globalização e inovações financeiras (securitização e derivativos), onde há um aumento da riqueza fictícia e uma expansão da dívida pública no mercado monetário, levando a uma forte interação da política fiscal, monetária e cambial. Como os planos de estabilização ocorrem num contexto de alta mobilidade de capitais e grande liquidez, a articulação do paradigma neo-liberal entre política monetária, fiscal e cambial, torna-se incapaz de equacionar o problema da liquidez interna com o processo de globalização financeira, ou seja, nestas condições os resultados macroeconômicos fogem do resultado esperado por essa concepção econômica.

Dado que a manutenção de um elevado diferencial de juros trouxe para a AL grandes fluxos de capitais especulativos, que num contexto de globalização e liberalização financeira acabam por diminuir os graus de liberdade da política econômica nacional. É possível perceber que a globalização financeira acaba por impedir um ajuste macroeconômico, originando uma situação na qual a utilização de medidas discricionárias passa a ser imprescindível na articulação das políticas fiscais, monetária e cambiais.

Apesar disso, o controle de capitais, além de medidas discricionárias, só é possível quando se pressupõe uma trajetória de crescimento, ancorando o movimento de capitais com o crescimento produtivo. Nesse sentido, pode-se perceber que a estabilidade em si pouco representa, pois é necessário estabilizar criando, ao mesmo tempo, condições de crescimento econômico.

**A grande questão envolvida nas políticas econômicas de estabilização na América Latina, num contexto de liberalização financeira, é sobre a necessidade de se desenvolverem mecanismos de controle dos capitais externos, no sentido de evitar, tanto os efeitos desequilibradores, quanto de**

**propiciar uma maior autonomia das política macroeconômicas nacionais para a retomada da estabilidade e crescimento econômico.**

O caso do Chile é considerado o mais exitoso na América Latina. Ao desenvolver certas medidas de política cambial, de controle de capitais, entre outras, o Chile conseguiu diminuir o grau de dependência da política macroeconômica em relação ao novo contexto internacional de globalização e inovações financeiras<sup>63</sup>.

Dado o contexto internacional, com crescente integração dos mercados financeiros externos, o manejo das políticas macroeconômicas nacionais tornam-se cada vez menos independentes. **Na verdade, o grande desajuste macroeconômico entre os principais países centrais, atualmente, diminuem ainda mais os graus de autonomia das políticas econômicas nacionais dos países latino-americanos, e, demais países, na medida em que acentuam os efeitos especulativos e instabilizadores inerentes ao desenvolvimento dos mercados financeiros, num contexto de globalização e inovações financeiras.**

---

<sup>63</sup> Os trabalhos desenvolvidos por Carlos BUDNEVICH & Rodrigo CIFUENTES mostram, pela utilização de um modelo matemático, a forma de atuação da autoridade monetária chilena no sentido de evitar os efeitos desestabilizadores da liberalização financeira recuperando os graus de autonomia da política econômica. Para maiores detalhes consultar Roberto STEINER(Compilador), op. Cit., cap 5.

## BIBLIOGRAFIA

- Aglietta, M.** (1995): "Macroéconomie Financière". Paris, la Découverte.
- Akhtar, M. A.** (1983-December): "Financial innovations and their implications for monetary policy: an international perspective". BIS economic papers, n. 9.
- Akyuz, Y.**: "Financial liberalization: the key issues" (1993-March). Genebra, UNCTAD, n. 56.
- Akyuz, Y.**: "On financial openness in developing countries" (1992-June). Genebra, UNCTAD.
- Baer, M.** (1992-Julho): "As restrições financeiras à retomada do desenvolvimento na América Latina". São Paulo, Novos Estudos CEBRAP, n. 33, p.173-183.
- Baer, M.** (1990-Julho-Dezembro) : "As mudanças financeiras internacionais na década de 80". Pensamento Ibero-Americano, n. 18, p.65-81.
- Baer, M.** (1994-Novembro): " Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional". São Paulo, Relatório Final, CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNDU.
- Belluzo, L. G. & Almeida, J. S.** (1989): "Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo". São Paulo, Novos Estudos CEBRAP, n. 23, p.120-127.
- Braga, J. C.** (1993): "A financeirização da riqueza". In : Economia e Sociedade, Campinas, IE/UNICAMP, n. 2, P.25-58.
- Braga, J. C.** (1995-Março): "A Instabilidade das Finanças Públicas da América Latina". Campinas, IE/UNICAMP, mimeo.

- Carter, M.** (1989-September): "Financial Innovation and Financial Fragility". *Journal of Economic Issues*, vol 23, n. 3, p.779-793.
- Carvalho, F. J. C.** (1988-Dezembro): "Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos". Rio de Janeiro, *Pesquisa e planejamento econômico*, vol. 18, n. 3, p.741-764.
- Channon, D. F.** (1990-April): "Global Banking Strategy". Great Britain, John Wiley & Sons.
- Cintra, M. A.** (1993): "Uma visão crítica da teoria da repressão". Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Mestrado.
- Costa, F.** (1992): "Ensaio de economia monetária". São Paulo, *Bienal e Educ.*
- Costa, F.** (1992): "Impropriedades de moeda". Texto para discussão n. 11, IE/ UNICAMP.
- Costa, F.** (1993): "Inovações financeiras e política monetária". Campinas, Texto para discussão n. 19, IE/UNICAMP.
- COUTINHO, L.** (1992-Agosto): "A Terceira Revolução Industrial". *Economia e Sociedade*, Campinas, IE/UNICAMP, n.1, p.69-88.
- Freitas, M. C. & Ferreira, C. K.** (1990-Janeiro): "Mercado Internacional de crédito e inovações financeiras". São Paulo, FUNDAP, n.1.
- Frenkel, R. & Fanelli, J. M.**: "Crecimiento y Reforma Estructural en América Latina: la situación actual". Editora Cieplan, p. 17-37.
- Huerta G., A.** (1994-Junho): "La Política Neoliberal de Estabilización Económica en México". México, Editorial Diana.

- IESP/FUNDAP** (1992): "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado". São Paulo, IESP/FUNDAP, Relatório Parcial n. 6.
- Keynes, J. M.** (1988): "Teoria geral do emprego, do juro e da moeda". São Paulo, Os Economistas, Nova Cultural.
- Lindsey, D. E. & Wallich, H. C.:** "Monetary Police". In : The New Palgrave, Money, Macmillan Reference Books, p.229-243.
- Mazzucchelli, F.** (1982): "Capitalismo: tendência e crises". Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Doutorado.
- Mendonça, A. R. R. de,** (1994): "Inovações Financeiras e a Operacionalidade da Política Monetária". Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Mestrado.
- Millman, G. J.** (1995): "The Vandals' Crown". New York, Free Press.
- Minsky, H. P.** (1986): "Stabilizing an Unstable Economy". New Haven, Yale University Press.
- Miranda, J. C. :** "Reestruturação industrial em contexto macroeconômico instável: a experiência brasileira contemporânea". Campinas, IE/UNICAMP, mimeo.
- Miranda, J. C.** (1992): "Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional". Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Doutorado.
- Miranda, J. C.** (1993-Agosto): "Incerteza, Antecipação e Convenção". In : Economia e Sociedade, Campinas, IE/UNICAMP, n. 2, p.81-96.
- Mollo, M. L. R.** (1988-Janeiro-Março): "Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades

monetárias: uma leitura de Minsky". Revista de Economia Política, vol. 8, n. 1.

**Pádua Lima, M. L. L. M.** (1995): "Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina". Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Doutorado.

**Porter, M. E.** (1986): "Estratégia competitiva". Rio de Janeiro, Editora Campus.

**Poters, R. & Swoboda, A. K.** (1987-February): "Threats to international financial stability". Great Britain, Cambridge University Press.

**Solomon, S.** (1995): "The Confidence Game". New York, Simon & Schuster.

**Steiner, R.**: "Capital inflows in Latin America: causes, consequences and policy options". Bogotá-Colômbia.

**Steiner, R.** (1994): "Afluencia de capitales y estabilización en América Latina". Bogotá, Colômbia, TM Editores.

**STIGUM'S, M.** (1991): "The Money Market". Illinois: Dow Jones-Irwin.

**Stuart, R.** (1993-July): "Financial Repression and Economic Development: towards a post-keynesian alternative". In: Review of Political Economy, v.5, n.3, p.277-298.

**Tavares, M. C.** (1992): "Ajuste e reestruturação nos países centrais: a modernização conservadora". In : Economia e Sociedade, Campinas, IE/UNICAMP, n. 1, p.21-58.

**Tavares, M. C.** (1993): "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resintência". In: Desajuste

Global e Modernização Conservadora, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, cap.2, p.75-126.

**Teixeira, A.** (1983): "O movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra". Rio de Janeiro, Texto de discussão, n. 25, IEI/UFRJ.

**Teixeira, A.** (1993): "O ajuste impossível". Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Doutorado.

**The Economist**, April 30 th 1994.

**The Economist**, September 19 th 1992.

**UTHOFF, A. & TITELMAN, D.** (1994-Agosto): "Afluencia de Capitales Externos y Políticas Macroeconomicas". In: Revista de la Cepal, n. 53, p. 13-29.

**World Bank Discussion Papers** (1993), Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Board, edited by Nissan Liviatan, Washington, n.207.