

O mercado financeiro internacional tem surpreendido por sua amplitude e persistente liquidez, apesar da volatilidade nos fluxos de capitais e nos preços dos diferentes ativos. Pesquisa do McKinsey Global Institute estimou que o estoque total de ativos financeiros – depósitos bancários, títulos de dívida pública e privada e ações – cresceu de US\$ 12 trilhões em 1980, o equivalente a 109% do PIB (Produto Interno Bruto) mundial para US\$ 118 trilhões em 2003, mais de três vezes o PIB mundial (ver Tabela 1).<sup>3</sup> Os dados revelam, portanto, um dinamismo dos mercados financeiros muito acima da taxa de crescimento do setor produtivo.

A estimativa do McKinsey Global Institute não considera os derivativos financeiros. Os valores nominais dos derivativos de balcão atingiram US\$ 197 trilhões em dezembro de 2003 (cujo valor bruto de mercado alcançava US\$ 7 trilhões), os valores nominais dos derivativos negociados em bolsas somaram US\$ 36 trilhões, de acordo com o BIS (Bank for International Settlements).

A expansão dessa extraordinária massa de riqueza financeira está associada com a segunda onda de internacionalização financeira do segundo pós-guerra, a partir do início dos anos 1980, que configurou a globalização financeira sob a liderança do dólar e do sistema financeiro americano<sup>4</sup>. Como eixo do sistema financeiro global, o mercado financeiro americano respondia por 37% do estoque total de ativos em 2003, seguido pela Europa com 31%, pela participação declinante do Japão com 15% e pelo movimento ascendente da China com 4% (ver Tabela 2). Os depósitos bancários perderam participação relativa no estoque de ativos financeiros, caíram de 45% do total em 1980 para 30% em 2003 (ver Tabela 1). Por sua vez, os ativos negociáveis (títulos de dívida e ações) expandiram a participação de 55% do total para 72% no mesmo período. Isso resultou na queda dos empréstimos bancários não-negociáveis e no crescimento das finanças diretas, sob a égide dos mercados de capitais.

Grande parte desse estoque de riqueza financeira tem sido gerida por fundos de investimento, fundos de pensão, *hedge funds*, bancos globais, tesouro das grandes corporações e bancos centrais – que procuram preservar e ampliar seus valores.<sup>5</sup> Apenas os fundos de pensão dos países da OECD (Organização para a Cooperação Econômica e o Desenvolvimento) administravam um estoque de ativos estimado em US\$ 7,4 trilhões, representando 27% do PIB desses países e 39,1% do valor da capitalização das ações nos mercados de capitais desses mesmos países (OECD. *Financial Market Trends*, n. 88, Mar. 2005, p. 193. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>). Os mecanismos de gestão dessa riqueza – na forma de investimento de portfólio – condicionaram o funcionamento do mercado

<sup>1</sup> Uma versão modificada desse artigo foi publicada na revista *Princípios*, São Paulo, n. 79, p. 23-29, jun./jul. 2005.

<sup>2</sup> Professor do Instituto de Economia da Unicamp.

<sup>3</sup> O Fundo Monetário Internacional, que contabiliza os ativos bancários e não os depósitos, estimou o estoque total de ativos financeiros em US\$ 130,3 trilhões em 2003 (IMF. *Global Financial Stability Report*, Apr. 2005, p. 163. Disponível em: <<http://www.imf.org>>).

<sup>4</sup> Braga, José Carlos de Souza e Cintra, Marcos Antonio Macedo. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: Fiori, José Luis (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 253-307.

<sup>5</sup> Sauviat, C. Les fonds de pension et les fonds mutuels: acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial. In: Chesnais, François (Org.). *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris: Éditions La Découverte, 2004. p. 99-124.

monetário e financeiro internacional, que ficou sujeito a movimentos erráticos decorrentes das expectativas dos gestores e da realização de operações de arbitragem, algumas vezes, altamente alavancadas, em busca de ganhos de capital de curtíssimo prazo.

TABELA 1 – Composição e crescimento do estoque financeiro global

	1980	1993	1996	1999	2003	2004 (a)
Depósitos Bancários	45	31	29	26	30	30
Títulos Públicos	18	20	19	15	17	18
Títulos Privados	14	22	23	21	26	26
Ações	23	27	29	38	27	28
Total (em percentagem)	100	100	100	100	100	100
Total (US\$ trilhões)	12	53	69	96	118	119
PIB nominal (US\$ trilhões)	10,1	24,4	29,9	30,5	36,1	-
Ativos Financeiros/PIB	109	216	230	315	326	-

Nota: (a) Estimativa.

FONTE: McKinsey Global Institute. *Taking stock of the world's capital markets: 118 trillion and counting*. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com>>.

TABELA 2 – Distribuição geográfica e crescimento do estoque financeiro global

	1993	1996	1999	2003
Estados Unidos	36	37	40	37
Europa (a)	27	29	28	31
Japão	23	19	18	15
China (b)	3	3	3	4
Outros	11	12	11	12
Total (em percentagem)	100	100	100	100
Total (US\$ trilhões)	53	69	96	118

Notas:

(a) Inclui Reino Unido, área do euro (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Portugal), Suíça, Suécia, Dinamarca, Noruega e Europa Central.

(b) Inclui Hong Kong e Macau.

FONTE: McKinsey Global Institute, *Taking stock of the world's capital markets: 118 trillion and counting*. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com>>.

Todos os agentes econômicos relevantes (investidores institucionais, bancos e corporações) passam a utilizar os derivativos financeiros e outros instrumentos de transferência de risco, procurando dispersar ou assumir riscos de preços (oscilações nas taxas de juros, câmbio, inflação, índices de bolsas etc.). Vale dizer, procuram realizar proteção contra riscos ou tomar posição para realizar ganhos de capital. Procuram ainda adotar técnicas de gestão de recursos, como a alavancagem, utilizando derivativos e empréstimos, para aumentar a rentabilidade esperada dos investimentos. As agências de classificação de risco passam a participar ativamente desse circuito. Sua função é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities* e de alguns tipos de derivativos. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado nesses mercados é estabelecida a partir dessa classificação.<sup>6</sup> Outro mecanismo de mercado, destinado a facilitar o acesso às informações, foi desenvolvido pelo banco J.P.Morgan/Chase, que passou a divulgar, em tempo real, um índice dos

<sup>6</sup> Cintra, Marcos Antonio Macedo. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo: Instituto de Estudos Avançados/USP, n. 39, p. 103-141, 2000.

riscos-país das economias emergentes.<sup>7</sup> Embora não tenha o aspecto quase-institucional dos *ratings* concedidos pelas agências de classificação de risco de crédito, o índice de risco país Emerging Markets Bond Index (EMBI+) é um espelho mais fiel das expectativas dos participantes dos mercados financeiros e um indicador mais preciso do custo provável de uma nova emissão.

Em uma perspectiva mais restrita, a renitente liquidez contemporânea está relacionada com a manutenção de baixas taxas de juros nas principais áreas monetárias – dólar, euro e iene – a fim de facilitar a digestão do processo de desvalorização dos ativos financeiros ocorrido após março de 2000, a partir da crise das ações de tecnologia negociadas na Nasdaq. Os investidores passaram, então, a adotar agressivas estratégias de investimento, chamadas de *carry trades*. Eles passaram a tomar recursos emprestados no curto prazo com taxas de juros baixas (dólar, franco suíço e iene) e investirem em ativos de maior risco e rendimento (ações e bônus dos países industrializados e dos países emergentes, moedas, *commodities*, petróleo etc.). Houve também uma expansão investimentos imobiliários, sobretudo nos Estados Unidos, Austrália, Nova Zelândia, Espanha, Reino Unido, Irlanda, França, Itália, etc.

Isso resultou em um elevado volume de capitais fluuando sobre o planeta, sobretudo em direção aos países com maiores taxas de juros (Reino Unido, Austrália, Canadá, Nova Zelândia, mercados emergentes etc.). O movimento no mercado internacional de moedas atingiu US\$ 1,9 trilhão por dia, desencadeando uma relativa tendência à desvalorização das moedas que fornecem os recursos e à valorização das moedas em que recebem os investimentos (inclusive a moeda brasileira). Em suma, a manutenção de baixas taxas de juros amplificou os movimentos especulativos nos mercados domésticos e nos mercados internacionais e exacerbou os desequilíbrios financeiros globais (elevado déficit americano e superávit do resto do mundo).

#### **CENTRO E PERIFERIA: UM PARADOXAL CONTRA-FLUXO**

A partir de 1999, o conjunto dos países em desenvolvimento passou a apresentar superávits em conta corrente, sob a liderança dos países asiáticos e exportadores de petróleo. De acordo com o Fundo Monetário Internacional, o superávit em conta corrente desses países somou US\$ 336,3 bilhões em 2004 e poderá atingir US\$ 395,4 bilhões em 2005 (ver Tabela 3). Apenas os países em transição (Europa Central e Oriental) ainda apresentam déficits em conta corrente, cujo financiamento tem sido apoiado pelo processo de integração na área do euro. A experiência dos países asiáticos parece indicar que a obtenção de saldos comerciais expressivos e a acumulação de reservas têm propiciado o avanço tecnológico das economias, bem como permitido a adoção de políticas monetárias mais lassas que favorecem a expansão do crédito doméstico, da produção e do emprego. A acumulação de reservas – mediante saldos comerciais elevados e não pela contratação de novas dívidas – atende a demanda por liquidez em moeda forte e assegura a estabilidade da taxa de câmbio.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> A composição desse índice é definida através da participação proporcional de cada país e pode variar no tempo. Ele é calculado por uma média dos prêmios de risco sobre os papéis do Tesouro americano implícitos nos preços dos títulos das dívidas soberanas negociados nos mercados secundários internacionais. É em relação à sua composição que os analistas de mercados emergentes elaboram suas recomendações, atribuindo um peso maior ou menor do que o índice para tal e qual país. Por ser calculado com base em parâmetros de mercado, o índice do J.P.Morgan/Chase é extremamente volátil. Em diversas ocasiões, seu descolamento dos ratings atribuídos pelas agências é significativo; representando expectativas mais otimistas ou mais pessimistas.

<sup>8</sup> Belluzzo, Luiz Gonzaga de M. e Carneiro, Ricardo. O paradoxo da credibilidade. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Instituto de Economia/Unicamp, n. 2, set./dez., 2003. Introdução. p. 1-10. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br>>.

TABELA 3 – Fluxo líquido de capitais privados e resultado em conta corrente dos países emergentes

	US\$ bilhões								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (a)
F. Líquido Capital Privado	198,4	84,8	89,1	60,8	60,9	75,8	149,5	196,6	175,1
Inv. Estrangeiro Direto	147,2	159,8	173,3	174,3	184,7	144,4	151,9	186,4	217,4
Portfólio	60,4	42,5	69,1	20,5	-86,9	-90,0	-9,9	28,8	2,3
Outros (b)	-9,2	-117,6	-153,3	-134,0	-36,9	21,4	7,5	-18,6	-44,6
Conta Corrente (Emergente)	-83,5	-51,9	38,9	126,6	89,4	142,5	233,8	336,3	395,4
Ásia	7,7	49,3	48,7	46,3	40,8	72,2	85,8	103,3	97,1
América Latina	-66,7	-90,5	-56,7	-47,8	-53,9	-16,4	6,6	15,9	3,8
Oriente Médio	9,5	-25,5	11,9	69,5	39,1	29,4	59,3	112,5	160,8
África	-6,2	-19,4	-15,3	6,5	-1,3	-8,0	-1,7	1,1	6,5
<i>Memorandum</i>									
Exportadores de Petróleo	16,0	-32,3	11,3	88,6	45,0	33,4	67,6	122,5	178,8
Rússia	-2,6	-2,1	22,2	44,6	33,4	30,9	35,4	59,6	85,9
Países em Transição (c)	-21,1	-19,3	-26,6	-32,7	-16,6	-24,5	-37,0	-50,6	-56,0

Notas:

(a) Projeção;

(b) Inclui empréstimos bancários, emissão de bônus, *commercial papers, notes* etc.;

(c) Europa Central e Oriental (exclui a Rússia).

FONTE: IMF, *World Economic Outlook*, April 2005, Table 1.2 e Table 28 of the Statistical Appendix. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

O estoque de reservas internacionais alcançou US\$ 3,8 trilhões em fevereiro de 2005 (ver Tabela 4). Os países desenvolvidos, exceto o Japão, reduziram seus volumes relativos de reservas internacionais de 61% em 1990 para 34,3 em 2005. Em fevereiro de 2005, o Japão detinha US\$ 820,5 bilhões, representando 21,5% das reservas globais e 62,8% das reservas internacionais dos países industrializados. Por sua vez, os países em desenvolvimento passaram a deter um volume crescente de reservas em moeda forte, cujo estoque saltou de 39% do total em 1990 para 65,7% em fevereiro de 2005. Os países asiáticos em desenvolvimento acumularam US\$ 1,6 trilhão de reservas, sendo US\$ 642,6 bilhões da China, US\$ 123,9 bilhões de Hong Kong, US\$ 246,6 bilhões de Taiwan, US\$ 201,3 bilhões da Coreia e US\$ 130,1 bilhões da Índia. Assim, o Japão e os países asiáticos concentraram 64,1% das reservas internacionais (US\$ 2,4 trilhões). O Japão procura conter os efeitos do permanente superávit comercial sobre a tendência à valorização do iene e à deflação dos preços domésticos. Já os países asiáticos, mediante uma estratégia agressiva de obtenção de superávit em conta corrente, que permite a acumulação de reservas, buscam diminuir a vulnerabilidade externa de suas economias e evitar novas crises financeiras e cambiais, como a ocorrida em 1997<sup>9</sup>. Os países latino-americanos também ampliaram seus estoques de reservas, US\$ 198,5 bilhões, sob a liderança do México (US\$ 62,6 bilhões) e do Brasil (US\$ 58,8 bilhões).

Essa brutal acumulação de reservas internacionais pode expor esses bancos centrais a possíveis perdas associadas às variações das taxas de juros e de câmbio. Praticamente, 70% das reservas internacionais estavam em dólar, em dezembro de 2003 (ver Tabela 4). Ademais, a acumulação de reservas implica a necessidade de esterilizar, pelo menos uma parte, os recursos externos a fim de conter a expansão doméstica em consumo e os movimentos especulativos em ativos imobiliários (Coreia, Tailândia, China e países da Europa Central).

<sup>9</sup> Destaca-se que a acumulação de reservas pelos países asiáticos ocorre mediante a apresentação de superávits comerciais elevados mas também mediante a atração de investimento estrangeiro direto e de portfólio.

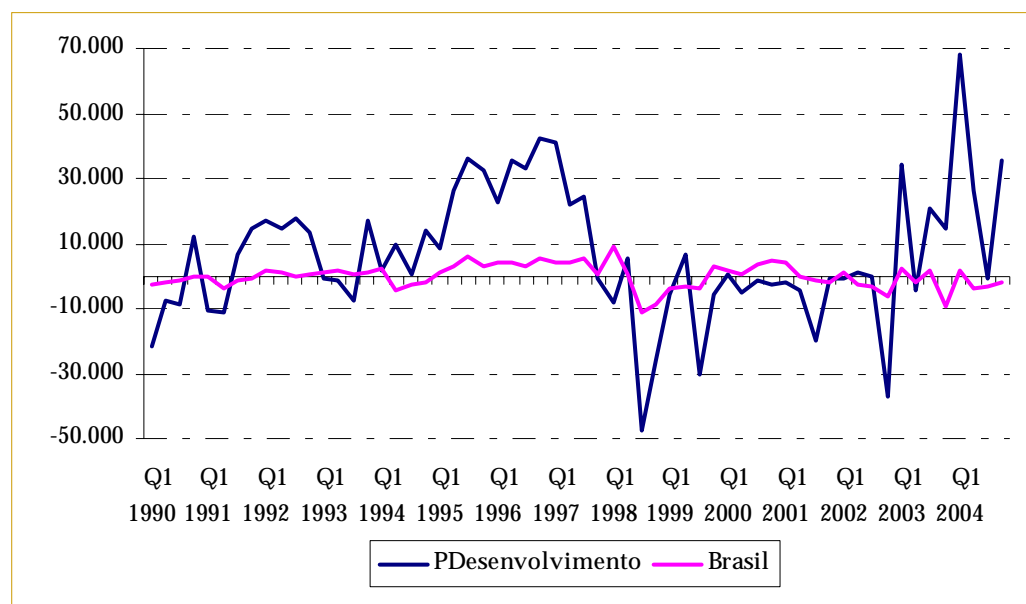
TABELA 4 – Estoque de reservas em moedas estrangeiras dos bancos centrais (final de período)

	1990		1996		1998		2000		2003		2005 Fev.	
	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%
Total	790,0	100,0	1.517,8	100,0	1.636,1	100,0	1.908,7	100,0	3.010,0	100,0	3.812,2	100,0
P.Industrial.	481,7	61,0	707,0	46,6	690,4	42,2	774,8	40,6	1.103,6	36,7	1.306,4	34,3
P. Desenvol.	308,3	39,0	810,8	53,4	945,7	57,8	1.133,9	59,4	1.906,4	63,3	2.505,8	65,7
Dólar	432,0	54,7	1.041,5	68,6	1.144,6	70,0	1.450,5	76,0	2.082,2	69,2	-	-
Outras	357,0	45,3	476,3	31,4	491,5	30,0	458,2	24,0	928,7	30,8	-	-

FONTE: Bank for International Settlements, *Annual Report*, vários números.

No que se refere ao acesso ao sistema bancário internacional, a despeito da volatilidade dos fluxos, entre 1998 e 2004, os países em desenvolvimento acumularam um fluxo líquido negativo (saídas líquidas de recursos dos países) de US\$ 403,5 bilhões (ver Tabela 5). Apenas durante o ano de 2002, houve um fluxo positivo da ordem de US\$ 8,9 bilhões, associado com saques nos depósitos internacionais e não ao volume de novos empréstimos. Em momentos de restrição de crédito, os agentes econômicos (bancos, corporações e bancos centrais) dos países em desenvolvimento são obrigados a sacar seus depósitos nos bancos internacionais para honrar seus compromissos em divisas. Durante o ano de 2004, observou-se um fluxo líquido negativo de US\$ 69,2 bilhões, em decorrência de um elevado volume de depósitos efetuados pelos agentes econômicos no exterior muito acima das operações de empréstimos, que somaram US\$ 128,7 bilhões, o melhor fluxo de crédito bancário desde 1996 (US\$ 133,6 bilhões), portanto antes da crise dos países asiáticos (ver Gráfico 1). No terceiro trimestre de 2004, houve uma retração de US\$ 854 milhões, mediante a não renovação das linhas de crédito, logo revertida.

GRÁFICO 1. Fluxo de empréstimos bancários para os países em desenvolvimento – US\$ bilhões



FONTE: BIS *Quarterly Review*, Jun. 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

No agregado, a posição líquida do estoque de empréstimos dos bancos internacionais direcionados aos países em desenvolvimento menos os depósitos dos agentes econômicos desses

países nos mesmos bancos resulta negativa em US\$ 276,8 bilhões em dezembro de 2004, sob a liderança dos países asiáticos, com um salto líquido de US\$ 72,2 bilhões (ver Tabela 5). Isso significa que os países em desenvolvimento tornaram-se emprestadores líquidos de capital para o sistema bancário internacional.

Em grande parte esses fluxos de saída começaram com a fuga abrupta dos bancos das economias em desenvolvimento em 1997-1998, concentrada inicialmente nos países asiáticos e desencadeando grande volatilidade nos preços dos ativos e desvalorização das moedas. Após a fuga dos credores, as empresas e os governos dos países em desenvolvimento procuraram saldar as dívidas e aumentar os depósitos externos (reservas dos bancos centrais e de outros agentes privados) a fim de amortecer os efeitos deletérios da desvalorização das moedas e garantir capacidade de importação de insumos, máquinas etc. Em suma, o superávit em transações correntes, a acumulação de reservas e a desalavancagem das corporações tornou os empréstimos bancários menos necessários, uma vez que “bancos e banqueiros são cegos por natureza”, como afirmava Keynes.<sup>10</sup>

TABELA 5. Ativo e passivo dos bancos internacionais com os países em desenvolvimento

	US\$ bilhões									Estoque 2004 Dez
	Fluxo									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
P. em Desenvolvim.										
Ativo (a)	133,6	87,2	-76,3	-35,2	-8,7	-27,0	-37,0	64,9	128,7	1.180,2
Passivo (b)	81,3	61,1	-16,8	49,1	136,1	20,3	-45,9	72,1	197,9	1.457,0
Fluxo Líquido (c)	52,4	26,1	-59,5	-84,3	-144,9	-47,3	8,9	-7,3	-69,2	-276,8
Ásia										
Ativo (a)	87,9	8,9	-94,6	-45,4	-28,5	-6,9	-16,5	38,9	68,5	403,6
Passivo (b)	30,5	24,4	3,7	11,6	63,4	4,3	-22,4	27,6	81,6	475,7
Fluxo Líquido (c)	57,4	-15,5	-98,3	-57,0	-92,0	-11,1	5,9	11,4	-13,1	-72,2
China										
Ativo (a)	16,2	13,5	-9,9	-15,6	-5,4	-3,5	-12,4	13,5	23,3	86,7
Passivo (b)	10,3	0,2	5,3	-3,8	35,7	-6,5	-3,6	-6,4	25,2	116,4
Fluxo Líquido (c)	5,9	13,2	-15,3	-11,8	-41,0	2,9	-8,8	19,9	-1,9	-29,8
América Latina										
Ativo (a)	28,7	31,2	-7,9	-11,5	14,0	-3,5	-26,3	-15,8	-14,9	256,7
Passivo (b)	27,5	19,5	-15,1	16,2	9,4	-1,9	-26,9	25,0	13,0	289,1
Fluxo Líquido (c)	1,2	11,7	7,2	-27,8	4,6	-1,6	0,6	-40,8	-27,9	-32,4
Brasil										
Ativo (a)	16,7	13,9	-10,2	-7,6	9,5	0,9	-11,2	-7,2	-7,4	77,3
Passivo (b)	11,0	-11,1	-8,4	2,9	-4,6	0,4	-8,0	14,4	-4,8	53,2
Fluxo Líquido (c)	5,7	25,0	-1,7	-10,5	14,1	0,5	-3,2	-21,6	-2,6	24,1

Notas:

(a) A ativo dos bancos internacionais é composto fundamentalmente por empréstimos. Um aumento no ativo representa uma entrada de capital no país emergente;

(b) O passivo dos bancos internacionais é composto principalmente por depósitos. Um aumento no passivo representa uma saída de capital do país emergente;

(c) Ativo menos o passivo.

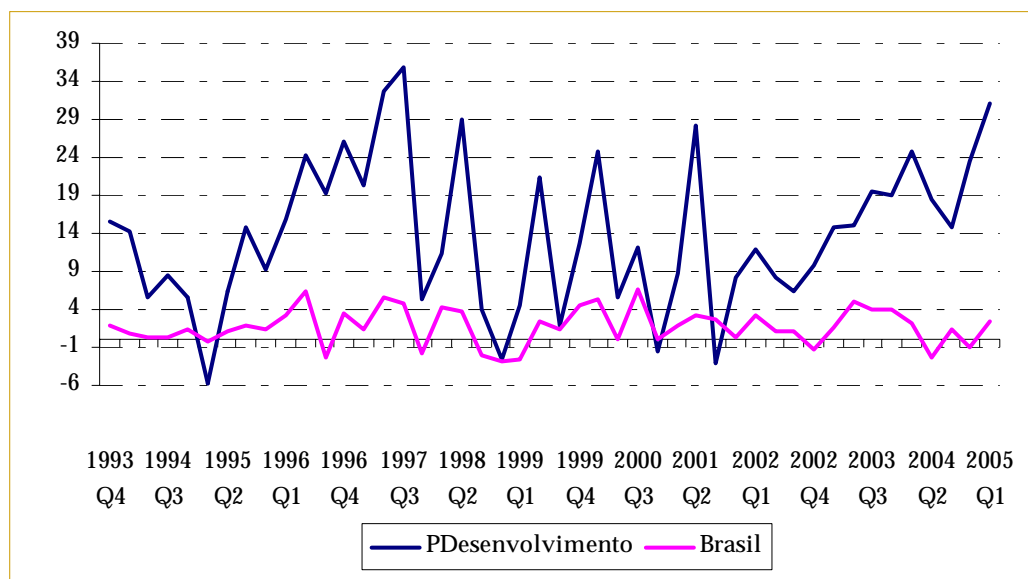
FONTE: BIS *Quarterly Review*, Jun. 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

<sup>10</sup> Keynes, John Maynard (1931). The consequences to the banks of the collapse of money values. In: Keynes, J. M. (1963) *Essays in persuasion*. New York: W. W. Norton & Company. [Tradução brasileira: As conseqüências, para os bancos, das mudanças nos valores em dinheiro. In: KEYNES/Kalecki – inflação e deflação. São Paulo: Abril Cultural, 1978. (Os Pensadores). p. 43-48].

Os países latino-americanos após onze trimestres consecutivos de saída de capitais, tornaram-se também credores líquidos do sistema financeiro internacional em US\$ 32,4 bilhões em dezembro de 2004 (ver Tabela 5). O Brasil acumulava um estoque de empréstimos de US\$ 77,3 bilhões e depósitos no valor de US\$ 53,2 bilhões, perfazendo um saldo líquido devedor de US\$ 24,1 bilhões. Dessa forma, o Brasil – acompanhado pela Turquia e Hungria –, continua dependente do acesso aos fluxos internacionais de capitais.

A liquidez prevalente nos mercados internacionais de dívida (bônus, notas, *commercial papers* etc.), associada com o superávit em conta corrente e às reservas dos países em desenvolvimento, tem permitido a emissão renitente de títulos de dívida, desde o quarto trimestre de 2001, sob a liderança dos países da Ásia (ver Gráfico 2). Nesse longo período, o estoque de dívida internacional dos países em desenvolvimento saltou de US\$ 487,6 bilhões, o equivalente a 6,5% do total, para US\$ 758,6 bilhões em março de 2005, o correspondente a 5,4% do total.

GRÁFICO 2. Emissões líquidas de títulos pelos países em desenvolvimento – US\$ bilhões



FONTE: BIS *Quarterly Review*, Jun. 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

Todavia, deve-se considerar que nesse ciclo de ampla liquidez, o acesso aos financiamentos externos pelos países em desenvolvimento – empréstimos bancários e títulos de dívida – foi acompanhado por movimentos de capitais de curto prazo, envolvendo operações de arbitragens com taxas de juros e de câmbio. Esses capitais são extremamente voláteis e podem refluir – “vão para a qualidade” – diante de quaisquer sinais de aumento da incerteza global. Por isso, Keynes insistia na necessidade de se adotar controles sobre os fluxos de capitais a fim de proteger os balanços de pagamentos de fugas abruptas de recursos especulativos. Ele considerava que algumas classes de capitais podem instabilizar a economia internacional e as economias domésticas sem oferecer nenhum benefício em troca.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Carvalho, Fernando Cardim de. Bretton Woods aos 60 anos. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 70, p. 51-63, nov. 2004.

## FUGA DO RISCO E NOVA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

Em suma, os mercados financeiros internacionais privados – bancário e de dívida – deixaram de ter um papel ativo no financiamento do desenvolvimento dos países periféricos. Isso não significa que não tenham importância relativa na liquidez das suas transações externas. O fato relevante é que, no conjunto, em uma aproximação simples, o estoque de reservas internacionais, estimado em US\$ 2,5 trilhões em fevereiro de 2005, acrescido do saldo de US\$ 276,8 bilhões em depósitos nos bancos globais (que pode conter uma parcela das reservas internacionais) em dezembro de 2004 resulta em um volume de recursos dos países em desenvolvimento muito superior ao estoque de dívida, estimado em US\$ 758,6 bilhões em março de 2005.

De um lado, esses dados revelam a perversidade da arquitetura financeira internacional, inadequada ao financiamento do desenvolvimento econômico, pois os fluxos de capitais ficam sujeitos aos surtos de euforia e pessimismo dos investidores de portfólio e dos bancos globais, o que obriga os países em desenvolvimento a acumular reservas em moeda forte e, por conseguinte, a financiar o déficit em conta corrente dos Estados Unidos e, paradoxalmente, a fomentar a liquidez do sistema bancário internacional.<sup>12</sup> De outro lado, as estratégias adotadas pelos países em desenvolvimento reduzem a vulnerabilidade aos fluxos internacionais de capitais, diminuindo a probabilidade de turbulências como as ocorridas durante a segunda metade da década de 1990. Reforça esse movimento a perspectiva de que a dívida externa em circulação dos países em desenvolvimento pode-se tornar menor do que suas receitas de exportações (preços altos das *commodities* metálicas e agrícolas, bem como do petróleo). Isso representa mais um indicador de que os países em desenvolvimento foram se tornando credores líquidos do sistema financeiro internacional.

Persistem outros riscos no horizonte, tais como as pressões pela valorização da moeda chinesa, a fim de reduzir o superávit comercial com os EUA e a União Européia, a manutenção do preço do petróleo em patamar elevado por longo período etc. Além disso, há tensões no centro do sistema financeiro global, tais como as pressões pela (des)valorização do dólar e do euro, sobretudo após a rejeição do processo de reformulação do Tratado Europeu pelos eleitores franceses e holandeses e o acirramento da concorrência internacional, fragilizando o balanço de grandes corporações (General Motors e Ford). Todavia, a dinâmica contemporânea dos países em desenvolvimento parece afastar a possibilidade de uma crise financeira e cambial, nos moldes daquela que se propagou no final dos anos 1990.

As contradições e as assimetrias da ordem monetária e financeira mundial, com os países em desenvolvimento contribuindo para o financiamento dos países industrializados, no entanto, recolocam a importância de se retomar o debate em torno de uma reforma dessa arquitetura financeira internacional. Infelizmente, esse debate permanece circunscrito ao aperfeiçoamento dos sistemas de supervisão e regulação bancária, tendo como suporte as regras estabelecidas no *International*

---

<sup>12</sup> McCauley (2003) mostra que as captações em moeda estrangeira dos países asiáticos pagam juros 3%–4% acima daqueles recebidos pelos estoques de reservas (aplicados em bônus dos Tesouros ou das corporações dos países desenvolvidos), dada a assimetria de risco.



*Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, desenvolvido pelo *International Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices* (Comitê de Basileia), em 1988.

Esse acordo previa a harmonização internacional das regulamentações relativas à adequação de capital dos bancos internacionais, a fim de manter a estabilidade do sistema financeiro internacional e reduzir uma fonte de desigualdade competitiva entre os bancos internacionais. O Acordo recomendava que os bancos observassem diretrizes uniformes de adequação de capital que viessem ao encontro dos critérios prudenciais considerados apropriados ao ambiente mais liberalizado, e que levassem em conta os riscos associados ao crescente envolvimento nas atividades *off-balance-sheet*. Para esse propósito foi fixada uma meta global mínima de 8% para a relação entre o capital e a soma dos ativos e das transações não-registradas no balanço, ponderados pelos respectivos riscos.

Não apenas os países industrializados adotaram-no de forma muito mais generalizada do que o previsto, mas também o fizeram praticamente todos os outros países considerados desenvolvidos e um grande número de países em desenvolvimento (no caso da Europa Ocidental, os coeficientes de capital passaram a ser exigidos inclusive de instituições voltadas para outros segmentos do mercado financeiro). No final da década de 1990, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial tornaram a adesão ao acordo um dos elementos centrais na avaliação da solidez financeira dos países membros nos programas de Padrões de Disseminação de Dados e Códigos de Boas Condutas.<sup>13</sup>

Em junho de 1999, o Comitê da Basileia apresentou uma proposta de reformulação das regras de ponderação de risco do Acordo de 1988, *A new capital adequacy framework*, que pretende refletir de forma mais precisa o modo como os bancos avaliam seus riscos e alocam internamente o capital. Ficava cada vez mais evidente, que o Acordo de Basileia I (1988) definia estratégias regulatórias voltadas exclusivamente para o risco de crédito bancário, deixando lacunas relevantes, como a ausência de regras prudenciais para a atuação crescente dos bancos nos mercados de títulos. Na verdade, estimulou que os bancos modificassem seus conjuntos de produtos e serviços, favorecendo a participação nos mercados de títulos, sobre a qual não incidia quaisquer obrigações de natureza regulatória. Em resumo, ao punir, com medidas regulatórias, as atividades de crédito bancário, deixando livre as operações nos mercados de títulos, o Acordo de 1988 desencadeou reações dos bancos no sentido de minimizarem seus custos operacionais, privilegiando a participação nos processos de securitização. Nesse movimento, os bancos internacionais foram se constituindo cada vez mais em bancos universais ou “supermercados de serviços financeiros”, desenvolvendo um amplo conjunto de atividades complexas e diversificadas.<sup>14</sup> Vale dizer, o próprio funcionamento do sistema induziu a concentração e a universalização das instituições bancárias.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Carvalho, Fernando J. Cardim de. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos Acordos de Basileia. In: Sobreira, Rogério (Org.). *Regulação financeira*. Rio de Janeiro: Editora Atlas, 2005.

<sup>14</sup> A expressão *financial supermarkets* (“supermercados de serviços financeiros”) foi utilizada pelo BIS, para caracterizar o conjunto de serviços financeiros – empréstimos, depósitos, bônus, cartões de créditos e seguros – que passaram a ser oferecidos pelos bancos.

<sup>15</sup> Farhi, Maryse. *Novos instrumentos e práticas na finança internacional*. Campinas: Instituto de Economia/São Paulo: Fapesp, 2002. (Relatório de Pesquisa de Pós-doutoramento).

A nova proposta está apoiada em três pilares: requerimento de capital mínimo, supervisão da adequação de capital e fortalecimento da disciplina de mercado.<sup>16</sup> Dessa forma, o Comitê da Basileia considera que a segurança e a higidez do sistema financeiro internacional somente podem ser obtidas com a combinação de supervisão, disciplina de mercado e efetiva administração interna dos bancos. De acordo com essa visão, a racionalidade do novo acordo apóia-se na necessidade de construir um arcabouço de regras mais amplo e flexível, que se ajustaria aos novos produtos financeiros, e com mais sensibilidade aos riscos. Portanto, mais adequado às transformações dos mercados financeiros e das práticas de supervisão e gestão. Há diversos estudos preliminares que indicam que o novo acordo pode restringir os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento,<sup>17</sup> uma vez que reforçaria a natureza pro-cíclica do sistema bancário, bem como aprofundaria a seletividade dos tomadores de créditos, excluindo os devedores de maiores riscos.

---

<sup>16</sup> Ver, Freitas, M. Cristina Penido e Prates, Daniela Magalhães. Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das do comitê da Basileia sobre os países periféricos. In: Ferraz, Joao Carlos; Crocco, Marcos e Elias, Luis Antonio (Org.). *Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições*. São Paulo: Editora Futura, 2003. p. 234-261; Mendonça, Ana Rosa Ribeiro de. *Os Acordos da Basileia: uma avaliação do novo formato da regulação bancária*. Tese (Doutoramento). Instituto de Economia/Unicamp, Campinas, 2002.

<sup>17</sup> Ver, Griffith-Jones, S.; Segoviano, Miguel Ángel e Spratt, S. Basilea II: los países en desarrollo y la diversificación de la cartera. *Revista de la Cepal*, Santiago, n. 83, ago. 2004; Griffith-Jones, S. e Spratt, S. *Will the proposed new Basel Capital Accord have a net negative effect on developing countries*. Brighton: Institute of Development Studies, University of Sussex; Goodhart, C. e Segoviano, M. *Basel and procyclicality: a comparison of the standardised and IRB approaches to an improved credit risk method*. London, LSE, Financial Markets Group Research Center, 2005. Disponível em: <<http://www.fmg.lse.ac.uk/index.php>>.