

## A VOLATILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E A VULNERABILIDADE DAS ECONOMIAS NACIONAIS

Reinaldo Gonçalves  
Dezembro/96

### INTRODUÇÃO

A transmissão internacional dos ciclos econômicos tem sido historicamente um importante determinante da desempenho das economias nacionais. A evolução da produção, emprego, renda e outras variáveis econômicas em um país qualquer é sempre influenciada pelo que ocorre no cenário internacional, sendo que os problemas decorrem da natureza, extensão e intensidade dos eventos externos. De um modo geral, o impacto dos ciclos internacionais sobre cada país é diretamente proporcional ao grau de abertura econômica ou de internacionalização da produção desse país e inversamente proporcional à capacidade do governo de implementar políticas de prevenção ou de resistência na economia nacional. O registro da história mostra, por exemplo, que as economias primário-exportadoras da América Latina tinham sua evolução determinada, em grande medida, pelos acontecimentos no cenário internacional e, em particular, pela evolução econômica dos países que estão no centro do sistema econômico mundial e dos mercados de *commodities*. Por outro lado, a experiência recente de países do Sudeste Asiático mostra que políticas nacionais ativas podem neutralizar, se não totalmente, pelo menos em grande medida, os efeitos de eventos externos adversos.

Nas últimas duas ou três décadas a questão da transmissão internacional de ciclos econômicos adquire uma nova dimensão, que ultrapassa a esfera produtiva, e passa a incorporar uma dimensão estritamente financeira. O que ocorre de forma cada vez mais evidente é que mudanças no sistema financeiro internacional passam a influenciar o desempenho das economias nacionais, principalmente, aquelas com maior escassez relativa de capital e fragilidade estrutural ou crônica nas contas externas.

Entretanto, cabe destacar que o aspecto mais marcante do passado recente é que o comportamento dos fluxos financeiros internacionais, no lugar de flutuações cíclicas marcadas por amplitudes com alguma previsibilidade, passa a se caracterizar crescentemente por flutuações erráticas, movimentos abruptos, mudanças imprevistas e trajetórias instáveis. De fato, o sistema financeiro internacional adquire o atributo do que se transforma facilmente e muda rapidamente, isto é, do que é volátil.

Que relação existe entre volatilidade do sistema financeiro internacional e a vulnerabilidade externa das economias nacionais?; Quais são os determinantes principais da volatilidade do sistema financeiro internacional?; De que forma ela se manifesta nos principais mercados?; Porque e através de que mecanismos as economias nacionais adquirem vulnerabilidade financeira externa? E, finalmente, que diferentes concepções e soluções podem ser apresentadas para esse problema?

### 1. VOLATILIDADE E VULNERABILIDADE

O sistema financeiro internacional tem como função promover a mobilidade de capital com múltiplos objetivos, a saber, alocação de recursos em nível mundial, ajuste das contas externas, financiamento do crescimento econômico, negociação de moeda estrangeira e financiamento das transações comerciais<sup>1</sup>. Os principais atores ou operadores diretos do sistema financeiro

<sup>1</sup> Cabe distinguir o sistema financeiro internacional do sistema monetário internacional. Nesse último os principais atores são os governos dos países desenvolvidos, responsáveis pelas moedas-chaves do sistema internacional de pagamentos e pelas políticas macroeconômicas (políticas monetária e cambial) que afetam mais diretamente o sistema econômico mundial. No que se refere à questão monetária internacional, é necessário que haja um sistema de taxas de câmbio relativamente estável, mecanismos eficazes de ajuste dos desequilíbrios de balanço de pagamentos, e nível de liquidez internacional compatível com o volume de negócios na economia mundial. O Fundo Monetário Internacional foi criado em Bretton Woods para desempenhar um papel importante nessas questões;

internacional são as agências nacionais de financiamento ao comércio exterior, os organismos financeiros multilaterais, os bancos e as instituições financeiras não-bancárias (corretoras, bancos de investimento). Naturalmente, há outros agentes econômicos importantes, tais como os governos, as empresas transnacionais e os investidores institucionais (e.g., fundos de pensão e companhias de seguros), que têm um papel de destaque no sistema financeiro internacional, ainda que não sejam operadores diretos do sistema.

A volatilidade do sistema financeiro internacional afeta não somente a realização dos objetivos próprios desse sistema, como também tem efeitos macroeconômicos importantes sobre os países. Ademais, ~~esses~~ efeitos acabam levando a alterações nas políticas macroeconômicas que, por seu turno, quando mudam os preços relativos, o nível e a composição dos agregados econômicos, têm impacto microeconômico também significativo. Ao fim e ao cabo, a volatilidade do sistema financeiro internacional cria um problema de vulnerabilidade externa para as economias nacionais.

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos<sup>2</sup>. Assim, a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.

O processo de globalização tem, sem dúvida alguma, levado a um sistema mais complexo de interdependências entre economias nacionais. Entretanto, esse sistema complexo de interdependências continua significativamente assimétrico, de tal forma, que pode-se falar de "vulnerabilidade unilateral" por parte da grande maioria de países do mundo que têm uma capacidade mínima de repercussão em escala mundial. Isto é, um país que tem vulnerabilidade unilateral é muito sensível frente a eventos externos e sofre de forma significativa as consequências de mudanças no cenário internacional, enquanto os eventos domésticos desse país tem impacto nulo ou quase nulo sobre o sistema econômico mundial. De um modo geral, os países em desenvolvimento têm como atributo a vulnerabilidade externa que, de fato, tem sido parte integrante do processo histórico ~~(des) dos~~ países; inclusive, aqueles que se livraram formalmente, há mais de um século, de laços coloniais.

O aumento extraordinário da volatilidade do sistema financeiro internacional ao longo das últimas duas ou três décadas tem significado, de fato, uma maior vulnerabilidade externa, principalmente, dos países em desenvolvimento, que têm problemas crônicos e estruturais de desequilíbrios nas contas externas. Como resultado, ~~esses~~ países passam a se defrontar com incertezas críticas de crescente importância relacionadas ao comportamento futuro dos fluxos financeiros internacionais, que serão cada vez mais determinantes das trajetórias e dos cenários para o futuro ~~des) dos~~ países.

Ademais, cabe destacar que o sistema financeiro internacional apresenta um conjunto específico de riscos que podem ser classificados da seguinte forma: risco de crédito; risco de mercado; risco de liquidação; risco de liquidez; risco operacional; risco legal; e risco sistêmico<sup>3</sup>.

O risco de crédito significa a incapacidade do devedor de cumprir com as suas obrigações, isto é, quando o devedor torna-se insolvente. O risco de mercado representa perdas decorrentes de queda no preço dos ativos. O risco de liquidação manifesta-se no descompasso no tempo entre uma operação de crédito e uma de débito, isto é, a contrapartida de uma operação não ocorre. O risco de liquidez é a falta temporária de recursos para saldar um débito. O risco operacional decorre de falha de controle ou de gerenciamento adequado das transações financeiras. O risco legal surge como resultado de imperfeições nos mecanismos jurídico e institucional que balizam as

porém, a história do FMI aponta claramente para um papel cada vez mais insignificante no sistema monetário internacional, principalmente, após a criação do G-7 em meados dos anos 70.

<sup>2</sup> R. J. Jones, *Globalisation and Interdependence in the International Political Economy*, London, Pinter Publishers, 1995, p. 7.

<sup>3</sup> UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1995, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 1995, p. 99-101.

transações. Finalmente, o risco sistêmico ocorre quando o sistema financeiro internacional tem o seu funcionamento paralisado por um evento desestabilizador grave.

Deve-se observar que há uma interação entre os diferentes tipos de risco e, inclusive, é essa interação que pode gerar um risco sistêmico. A questão relevante, aqui, é que o sistema financeiro internacional tem um conjunto específico de riscos não-desprezíveis, que configuram a volatilidade marcante desse sistema e, como resultado, as economias nacionais defrontam-se com um problema de vulnerabilidade externa.

A importância do tema da vulnerabilidade externa é destacado em documento recente do BID sobre a América Latina, e é sintetizado da seguinte forma: "o problema de política que enfrenta a região não é fundamentalmente o gerenciamento da escassez no médio e longo prazo de fluxos de capitais, mas sim lidar com a natureza altamente volátil desses fluxos. Fluxos elevados de capitais externos serão provavelmente uma característica importante do cenário financeiro internacional no futuro previsível, porém, esses fluxos provavelmente permanecerão altamente voláteis."<sup>4</sup>

## 2. CAUSAS DA VOLATILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

A atual volatilidade do sistema financeiro internacional pode ser explicada pela interação de três conjuntos de fatores. O primeiro refere-se ao desenvolvimento do mercado de Euromoedas nos anos 60 e sua extraordinária expansão por mais de duas décadas. O mercado de euromoedas permitiu aos bancos, assim como às empresas transnacionais, escaparem das restrições existentes nos sistemas financeiros nacionais em geral, e das limitações de operações em dólar impostas pelo Federal Reserve Board dos Estados Unidos em particular. Como resultado, o mercado de euromoedas facilitou a expansão extraordinária dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo e especulativos e, portanto, a volatilidade do sistema financeiro internacional<sup>5</sup>.

O segundo envolve uma série de "não-decisões" ou falhas de decisão por parte dos governos dos países avançados no que se refere à evolução do sistema monetário internacional após a ruptura do sistema de Bretton Woods em 1971. Essas "não-decisões" referem-se, principalmente, à incapacidade dos países desenvolvidos de estabelecerem um novo sistema monetário internacional e, portanto, a existência de um "não-sistema" monetário internacional desde então. Dentre as questões de maior importância pode-se mencionar a falta de disciplina ou de regulação do mercado internacional de moedas e a inexistência de regras quanto ao funcionamento do sistema internacional de taxas de câmbio. Ademais, os "gerentes" dos sistema monetário internacional foram incapazes de criar mecanismos de transferência de recursos após a crise do petróleo nos anos 70, que gerou um desequilíbrio extraordinário no cenário internacional colocando, de um lado, países superavitários, exportadores de petróleo, e, do outro, países deficitários, importadores de petróleo. Nesse sentido, o mercado internacional de capitais, com destaque para o mercado de euromoedas, mostrou-se um alocador ineficiente tendo em vista a eclosão da crise da dívida externa nos anos 80, quando um grande número de países em desenvolvimento tiveram problemas de liquidez ou de solvência, e cujas consequências são observadas até hoje.

O terceiro conjunto de fatores que tem gerado maior volatilidade do sistema financeiro internacional refere-se ao fenômeno da globalização financeira, principalmente, a partir de início dos anos 80. Esse fenômeno é entendido como a interação de três fenômenos, que operando simultaneamente, configuram uma nova situação no cenário internacional. O primeiro consiste na expansão extraordinária dos fluxos financeiros internacionais como resultado dos processos de desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, das inovações tecnológicas vinculadas à telemática que baratearam enormemente as transações financeiras internacionais, e a criação de novos produtos financeiros como resposta à volatilidade das taxas de câmbio e de juros. O segundo refere-se à maior concorrência no sistema financeiro internacional envolvendo, por um

<sup>4</sup> M. Gavin, R. Hausmann e Leonardo Leiderman, "The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues", em *Volatile Capital Flows. Taming their impact on Latin America*, Washington D.C., Inter-American Development Bank, 1996, p. 29.

<sup>5</sup> Herman Van der Wee, *Histoire Économique Mondiale, 1945-1990*, Louvain, Academia Duculot, 1990, p. 415-418.

lado, os bancos e, por outro, as instituições financeiras não-bancárias. O terceiro envolve a maior integração entre os sistemas financeiros nacionais como resultado da liberalização cambial, redução dos controles sobre o movimento internacional de capitais e mudanças nas estratégias de diversificação de portfólio dos investidores institucionais (e.g., fundos de pensão, fundos de *hedge*, companhias de seguros) dos países desenvolvidos, que passaram a uma diversificação geográfica mais ousada.

### 3. DETERMINAÇÃO DA VOLATILIDADE NOS DIFERENTES MERCADOS

O sistema financeiro internacional é composto, na realidade, de um conjunto de mercados que operam instrumentos ou ativos específicos. Correndo o risco de uma simplificação exagerada, pode-se classificar esses mercados da seguinte forma: títulos; ações; empréstimos e financiamentos; moedas; e derivativos<sup>6</sup>.

A dinâmica de cada um desses mercados é influenciada por fatores que, além de não serem necessariamente os mesmos, podem ter um peso relativo diferente. Pelo lado da oferta, a disponibilidade de recursos financeiros internacionais depende, principalmente, das políticas econômicas dos países desenvolvidos (com destaque para as políticas monetária e cambial), assim como do desempenho macroeconômico desses países<sup>7</sup>. Ademais, o mercado financeiro internacional tem uma "autonomia relativa" na medida em que a globalização financeira adquire uma dinâmica própria, independente das políticas governamentais. Nesse sentido, as expectativas dos agentes econômicos, bancários e não-bancários, desempenha um papel fundamental em cada um dos mercados.

Ainda pelo lado da oferta, os financiamento de exportações dos países desenvolvidos depende de decisões autônomas por parte dos governos desses países. O mesmo ocorre, em grande medida, com as linhas de financiamento das instituições multilaterais, com destaque para o sistema do Banco Mundial.

Pelo lado da demanda, o nível de atividade econômica é um fator primário. As políticas macroeconômicas dos países desenvolvidos, com destaque para as taxas de juros, também são variáveis determinantes. Ademais, a necessidade de ajustes nas contas externas, independentemente do desempenho da economia mundial e da evolução de taxas de juros e *spreads*, funciona como variável importante na determinação da demanda por capitais internacionais.

No que se refere tanto ao lado da oferta como da demanda no mercado internacional de capitais, conforme foi destacado na discussão acima sobre as causas da globalização financeira, há um conjunto importante de fatores de natureza institucional (desregulamentação), tecnológica (telemática e inovações financeiras) e sistêmica (e.g., concorrência) que influenciam a volatilidade do mercado.

Outrossim, deve-se notar que, no que se refere à determinação sistêmica, há um processo importante de *financiarização* caracterizado pela diversificação dos grupos industriais na direção dos ativos financeiros. Aqui não se trata da otimização do fluxo de capitais das grandes empresas transnacionais, mas sim de uma nova dimensão financeira na atuação das empresas transnacionais, com origem na indústria, que passam, inclusive, a ter seus próprios bancos e tornam-se um agente ativo da globalização financeira<sup>8</sup>. Nesse sentido, cabe mencionar que as ondas recentes de fusão e aquisição (transfronteiriça ou restrita à economia doméstica) têm se beneficiado não somente de recursos próprios das empresas (lucros retidos e reservas), como também da mobilização de fundos no mercado internacional de capitais.

<sup>6</sup> O mercado de seguros e o mercado de ouro físico também poderiam ser incluídos nessa classificação. A diferença fundamental é que o mercado financeiro *stricto sensu* envolve a transferência de um direito na forma de um ativo financeiro, enquanto no mercado de seguros isso não ocorre visto que a transação é de compra de um serviço específico (relativo a não-fatores) de proteção contra riscos e incertezas. No caso do ouro a transação conclui-se com a posse de um ativo real.

<sup>7</sup> A "pressão de demanda doméstica" por capital nos países desenvolvidos significa, em princípio, uma menor disponibilidade de recursos para aplicação no sistema internacional. Nesse sentido, o capital é uma mercadoria como outra qualquer.

<sup>8</sup> F. Chesnais, *La Mondialisation du Capital*, Paris, Syros, 1994, capítulo 11.

A volatilidade do sistema financeiro internacional depende, assim, da interação de um conjunto de fatores complexos que operam em diferentes dimensões (institucional, tecnológica, sistêmica, estratégica e de política econômica). Ademais, distintos mercados financeiros são afetados de forma diferente por esses fatores. Passemos, agora, à discussão da evolução recente dos principais mercados financeiros, dando destaque para a questão da volatilidade.

#### 4. VOLATILIDADE EM DIFERENTES MERCADOS

O fenômeno da globalização financeira manifesta-se com a expansão extraordinária dos fluxos financeiros internacionais. Nos últimos dez anos o volume de recursos quadruplicou, passando de US\$ 395 bilhões em 1987 para US\$ 1597 bilhões em 1996 (TABELA 1). Deve-se notar que os dados agregados não mostram nenhum movimento de mudança abrupta. De fato, o destaque fica no contraste entre a relativa estabilização dos fluxos no período 1987-90 e a expansão significativa desde 1991. Entretanto, a questão da volatilidade dos fluxos financeiros internacionais fica evidente quando se analisa a evolução de diferentes mercados financeiros e de distintos grupos de países receptores.

##### A. BÔNUS E TÍTULOS

Na última década o mercado de bônus tem se tornado a mais importante fonte de financiamento internacional. A TABELA 1 mostra que a emissão internacional de bônus quadruplicou nos últimos dez anos, visto que aumentou de US\$ 180 bilhões em 1987 para cerca de US\$ 700 bilhões em 1996. Os dados da tabela mostram também uma nítida e firme tendência de crescimento, apesar de flutuações por vezes significativas. Por exemplo, em 1994 o mercado internacional de bônus sofreu uma queda de 11% no volume de negócios como resultado da turbulência criada pelo aumento das taxas de juros norte-americanas<sup>9</sup>.

O mercado de bônus voltou a sofrer nova turbulência no final de 1994 quando da crise do México que, entre outras implicações, deixou países como o Brasil e a Argentina fora do mercado internacional de bônus durante os primeiros meses de 1995. Para ilustrar, no primeiro trimestre de 1994 os países em desenvolvimento colocaram bônus no mercado internacional no valor de US\$ 19 bilhões, enquanto no primeiro trimestre de 1995 a emissão total desses países foi de um-quarto desse valor, isto é, US\$ 4.8 bilhões<sup>10</sup>. O Brasil, que havia emitido US\$ 1.2 bilhões no primeiro trimestre de 1994, um ano depois só conseguiu colocar bônus no valor de US\$ 50 milhões, enquanto a Argentina, que havia emitido US\$ 1.5 bilhões no primeiro trimestre de 1994, não conseguiu colocar um único bônus no primeiro trimestre de 1995<sup>11</sup>.

A volatilidade no mercado de bônus fica também por conta da flutuação das taxas de retorno (*yields*)<sup>12</sup>. Os *yields* dos bônus têm mostrado uma significativa volatilidade nos últimos anos como decorrência, principalmente, das flutuações das taxas de juros reais de curto prazo e do grau de exposição de participantes no mercado internacional de bônus<sup>13</sup>.

O mercado de euronotas mostra uma trajetória similar à do mercado de bônus, ainda que as flutuações observadas pareçam mais marcantes. De fato, esses dois mercados têm um grau de convergência muito significativo na medida em que os bônus e as Euronotas de médio prazo têm

<sup>9</sup> A taxa média de juros sobre títulos do Banco Central norte-americano aumentou de 3.2% em 1993 para 4.2% em 1994. Ver, IMF, *International Financial Statistics. Yearbook*, International Monetary Fund, Washington DC, 1995, p. 779.

<sup>10</sup> IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, Washington DC, International Monetary Fund, 1995, Tabela A1, p. 42.

<sup>11</sup> *Ibid.*

<sup>12</sup> O *yield* é, geralmente, calculado como o diferencial entre a taxa de retorno (taxa de juros corrigida pela taxa de desconto sobre o valor de face) do bônus e a taxa de retorno para títulos do Tesouro norte-americano com maturidade equivalente. O *yield* é expresso em pontos-base (centésimos de ponto) ou pontos percentuais.

<sup>13</sup> As expectativas inflacionárias e as taxas de juros de longo prazo parecem ter sido determinantes menos importantes da volatilidade dos *yields* dos bônus nos últimos anos. Ver, IMF, *International Capital Markets*, Washington DC, International Monetary Fund, 1996, op. cit., p. 52-53.

maturidade similares<sup>14</sup>. Nesse sentido, a contração do mercado de bônus em 1994 e a turbulência nos primeiros meses de 1995 fizeram com que países, principalmente os países em desenvolvimento, redirecionassem sua captação de recursos para o mercado de Euronotas. A expansão desse mercado em 1994-95 reflete, em certa medida, a contração do mercado internacional de bônus.

## B. AÇÕES

O fluxo de investimento de portfólio inclui, além da emissão de bônus e ações no mercado internacional, a compra de ações e ativos financeiros (títulos do governo, debêntures, renda fixa, etc) nas economias nacionais por parte de não-residentes<sup>15</sup>. Essa última forma de investimento tem se constituído num mecanismo de importância crescente na captação de recursos externos pelos países em desenvolvimento (pelo menos aqueles conhecidos como "mercados emergentes"). Dados para os países em desenvolvimento em 1995 mostram que, enquanto o valor total das emissões internacionais de ações foi de aproximadamente US\$ 11 bilhões, o investimento externo de portfólio nesses países chegou a US\$ 25 bilhões<sup>16</sup>.

Os dados da TABELA 2 apresentam informações agregadas para os fluxos de investimento externo de portfólio nos países em desenvolvimento no período 1990-95. Nessa tabela fica evidente a significativa volatilidade do investimento de portfólio, principalmente, na América Latina. Nessa região o fluxo líquido de investimento externo de portfólio aumentou de US\$ 11 bilhões em 1991 para US\$ 52 bilhões em 1993 e, após a crise do México, baixou para US\$ 10 bilhões em 1995.

No caso da América Latina a volatilidade dos fluxos internacionais de capitais manifestou-se em todos os principais mercados. Na TABELA 3 verifica-se essa volatilidade na emissão internacional de bônus e ações. Com relação à compra de ações nos mercados de capitais da América Latina por não-residentes, os dados da CEPAL mostram que de fluxos praticamente inexistentes no final dos anos 80, a região recebeu investimentos de portfólio na forma de ações de US\$ 8 bilhões em 1992, US\$ 25 bilhões em 1993 e US\$ 10 bilhões em 1994<sup>17</sup>.

De fato, nos últimos anos tem aumentado o número de fundos mútuos de investimento externo nos mercados emergentes<sup>18</sup>. Dados publicados pelo FMI mostram que o patrimônio total dos fundos estrangeiros de ações nos mercados emergentes aumentou de US\$ 29 bilhões em 1992 para US\$ 109 bilhões em 1995, sendo que nesse período o número de fundos aumentou de 449 para 1254<sup>19</sup>.

## C. EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS

O mercado bancário de empréstimos ficou durante mais de uma década sob o impacto da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento. Os dados da TABELA 1 mostram que entre 1988 e 1993 os empréstimos bancários internacionais ficaram relativamente estáveis girando em torno dos US\$ 120 bilhões anuais. Na primeira metade década de 90 a captação total dos países em desenvolvimento apresentou um elevado grau de volatilidade (TABELA 4), tendo oscilado em torno de uma média de cerca de US\$ 25 bilhões. Além da volatilidade, a captação

<sup>14</sup> UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1995, op. cit., p. 21.

<sup>15</sup> Essa interpretação é encontrada, por exemplo, no relatório do FMI (*International Capital Markets*, 1995, op. cit., p. 35). No que se refere aos bônus parece ser mais conveniente incluí-los como um instrumento de financiamento, como o faz, por exemplo, o Banco Central do Brasil nas suas estatísticas.

<sup>16</sup> UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1996, Genebra, United Nations Conference on Trade and Development, 1996, p. 29.

<sup>17</sup> CEPAL, *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, Santiago, Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1995, Tabela 2, p. 37.

<sup>18</sup> Esses fundos nos mercados emergentes recebem diferentes denominações, a saber, *mutual funds*, *open-end mutual funds*, e *closed end mutual funds*.

<sup>19</sup> IMF, *International Capital Markets*, 1996, op. cit., Tabela 31, p. 102.

por parte dos países da América Latina tem sido desprezível, e praticamente nula no caso de vários países, inclusive o Brasil.

Entretanto, a questão da volatilidade nesse mercado tem se manifestado, após a extraordinária e dramática contração nos anos 80, pela evolução dos *spreads*. Os dados da TABELA 4 mostram que, por exemplo, os *spreads* no mercado de euromoedas para os países em desenvolvimento apresentam uma nítida tendência de aumento no período 1991-95, enquanto nesse mesmo período a tendência para os países desenvolvidos parece ser de queda.

No que se refere aos créditos à exportação para exportação, os dados da TABELA 5 também mostram uma significativa volatilidade de fluxos nos últimos anos. A evolução desses fluxos depende, sobretudo, do desempenho macroeconômico dos tomadores de recursos e das suas relações com os países emprestadores e suas agências de crédito à exportação. A evolução dos custos e termos dos financiamentos ao comércio pelas agências têm sido um determinante importante do comportamento dos fluxos de créditos à exportação<sup>20</sup>.

Com relação aos recursos financeiros provenientes de instituições financeiras multilaterais, os dados da TABELA 6 mostram uma certa estabilidade tanto dos fluxos brutos quanto dos fluxos líquidos nos últimos anos. Contudo, no que se refere à América Latina, os dados mostram um comportamento significativamente errático dos desembolsos. Além da volatilidade dos fluxos líquidos, o que se observa é que o desembolso líquido para a região sofre uma queda importante, de uma média anual de US\$ 4.9 bilhões em 1980-84 para US\$ 1.4 bilhões em 1990-94.

De fato, as instituições financeiras tornaram-se, para o conjunto dos países em desenvolvimento, uma fonte inexpressiva de financiamento<sup>21</sup>. Na realidade, os recursos disponíveis e os desembolsos das instituições financeiras multilaterais estão, em grande medida, condicionados pelas políticas externas dos países desenvolvidos.

#### D. MERCADO DE MOEDAS

O mercado internacional de moedas tem uma importância fundamental para o sistema financeiro internacional ainda que *stricto sensu* esse mercado não transacione ativos financeiros e sim ativos monetários. Os principais mercados internacionais de moeda são Londres, Nova York e Tóquio que respondem por mais da metade das transações. Nesse mercado o dólar representa cerca de 40% de todas as transações, enquanto o marco alemão e o iene japonês respondem por 14% e 12%, respectivamente do total de transações de moeda<sup>22</sup>.

Os dados da TABELA 7 mostram que o volume diário das transações no mercado de moedas aumentou de US\$ 718 bilhões em 1989 para US\$ 1572 bilhões em 1995, sendo que essa duplicação representa uma taxa média anual de crescimento de aproximadamente 14%. Cabe mencionar aqui que esse valor de quase US\$ 1.6 trilhões nas transações diárias no mercado internacional de moedas é significativamente maior do que o segundo mais importante mercado financeiro, que é o de títulos do governo dos Estados Unidos. O volume diário de transações de títulos do governo norte-americano era de US\$ 175 bilhões, enquanto o volume diário das dez maiores bolsas de valores do mundo era de US\$ 42 bilhões.

No mercado de moedas são determinadas as taxas de câmbio e, portanto, a evolução desse mercado é determinante dos preços relativos dos ativos financeiros denominados em diferentes moedas. Nesse sentido, a volatilidade das taxas de câmbio tem sido um fator determinante na criação de novos instrumentos e mercados financeiros.

A extraordinária expansão do mercado de derivativos financeiros nos últimos anos é explicada, em grande medida, pela volatilidade de variáveis-chaves do sistema monetário internacional, a saber, taxas de câmbio e taxas de juros. Como exemplo mais recente, a

<sup>20</sup> UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1995, *op. cit.*, p. 23.

<sup>21</sup> Naturalmente, o que é válido para o todo não necessariamente é verdadeiro para as partes. Para alguns países em desenvolvimento, principalmente, aqueles com níveis muito baixos de renda os desembolsos das instituições multilaterais podem ser uma fonte significativa de recursos externos.

<sup>22</sup> IMF, *International Capital Markets*, 1996, *op. cit.*, p. 123.



volatilidade da taxa de câmbio dólar-iene no início de 1995 foi o principal fator da expansão das operações de derivativos de taxa de juros e moedas<sup>23</sup>.

A relação entre os sistemas monetário e financeiro internacional é de causalidade mútua. Para ilustrar, volatilidade do mercado de bônus no início de 1994 foi influenciada pela evolução da taxa de juros nos Estados Unidos, assim como pelas expectativas no que se refere à inflação e à taxa de câmbio do dólar com relação à outras moedas-chaves do sistema monetário internacional. A queda de preços dos bônus nos EUA levou ao redirecionamento de capitais para a Europa o que, por conseguinte, levou ao enfraquecimento do dólar e a expectativas de manutenção de taxas de juros mais elevadas nos EUA. Essas expectativas afetaram adversamente o mercado de bônus nos EUA e, portanto, reforçou o processo de enfraquecimento do dólar. Assim, mudanças na política monetária norte-americana afetaram o mercado internacional de bônus em 1994, gerando uma significativo volatilidade nesse mercado.

Ainda para ilustrar a relação entre a questão monetária (em particular, a taxa de juros) e a financeira internacional, cabe mencionar que mais recentemente verificou-se uma mudança marcante no sistema financeiro internacional, no chamado mercado de bônus denominados em iene (*Samurai bonds* ou *Euroyen bonds*)<sup>24</sup>. A desregulamentação do mercado de capitais japonês e a baixa taxa de juros em vigor no Japão foram determinantes para a expansão desse mercado, que a partir de 1991 tem sido utilizado, em grande parte, pelos países em desenvolvimento.

## E. DERIVATIVOS

No que se refere especificamente à questão da volatilidade das taxas de câmbio e do mercado de moedas, os agentes econômicos podem se proteger operando nos mercados futuro e de derivativos. Entretanto, essa proteção nem sempre é completa, além de possuir um custo, nem sempre acessível para agentes econômicos nos países em desenvolvimento. Ademais, os problemas decorrentes da volatilidade da sistema financeiro que geram vulnerabilidade externa para os países manifestam-se através de mecanismos macroeconômicos e microeconômicos para os quais não há operações de *hedge*. O *hedge* para os países consiste, de fato, na redução da vulnerabilidade externa frente à volatilidade do sistema financeiro internacional.

Deve-se observar que a expansão mais expressiva assim como o maior potencial de risco têm se verificado nos mercados futuro e de derivativos. Vale mencionar, aqui, que no conjunto do mercado de derivativos (considerando o valor nominal total dos contratos de US\$ 47.6 trilhões em março de 1995), as transações envolvendo taxas de juros são, de longe, as mais importantes visto que representaram mais de 61% do mercado, seguidas pelas transações de moedas (37% do mercado).<sup>25</sup> Os derivativos de ações respondiam por 1.3% do mercado e os derivativos de *commodities* no valor de US\$ 350 bilhões representavam 0.7% do valor total dos contratos de derivativos<sup>26</sup>.

Os mercados de derivativos, ainda que não sejam fonte direta de recursos para os países em desenvolvimento, têm uma influência marcante sobre o sistema financeiro internacional na medida em que eles afetam a atuação dos agentes econômicos internacionais, sua alocação de recursos em escala global e o uso de diferentes instrumentos, assim como os preços dos diferentes ativos

<sup>23</sup> *Ibid*, p. 70.

<sup>24</sup> Os *Samurai bonds* são bônus denominados em iene e adquiridos por investidores no Japão, enquanto os *Euroyen bonds* também são denominados em iene, mas são negociados fora do Japão, geralmente, em Londres.

<sup>25</sup> O valor nominal refere-se ao valor de face ou valor nominal dos contratos. Esse valor é distinto do valor da operação financeira no mercado de derivativos. Segundo a definição do FMI, "o valor principal nominal é o número pelo qual as taxas de juros ou taxas de câmbio num contrato de derivativo são multiplicadas para se calcular o valor de liquidação do contrato"; ver, IMF, *International Capital Markets*, 1995, op. cit., nota de rodapé 34, p. 18. Para ilustrar, tomemos o caso de um *swap* de taxa de câmbio. O objeto de negociação é a troca de dois contratos de dívida, cada contrato denominado em uma moeda. O valor dos contratos é o valor nominal da transação, digamos, US\$ 10 milhões, enquanto no vencimento dos contratos aqueles agentes econômicos que trocaram suas dívidas somente acertam a diferença, com base na variação da taxa de câmbio. O valor de liquidação do contrato de *swap* é uma fração do valor nominal do contrato.

<sup>26</sup> IMF, *International Capital Markets*, 1996, op. cit., Tabela 16, p. 72.



financeiros. Assim, qualquer turbulência ou crise no mercado de derivativos pode repercutir diretamente sobre o sistema financeiro internacional e, por conseguinte, sobre as economias nacionais.

Os dados das TABELAS 8 E 9 mostram a expansão extraordinária do mercado internacional de derivativos de taxa de juro, moeda e índice de ações.<sup>27</sup> Enquanto o valor total das transações aumentou de US\$ 618 bilhões em 1986 para US\$ 9185 bilhões em 1995, o número de contratos negociados aumentou de 315 milhões em 1986 para 1210 milhões em 1995. E, precisamente, como resultado da expansão extraordinária do mercado de derivativos que nos últimos anos tem se ampliado e difundido a discussão sobre risco sistêmico no sistema mercado internacional.

A questão central é, então, que a expansão das transações e a integração financeira internacional podem gerar um risco sistêmico, no contexto da maior volatilidade dos mercados financeiros internacionais.

## 5. VULNERABILIDADE DAS ECONOMIAS NACIONAIS

A volatilidade do investimento internacional tem efeitos macroeconômicos importantes sobre os países. Ademais, esses efeitos acabam levando a alterações nas políticas macroeconômicas que, por seu turno, quando mudam os preços relativos, o nível e a composição dos agregados econômicos, têm impacto microeconômico também significativo. Ao fim e ao cabo, a volatilidade do investimento internacional cria um problema de vulnerabilidade externa para as economias nacionais.

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos<sup>28</sup>. Assim, a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.

O processo de globalização tem, sem dúvida alguma, levado a um sistema mais complexo de interdependências entre economias nacionais. Entretanto, esse sistema complexo de interdependências continua significativamente assimétrico, de tal forma, que pode-se falar de "vulnerabilidade unilateral" por parte da grande maioria de países do mundo que têm uma capacidade mínima de repercussão em escala mundial. Isto é, um país que tem vulnerabilidade unilateral é muito sensível frente a eventos externos e sofre de forma significativa as consequências de mudanças no cenário internacional, enquanto os eventos domésticos desse país tem impacto nulo ou quase nulo sobre o sistema econômico mundial. De um modo geral, os países em desenvolvimento têm como atributo a vulnerabilidade externa que, de fato, tem sido parte integrante do processo histórico desses países; inclusive, aqueles que se livraram formalmente, há mais de um século, de laços coloniais.

A volatilidade do investimento internacional manifesta-se para as economias nacionais com mudanças abruptas na "quantidade" e no "preço" do capital externo. Alterações de quantidade envolvem, invariavelmente, uma mudança tanto no volume como na composição dos recursos externos. As alterações de "preço" afetam as condições de captação de recursos externos, com mudanças tanto de custo como de prazo.

A vulnerabilidade externa envolve uma resistência aos efeitos negativos da volatilidade do investimento internacional. Essa resistência é exercida, geralmente, com o uso de políticas macroeconômicas tradicionais -- políticas monetária, cambial e fiscal. Outrossim, os governos

<sup>27</sup> Essas tabelas mostram dados, exclusivamente, para dois instrumentos, a saber, mercado futuro e opções, e não inclui outros derivativos importantes como, por exemplo, swaps. Em 1993 o mercado de derivativos de taxas de juros apresentou no final do ano os seguintes valores nacionais: mercado futuro = US\$ 4,9 trilhões; opções = US\$ 2,4 trilhões; e swaps = US\$ 6,2 trilhões. Ver, IMF, *International Capital Markets*, 1995, op. cit., Tabelas II.1, II.2 e II.3, p. 136-138.

<sup>28</sup> R. J. Jones, *Globalisation and Interdependence in the International Political Economy*, Londres, Pinter Publishers, 1995, p. 7.

podem usar tanto controles diretos sobre os fluxos de capital como a política comercial para enfrentar os problemas criados pela volatilidade do investimento internacional.

Mudanças abruptas no investimento internacional tendem, geralmente, a ter seus efeitos transmitidos para as economias nacionais através de três mecanismos: processo de ajuste das contas externas; impacto nas esferas monetária e financeira; e impacto sobre a dimensão real da economia.

O processo de ajuste das contas externas passa, inicialmente, pelo gerenciamento das reservas internacionais do país. Naturalmente, a turbulência no sistema financeiro internacional que afeta as fontes de financiamento externo pode no curto prazo levar ao esgotamento das reservas internacionais do país. Nesse caso, o país é forçado a implementar políticas de estabilização macroeconômica, de natureza contracionista, baseadas na redução do nível de gastos (absorção interna) e na mudança na composição dos gastos (redirecionando a produção para o mercado externo). Para isso, as políticas monetária, fiscal, cambial e comercial são os instrumentos tradicionais que afetam quantidades (volumes de produção, renda e gastos) e preços relativos (*tradeables versus non-tradeables*). A centralização do câmbio e outras medidas de controle direto sobre as contas externas são utilizadas nas situações limites, quando os países são levados, inclusive, à moratória sobre a dívida externa.

No caso oposto, quando há um excesso de liquidez internacional, a acumulação de reservas impõe um problema de controle da oferta monetária. A política de esterilização é freqüentemente utilizada o que gera, como resultado, um aumento da dívida mobiliária federal na medida em que há um diferencial entre taxas de juros externa e interna (margem de arbitragem). O acúmulo de reservas tem, assim, um custo de manutenção dado pela margem de arbitragem.

Nas esferas monetária e financeira o impacto imediato se dá no mercado de câmbio. A volatilidade do investimento internacional tende a gerar não somente uma maior instabilidade nesse mercado, como também um desalinhamento da taxa de câmbio. Numa situação de excesso de recursos externos, há uma pressão para apreciação cambial que distorce preços relativos, barateando importações e encarecendo as exportações (isto é, levando à perda de competitividade internacional).

A volatilidade financeira internacional gera uma instabilidade no sistema monetário nacional, afetando a oferta de moeda e, conseqüentemente, o volume de crédito interno. A expansão da oferta monetária pode ter repercussões sobre o nível geral de preços. Ademais, o governo é forçado a alterações abruptas na taxa de juros interna para ter uma margem de arbitragem que estabilize os fluxos financeiros internacionais. Essas alterações abruptas nas taxas de juros geram incertezas na economia que prejudicam a formação de expectativas e os planos de investimento.

A presença de não-residentes no mercado de capitais tende a aumentar a volatilidade dos preços dos ativos. O aumento extraordinário de preços de ativos pode gerar um efeito riqueza que se manifesta, por exemplo, no aumento do consumo e das importações, além de repercutir sobre os preços de outros ativos financeiros ou reais na economia. A volatilidade dos fluxos financeiros internacionais aumenta, assim, a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e reais na economia doméstica.

A vulnerabilidade externa se manifesta também quando o sistema financeiro doméstico fica com ativos e passivos denominados em moeda estrangeira. Dessa forma, aumenta-se a fragilidade do sistema financeiro nacional que, além das mudanças internas, passa a sofrer a influência e o impacto de mudanças, por vezes, abruptas no investimento internacional e torna-se mais sensível às alterações da taxa de câmbio.

No que se refere à esfera real da economia nacional, a volatilidade da taxa de câmbio tende a encurtar o horizonte dos investimentos tendo em vista riscos e incertezas, assim como os custos de transação. A maior volatilidade das taxas de juros, decorrente do impacto dos fluxos financeiros internacionais sobre a política monetária, também afetam negativamente os investimentos produtivos, visto que expectativas são alteradas com grande freqüência.

A volatilidade do investimento internacional gera alterações no padrão de comércio exterior através da taxa de câmbio. Numa situação de excesso de liquidez internacional a apreciação cambial resulta no aumento das importações e na redução das exportações, com a perda da competitividade internacional. Tendo em vista a pressão dos exportadores, os governos são

levados a fazer mudanças nas política fiscal e creditícia no sentido de criar condições compensatórias para a apreciação cambial.

Por fim, cabe ressaltar que o impacto mais direto e imediato da volatilidade do investimento internacional tem sobre a vulnerabilidade dos países é decorrente do aumento do passivo externo de curto prazo desses países. Esse aumento é o resultado da importância crescente dos fluxos de investimento de portfólio com horizonte de curto prazo ou de natureza especulativa. Dentre esses fluxos, pode-se destacar os investimentos em bolsas de valores e em títulos de renda fixa com maturidade reduzida. As aplicações em títulos negociáveis no mercado doméstico de capitais, como títulos do governo e debêntures, também caracterizam um fenômeno de vulnerabilidade financeira externa. Nesse sentido, parte substantiva dos ativos monetários das reservas internacionais fica comprometida com aplicações especulativas (que se beneficiam de elevados diferenciais de taxas de juros ou de retorno) e aplicações de curto prazo. A experiência de vários países latino-americanos no final de 1994 e nos primeiros meses de 1995, como resultado da crise do México, é o exemplo mais recente que mostra claramente o impacto da volatilidade dos fluxos financeiros internacionais sobre as políticas econômicas e sobre o desempenho das economias nacionais que apresentam vulnerabilidade financeira externa.

## 6. VOLATILIDADE E VULNERABILIDADE: DIFERENTES VISÕES

A volatilidade do mercado financeiro internacional tem crescido de tal forma que, atualmente, não se pode desconsiderar o cenário de risco sistêmico não-desprezível. A perda de poder dos governos, por seu turno, resulta da menor capacidade de influenciar variáveis macroeconômicas fundamentais, como taxa de juro e taxa de câmbio. Ademais, para os países em desenvolvimento coloca-se o problema da vulnerabilidade externa visto que esses países são "atores menores" no cenário mundial e têm uma baixa capacidade de resistência frente à volatilidade do investimento internacional.

As diferentes interpretações acerca da volatilidade do investimento internacional e seus efeitos podem ser agrupadas em sete visões distintas, a saber, liberal, diplomática, financeira, bancária, tributária, keynesiana e estado-nacional<sup>29</sup>.

Na visão liberal a volatilidade faz parte dos "custos" de um processo de globalização financeira que traz enormes benefícios. Seguindo a concepção liberal tradicional, o mercado é visto como o "alocador ótimo" no sentido de permitir aplicações onde o capital seja o mais produtivo possível. Os liberais vão além e argumentam que o mercado financeiro internacional crescentemente globalizado também funciona como um "justiceiro ótimo". Isso significa, simplesmente, que governos "bem comportados" são premiados com entrada maciça de capitais, enquanto governos "mal comportados" são punidos com saída extraordinária ou fuga de capitais. A volatilidade reflete, assim, a rapidez na premiação ou na punição via mercado.

A visão diplomática dá ênfase à cooperação internacional e envolve um certo "liberalismo qualificado", visto que percebe o mercado financeiro internacional, principalmente, como um ofertante de oportunidades, ainda que reconheça a existência de ameaças como aquelas derivadas da volatilidade. Essa visão centra esforços no sentido de ampliar a participação de países em foros internacionais que, de uma forma ou de outra, tratam de questões monetárias e financeiras internacionais. Esses foros seriam, por exemplo, BIS (Banco de Compensações Internacionais, Basileia), G-7, OECD e ONU. A idéia principal é que a troca de informações, as negociações e, eventualmente, as resoluções em foros internacionais seriam as formas apropriadas de enfrentar os graves problemas causados pela globalização e pela volatilidade financeira.

A visão financeira destaca a idéia de se criar uma *financing facility*, provavelmente, administrada pelo FMI. Essa linha de crédito funcionaria como um fundo preventivo para evitar

<sup>29</sup> Uma primeira versão dessa classificação foi apresentada em Reinaldo Gonçalves, "Globalização financeira e inserção internacional do Brasil", *Revista Brasileira de Política Internacional*, Ano 39, N° 1, 1996, p. 72-88.

que a volatilidade do investimento internacional cause graves crises. O problema central com essa forma de cooperação internacional é que, no lugar de tratar das raízes do problema de vulnerabilidade financeira externa dos países, ela acaba estimulando um padrão predatório de articulação dos países com o sistema financeiro internacional. É como se passasse a haver um seguro, que estimularia o comportamento mais ousado (ou mais irresponsável), principalmente, daqueles governos que nem mesmo temeriam o risco moral (*moral hazard*) de acesso a dinheiro fácil no mercado internacional. A maior propensão ao risco por parte dos tomadores agravaria ainda mais a volatilidade do investimento internacional.

A visão bancária enfatiza a questão da supervisão prudencial e a fiscalização por parte das autoridades monetárias nos países. O FMI tem se colocado nessa posição, que destaca a importância da eficiência do aparato regulatório das atividades financeiras em cada país. Implícito nessa visão está o entendimento acerca da dificuldade de uma intervenção coordenada no plano internacional por parte dos bancos centrais, exceto no caso de operações de resgate, que têm alcance limitado. Outrossim, enfatiza-se a necessidade de harmonização de normas operacionais de instituições financeiras nos países via, por exemplo, a universalização das recomendações do BIS.

A visão tributária defende a taxação dos fluxos financeiros internacionais, assim como as transações no mercado internacional de moedas e nos mercados de derivativos<sup>30</sup>. O argumento central é que um tributo dessa natureza reduziria o fluxos internacionais de capitais e, portanto, a volatilidade desses fluxos. Além das dificuldades técnicas de tributação de diferentes tipos de mercados e instrumentos (e.g., derivativos), deve-se levar em consideração que alguns centros financeiros internacionais poderiam não aceitar essa tributação.

A visão keynesiana destaca a influência determinante das políticas macroeconômicas dos principais países do mundo no sentido de se criar um viés deflacionário ou uma "paranóia anti-inflacionária", que acaba inchando o setor financeiro em detrimento do segmento real das economias. Os documentos da UNCTAD refletem esse tipo de visão. A pressão pela desregulamentação financeira, a expansão do mercado de derivativos e a financiarização das empresas (maior relação entre ativos financeiros e ativos produtivos) são fenômenos que resultam de políticas macroeconômicas de controle da demanda agregada e inibidoras do investimento produtivo. As políticas macroeconômicas contracionistas, principalmente as políticas monetárias restritivas, possibilitam rentabilidade sobre aplicações financeiras relativamente mais elevada do que a lucratividade de ativos produtivos. Como resultado, políticas expansionistas nas principais economias do mundo promoveriam a expansão dos investimentos produtivos em escala mundial e desestimulariam a globalização financeira e, portanto, a volatilidade do investimento internacional.

Por fim, a visão do estado-nacional, ainda que perceba a globalização financeira como um fenômeno que oferece oportunidades, enfatiza o fato de que a globalização também apresenta enormes problemas e pode ter um impacto devastador sobre países periféricos através da maior vulnerabilidade financeira externa desses países. A percepção é de que o mercado global de capitais, longe de ser um "alocador ótimo" ou um "justiciero ótimo", é, de fato, e principalmente, um poderoso mecanismo de vulnerabilidade externa, crise econômica, e de enfraquecimento do Estado-Nacional. Ademais, tendo em vista a interpenetração dos interesses financeiros internacionais com os objetivos políticos, econômicos e geopolíticos dos países hegemônicos, dificilmente pode-se imaginar que medidas mais efetivas sejam tomadas multilateralmente. Isto é, a cooperação internacional na área monetária-financeira dificilmente contemplaria os interesses de países periféricos. Nesse sentido, restaria o uso de medidas que controlassem efetivamente os fluxos internacionais de capitais a nível de cada país. A idéia central é, então, colocar restrições, principalmente, com relação aos fluxos de investimento de portfólio, que envolvem um horizonte de curto prazo ou são de natureza especulativa. Essa visão propõe, ainda, um baixo grau de liberalização cambial e, portanto, um controle efetivo e limitações restritas quanto ao funcionamento do mercado cambial, tanto no que se refere à conta de capital, como às transações internacionais de serviços.

<sup>30</sup> A proposta de James Tobin nos anos 70 (o chamado "imposto Tobin") é parte dessa visão.

TABELA 1

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL: FONTES DE FINANCIAMENTO  
(US\$ bilhões)

Fonte \ Ano	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996*
Emissão de Bônus	180.8	227.1	255.7	229.9	308.7	333.7	481.0	428.9	460.6	700.0
Euronotas	102.2	93.2	81.6	73.2	87.9	134.6	160.2	257.8	388.3	500.0
Empréstimos bancários	91.7	125.5	121.1	124.5	116.0	117.9	136.7	236.2	368.4	344.0
Emissão de Ações	20.4	9.1	14.0	14.2	23.8	25.3	36.6	44.9	41.0	53.0
Total	395.1	454.9	472.4	441.8	536.4	611.5	814.5	967.8	1258.3	1597.0

Fonte: Dados para 1987-93, IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, August 1995, Apêndice, Tabela 1, p. 189; dados para 1994-95, UNCTAD, *Trade and Development Report, 1996*, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 1996, Tabela 6, p. 28.

Nota: \* Dados preliminares, *The Economist*, December 7th, 1996, p. 97.

TABELA 2

FLUXOS DE CAPITALS PRIVADOS INTERNACIONAIS PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO  
(fluxos líquidos, em US\$ bilhões)

Fluxos	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Países em desenvolvimento</b>						
Total	45.4	153.8	130.2	173.1	152.4	181.5
Investimento externo direto	18.6	28.4	31.6	48.9	61.3	71.7
Investimento externo portfólio	18.3	36.9	47.2	89.6	50.4	37.0
Empréstimos e financiamentos	8.5	88.5	51.5	34.6	40.6	72.9
<b>América Latina</b>						
Total	17.3	24.0	54.7	64.2	48.5	48.9
Investimento externo direto	6.6	11.2	12.8	13.9	17.7	17.1
Investimento externo portfólio	17.4	11.4	17.8	51.6	17.4	10.0
Empréstimos e financiamentos	-6.6	1.5	24.0	-1.2	13.4	21.8

Fonte: IMF, "International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues", International Monetary Fund, Washington DC, September 1996, Tabela 23, p. 86.

Nota: América Latina refere-se à classificação *Western Hemisphere* do FMI.

TABELA 3

EMIÇÃO DE BÔNUS E AÇÕES NO MERCADO INTERNACIONAL  
(em US\$ bilhões)

Título \ Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995
BÔNUS: Total	226.6	297.6	333.7	500.1	462.4	501.7

Países em desenvolvimento	6.4	12.8	23.8	62.7	56.8	57.9
América Latina	2.8	7.2	12.6	28.8	18.2	23.4
Brasil	-	1.8	3.7	6.5	4.0	7.0
AÇÕES: Total	8.2	15.5	22.6	34.0	49.2	44.2
Países em desenvolvimento	1.3	5.4	9.3	11.9	18.1	11.2
América Latina	0.1	4.1	4.1	6.0	4.7	1.0
Brasil	-	-	0.1	-	1.0	0.3

Fonte: Dados para 1990-92, IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, August 1995, Apêndice, Tabelas A1 (p. 42) e A5 (p. 46); dados para 1993-95, September 1996, Tabelas 24 (p. 93) e 30 (p. 101).

TABELA 4

## EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E SPREADS

(em pontos básicos)

	1991	1992	1993	1994	1995
<b>EMPRÉSTIMOS</b>					
Países em desenvolvimento	23.2	29.7	35.2	-15.2	49.8
América Latina	4.8	-2.2	5.2	-30.0	0.3
<b>SPREADS*</b>					
Países desenvolvidos	80	86	78	59	43
Países em desenvolvimento	78	85	101	107	107
Spread médio	79	85	81	64	50

Fonte: Dados sobre empréstimos, IMF, *World Economic Outlook*, Washington DC, International Monetary Fund, October 1996, Tabela A34, p. 215 e 218; dados sobre spreads, IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, September 1996, Tabela 19, p. 74.

Nota: Spreads nos mercados de euromoedas.

TABELA 5

## CRÉDITOS À EXPORTAÇÃO PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: 1990-1995

(fluxo líquido, em US\$ bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995*
Países em desenvolvimento	7586	5900	17201	13154	18592	4658
América Latina	4543	3712	4641	4657	2642	-1935

Fonte: UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1996, Genebra, United Nations Conference on Trade and Development, 1996, Tabela 9, p. 31.

Nota: \* Dados para o primeiro semestre.

TABELA 6

## DESEMBOLSOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MULTILATERAIS, 1980-1994

(em US\$ bilhões)

	Média 1980-84	Anual 1985-89	1990	1991	1992	1993	1994
Total: Bruto	21.7	26.0	36.4	39.1	35.6	37.1	37.5
Líquido	16.8	9.1	15.4	17.7	13.8	15.2	13.7
América Latina:							
Bruto	6.6	8.5	13.8	9.9	9.2	11.5	8.8
Líquido	4.9	3.1	5.4	0.6	-0.6	1.4	0.3

Fonte: IMF, *Official Financing for Developing Countries*, International Monetary Fund, Washington DC, September 1996, Tabela 15, p. 40.

TABELA 7

## MERCADO INTERNACIONAL DE MOEDAS: MÉDIA DIÁRIA DAS TRANSAÇÕES

(principais mercados, em US\$ bilhões)

Mercado	Abril 1989		Abril 1992		Abril 1995	
	Valor	Participação %	Valor	Participação %	Valor	Participação %
Reino Unido	184.0	26	290.5	27	463.8	30
Estados Unidos	115.2	16	166.9	16	244.4	16
Japão	110.8	15	120.2	11	161.3	10
Singapura	55.0	8	73.6	7	105.4	7
Hong Kong	48.8	7	60.3	6	90.2	6
Suíça	56.0	8	65.5	6	86.5	5
Total	717.9	100	1076.2	100	1571.8	100



Fonte: IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, September 1996, Tabela 41, p. 121.

TABELA 8

## MERCADO INTERNACIONAL DE DERIVATIVOS: INSTRUMENTOS SELECIONADOS

(valor notional dos contratos em US\$ bilhões, final do ano)

Derivativo \ Ano	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Taxa de juro: Futuro	370	488	895	1201	1455	2157	2913	4943	5757	5963
Opções	147	123	279	388	600	1073	1385	2363	2624	2742
Moeda: Futuro	10	15	12	16	17	18	27	35	40	38
Opções	39	60	48	50	57	63	71	76	56	43
Índice de ações: Futuro	15	18	27	41	69	76	80	110	127	172
Opções	38	28	43	71	94	133	159	230	238	327
Total	618	730	1305	1767	2290	3519	4634	7771	8863	9185

Fonte: IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, September 1996, Tabela 12, p. 68.

TABELA 9

## MERCADO INTERNACIONAL DE DERIVATIVOS: INSTRUMENTOS SELECIONADOS

(em milhões de contratos)

Derivativo \ Ano	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Taxa de juro: Futuro	91.0	145.7	156.3	201.1	219.1	230.9	330.1	427.1	627.8	561.0
Opções	22.3	29.3	30.5	39.5	52.0	50.8	64.8	82.9	116.7	225.5
Moeda: Futuro	19.9	21.2	22.5	28.2	29.7	30.0	31.3	39.0	69.7	98.3
Opções	13.0	18.3	18.2	20.7	18.9	22.9	23.4	23.8	21.3	23.2
Índice de ações: Futuro	28.4	36.1	29.6	30.1	39.4	54.6	52.0	71.2	108.8	114.8
Opções	140.4	139.1	79.1	101.7	119.1	121.4	133.9	144.1	197.9	187.3
Total	315.0	389.6	336.2	421.2	478.3	510.5	635.6	788.0	1142.2	1210.1

Fonte: IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, August 1995, Tabela II.2, p. 137 e September 1996, Tabela 13, p. 69.