

O Retorno dos Países Latino-Americanos ao Mercado Financeiro Internacional*

Maria Helena Horta**

Desde 1991, tem se observado um elevado ingresso de empréstimos externos voluntários na América Latina e, em particular, no Brasil. Este fenômeno recente pode, em parte, ser explicado pelas transformações ocorridas nos mercados financeiros dos países industrializados ao longo da década de 80, que se tornaram mais acentuadas nos últimos anos.

A característica mais marcante desse novo ambiente financeiro é a perda relativa sofrida pelo sistema bancário, em termos de intermediação financeira, para os mercados de títulos e de capitais. Este processo está mais avançado nos Estados Unidos, Reino Unido e França, mas tem ganho força também no Japão e em outros países industrializados. Apenas para se ter uma idéia da dimensão da mudança ocorrida nos Estados Unidos ao longo da década de 80, a participação dos empréstimos bancários nos débitos das empresas caiu de 33 % em 1980 para 25,4% em 1990, segundo estimativas do FMI.

Assim como nos mercados domésticos, também nas transações internacionais observou-se uma mudança acentuada na forma de captação de recursos, principalmente em 1991, reduzindo-se a participação do sistema bancário e aumentando a dos mercados de títulos, tanto nos empréstimos de médio e longo prazos como nos de curto prazo.

Em 1991, pela primeira vez em muitos anos, registrou-se uma queda no volume dos empréstimos bancários internacionais de US\$41 bilhões, comparada com um crescimento de US\$729 bilhões no ano anterior. Paralelamente à queda dos empréstimos bancários, observou-se uma expansão acentuada do mercado internacional de bônus: a emissão de novos bônus passou de US\$230 bilhões em 1990 para US\$298 bilhões em 1991, o que representa um aumento da ordem de 30% em apenas um ano (Tabela 10.1).

* Agradeço a Armando Castelar Pinheiro, Regis Bonelli e José Cláudio Ferreira da Silva pelas críticas e sugestões à primeira versão do trabalho.

** Do IPEA/DIPES.

TABELA 10.1

Emissão Bruta de Bônus Internacionais

(Em US\$ bilhões)

ANOS	1987		1988		1989		1990		1991	
	VALOR	(%)	VALOR	(%)	VALOR	(%)	VALOR	(%)	VALOR	(%)
Total	180,8	100,0	227,1	100,0	255,8	100,0	229,9	100,0	297,6	100,0
Países										
Industrial.	156,3	86,4	198,3	87,3	224,4	87,7	190,2	82,7	244,4	82,1
Em Desenvol.	3,9	2,2	6,8	3,0	6,0	2,4	6,8	3,0	10,8	3,6
Outros	20,6	11,4	22,0	9,7	25,4	9,9	32,9	14,3	42,4	14,3

Fonte: FMI (1992a). Elaboração IPEAD/IPES.

Embora a captação de recursos no mercado internacional de bônus continue sendo dominada pelos países industrializados, a emissão de novos bônus pelos países em desenvolvimento aumentou consideravelmente, passando de US\$6,8 bilhões em 1990 para US\$10,8 bilhões em 1991. Ainda mais expressiva é a captação através de títulos realizada por países da América Latina, a maioria deles altamente endividada e em processo ou já tendo finalizado a renegociação de suas dívidas de médio e longo prazos com os bancos comerciais: os recursos captados pela região nesses mercados aumentaram de US\$1,1 bilhão em 1990 para US\$4,6 bilhões em 1991, significando uma elevação de 17,4 para 43,4% na participação da região no conjunto dos países em desenvolvimento.

Com dados referentes apenas ao primeiro semestre de 1992, os resultados são ainda mais significativos, tendo essa participação aumentado para 52,6%. Entre os países da América Latina, o Brasil destaca-se como aquele que mais ganhou terreno: de uma captação próxima a zero em 1990, ele atraiu 26,1% dos recursos destinados à América Latina em 1991, participação essa que alcançou 48,5% no primeiro semestre de 1992 (Tabela 10.2). No acumulado do ano, o Brasil tomou emprestado US\$4,8 bilhões nesse mercado, cifra que no primeiro trimestre de 1993 atingiu US\$962 milhões.

Os primeiros lançamentos de bônus brasileiros no mercado internacional de títulos foram realizados por empresas estatais de grande porte, logo seguidas por empresas privadas, do setor financeiro e industrial: dos US\$3,9 bilhões captados entre julho de 1991 e junho de 1992, 57,5% foram de responsabilidade de estatais e 42,5% de empresas privadas.

Outra fonte importante de captação de recursos para os países da América Latina tem sido o mercado de instrumentos de curto prazo, tais como o *Euro-commercial paper* (CP) e o *Euro-certificate deposit* (CD), que vêm substituindo as tradicionais linhas de crédito bancário: os empréstimos obtidos

TABELA 10.2

Participação da América Latina e do Brasil no Total dos Bônus Internacionais Emitidos pelos Países em Desenvolvimento

(Em %)

ANOS	1989	1990	1991	1º SEMESTRE 1992
América Latina	--	17,4	43,4	52,6
Brasil	--	--	11,3	25,6

Fonte: FMI (1992b). Elaboração IPEA/DIPES.

pelo Brasil através da colocação de *commercial papers* aumentaram de US\$198,6 milhões em 1989 para US\$1.783 milhões em 1991 e US\$1.190 milhões em 1992.¹

Em contraste com o comportamento desses novos instrumentos, os empréstimos bancários de médio e longo prazos para os países da América Latina caíram de US\$4 bilhões em 1990 para US\$1 bilhão em 1991. Este declínio pode ser explicado tanto pela experiência pregressa dos bancos com países que suspenderam o pagamento dos juros devidos como pela nova regulamentação bancária definida no acordo de Basiléia (julho de 1988), que atribui à maioria dos países da região um fator de risco de 100%, requerendo uma provisão mínima de US\$8 para cada US\$100 de empréstimo.

Chama a atenção também o volume crescente de investimento direto, inclusive nas bolsas de valores, recebido pelos países da América Latina e Caribe já a partir de 1987, mais acentuadamente após 1989, depois de anos de entrada de recursos declinante a partir da eclosão da crise da dívida. No caso específico do Brasil, os investimentos diretos passaram de US\$333,3 milhões em 1989 para US\$1.454,5 milhões em 1991 e US\$5.188 milhões em 1992. Considerando-se apenas os investimentos em bolsa, estes passaram de US\$148,9 milhões em 1989 para US\$759,8 milhões em 1991 e US\$3.863,1 milhões em 1992, o que representa 74,5% do ingresso bruto de investimento direto do ano.

No início do processo de reentrada dos países latino-americanos no mercado financeiro internacional, a maior parcela dos recursos por eles captados podia ser atribuída ao retorno de capitais que haviam fugido ao longo da década de 80. O conhecimento da região e os elevados *spreads* pagos nas colocações iniciais desses títulos os tornaram extremamente atraentes para os investidores latino-americanos. Em uma segunda etapa, os fundos mútuos especializados e os investidores individuais, atraídos por papéis que oferecem

1 O CP é tipicamente um título de cupom zero, denominado em dólar e com prazo de maturidade variando entre 90 e 180 dias. O CD é um título com características muito semelhantes ao CP, porém com prazo de maturidade entre 90 e 360 dias.

alta rentabilidade, passaram também a reservar uma parcela de seus *portfolios* para os bônus emitidos pelos países latino-americanos. Há, contudo, algumas evidências recentes indicando uma participação crescente desses papéis nas carteiras internacionais de investidores institucionais: esta participação teria crescido de 2,5% em 1989 para 7,5% em 1990 e 9,5% em 1991. No entanto, apesar do alargamento da base de investidores, estima-se que 60 a 70% dos lançamentos do bônus da região foram absorvidos por capitais que haviam emigrado da região na década passada, 20 a 25% por investidores e fundos de investimentos atraídos por aplicações de alta rentabilidade e apenas 5% por investidores institucionais de maior peso, como companhias de seguros e fundos de pensão [FMI (1992b)].

Os recursos captados por esses países no exterior são também muito concentrados geograficamente, sendo a maior parcela originária dos Estados Unidos, muito embora existam indicações de uma maior diversificação geográfica dos recursos captados em 1992. A expansão gradual da base de investidores tem sido associada a uma melhoria na avaliação dos novos credores pelas diversas agências especializadas em estimar a qualidade dos tomadores de recursos no mercado internacional.

Além das transformações ocorridas no sistema financeiro dos países industrializados, outros fatores são também comumente citados para explicar o interesse dos investidores privados nesses países no período recente, tais como:

a) o sucesso das políticas de ajustamento macroeconômico adotadas pela maioria dos países da região;

b) as reformas estruturais, particularmente no sistema financeiro, na liberalização das importações e na área de privatização;

c) os esforços realizados no sentido de reestruturação e redução de suas dívidas de médio e longo prazos com os bancos comerciais e os credores oficiais, diminuindo os riscos associados a um excessivo endividamento;

d) a sólida tradição desses países de servir a dívida contraída em bônus ao longo da problemática década de 80;

e) a disseminação de informações sobre a qualidade do credor através de agências especializadas;

f) a mudança nas regras legais dos países industrializados, com a redução das exigências na avaliação da qualidade do credor para a emissão de bônus;

g) a eliminação de restrições à entrada de capitais nas economias da região;

h) por fim, e talvez os três mais importantes: a recessão nos países industrializados, a baixa taxa de juros no mercado internacional e o elevado *spread* pago por esses países, mais particularmente o Brasil.

A grande questão que se coloca agora do ponto de vista dos países tomadores de recursos é se esse novo padrão de financiamento externo, observado basicamente a partir de 1990, pode ser sustentado em um horizonte de tempo mais amplo. Duas questões se colocam: a) em que medida a oferta de recursos no mercado financeiro internacional deve permanecer elevada?; b) quais as condições para que os países da América Latina possam honrar suas dívidas no futuro, evitando os erros recorrentes do passado, principalmente em virtude do alto custo de captação dos novos recursos devido aos elevados *spreads* pagos?

Por um lado, observa-se que a taxa de poupança tem se reduzido nos últimos anos em praticamente todos os países da OECD. Além disso, os Estados Unidos têm absorvido uma parcela considerável da poupança externa desde a emergência de seu imenso déficit fiscal e a Alemanha, antes um tradicional exportador de capital, também se tornou, após a unificação, um importador de capital. Adicionalmente, deve se considerar a possibilidade de um redirecionamento do fluxo de capitais privados para os países industrializados quando suas economias se recuperarem.

A fim de minimizar os riscos de que tal situação venha a ocorrer, bem como de que esse novo endividamento volte a pressionar as contas externas desses países, é necessário que estes adotem uma série de medidas. Em primeiro lugar, é fundamental que esses recursos, captados a taxas de juros elevadas, sejam aplicados pelo setor privado na produção de bens *tradables* que apresentem altas taxas de retorno, de forma a gerar no futuro as divisas necessárias para servir a nova dívida. Também é necessário a finalização do acordo de reestruturação da dívida antiga com os bancos comerciais credores, como forma de reduzir o risco associado aos novos empréstimos. Por fim, é fundamental o alargamento da base de investidores, tanto em termos do tipo do investidor como de sua localização geográfica, para evitar que os *portfolios* dos investidores venham a ficar saturados pelos papéis desses países.

A sustentabilidade e o custo do fluxo de novos recursos privados para os países da América Latina nos próximos anos — mesmo que as medidas citadas acima venham, pelo menos em parte, a ser preenchidas — deverão depender de uma série de fatores. Por um lado, irão depender da capacidade desses países de manterem suas economias ajustadas e com crescimento sustentado. Por outro, irão depender da demanda por financiamento externo por parte dos países industrializados quando da retomada de seu crescimento, bem como da própria evolução da taxa de poupança desses países, que tem demonstrado nos últimos anos uma tendência de queda.

Para o Brasil em particular, as perspectivas são especialmente incertas. Apesar de ser o único país da região que ainda não conseguiu ajustar a sua economia, é aquele que mais tem atraído empréstimos no mercado de bônus, o que nos faz refletir sobre esse fenômeno. Por um lado, o Brasil é o país da região que oferece os mais elevados *spreads*: dos 44 bônus lançados pelo

Brasil entre junho de 1991 e junho de 1992, os juros do cupom dos bônus brasileiros variaram entre 10 e 12% a.a., o que equivale aproximadamente a um *spread* de 5 a 7% sobre os títulos de igual período de maturidade do governo americano. Por outro lado, as taxas de juros extremamente elevadas, mantidas internamente nos anos mais recentes, podem ter atraído os capitais brasileiros no exterior de forma a se apropriar do enorme diferencial entre os juros internos e internacionais.

Assim, em uma primeira avaliação, ainda que impressionista, os recursos que se dirigiram para o Brasil no período recente devem ser constituídos basicamente por repatriação de capitais brasileiros e por investidores institucionais ou privados atraídos por investimentos de mais elevada rentabilidade, ainda que de maior risco. Nesse sentido, é possível especular que, a menos que o Brasil consiga efetuar os ajustamentos necessários na sua economia, poderá ser o país da região a sofrer as maiores restrições no caso de uma retomada mais efetiva do crescimento das economias dos países industrializados, principalmente porque é difícil os investidores de maior peso, porém menos propensos ao risco, como é o caso das seguradoras e dos fundos de pensão, estarem inclinados a investir no país, dificultando assim o alargamento da base dos investidores institucionais. Por outro, o elevado *spread* pago pelo Brasil em função do seu elevado risco, exatamente como resultado de seu não-ajustamento, poderá tornar proibitivo o custo desses recursos, caso a retomada do crescimento dos países industrializados resulte em uma elevação das taxas de juros internacionais.

Mesmo levando-se em consideração os problemas acima mencionados, não há dúvidas de que o retorno do Brasil ao mercado financeiro internacional representa um fenômeno auspicioso para o país, sugerindo que o setor externo poderá deixar de representar um *constraint* à retomada do crescimento sustentado depois de realizados os ajustamentos macroeconômicos necessários. No entanto, deve-se mencionar que o influxo de recursos externos no período recente, que contribuiu para elevar as reservas internacionais do país a níveis historicamente elevados, tem exercido uma pressão considerável sobre o controle da liquidez da economia, obrigando o Banco Central a aumentar sua dívida interna, sobre a qual paga juros muito mais elevados do que recebe pela aplicação de suas reservas externas.

Bibliografia

- FMI. International capital markets, developments, prospects and policy issues. *World Economic and Financial Surveys*. Washington, D. C., Sep. 1992a.
- . Private market financing for developing countries. *World Economic and Financial Surveys*. Washington, D.C., Dec. 1992b.

- NUNNENKAMP, P. *International capital flows*. Kiel, The Kiel Institute of World Economics, Nov. 1991, mimeo.
- SELA. *Nuevas modalidades de financiamiento externo hacia América Latina y el Caribe*. PNUD, mar. 1993.

