

FRJ/IEI

04

44397-2

Universidade Federal do Rio de Janeiro

# Instituto de Economia Industrial

TEXTO PARA DISCUSSÃO 4

O MERCADO DE EURO-MOEDAS E O  
RIO-DÓLAR

*Reinaldo Gonçalves*

1982

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL

O MERCADO DE EURO-MOEDAS E O RIO-DÓLAR

*Reinaldo Gonçalves*  
1982



43 - 016390

As análises e opiniões apresentadas são da inteira e exclusiva  
responsabilidade do autor, não expressando nenhuma posição ins-  
titucional do IEI/UFRJ.

## 1. INTRODUÇÃO

O objetivo central deste ensaio é avaliar a proposta de criação de um centro financeiro internacional do tipo 'off-shore' no Rio de Janeiro (o Rio-dólar). Neste sentido, procuramos analisar os principais custos e benefícios envolvidos nesta proposta, assim como as principais condições para a instalação de um mercado "off-shore" no Rio de Janeiro. Finalmente, discutem-se as principais implicações deste mercado principalmente em termos de política econômica.

Antes, porém, parece-nos importante apresentar, enquanto pano de fundo para a análise da parte central do nosso estudo, um quadro geral da evolução recente do mercado de euro-moedas.

## 2. O MERCADO DE EURO+MOEDAS

### 2.1. Evolução Recente

A volta da convertibilidade das moedas fortes em fins de 1958 - início de 1959, e a definição de um sistema de taxa de câmbio fixas criaram as condições para o desenvolvimento do mercado de euro-moedas (1). Todavia, o principal determinante da sua expansão foi o excesso de dólares na Europa em virtude do deficit nas transações corrente dos EUA. Adicionalmente, a expansão do mercado de euro-moedas durante os anos 60 foi influenciada pelas restrições impostas às taxas de juros nos EUA (a chamada 'Regulation Q'), a expansão das empresas multinacionais norte-americanas na Europa, e restrições impostas sobre Nova Iorque enquanto centro financeiro internacional ('Interest Equalization Tax').

Em 1970 o mercado de euro-moedas começa a apresentar sinais de excesso de liquidez em decorrência da política do governo norte-americano de 'dinheiro barato' e, de redução da demanda em virtude da acumulação de dólares nos Bancos Centrais europeus. Nos dois anos seguintes persiste o quadro geral de excesso de liquidez que levou os bancos internacionais a procurarem tomadores de recursos fora dos EUA e da Europa e, simultaneamente, oferecer favoráveis condições de empréstimos ('spreads' e prazos de maturidade). Em 1973 a crise do sistema monetário internacional é agravada pelo aumento do preço do petróleo. Os elementos de risco e incerteza então vigentes levaram a um aumento da taxa de juros no mercado de euro-moedas (6,2% em dezembro de 1972, 10,8% em dezembro de 1973). Em 1974 ocorre a falência

de importantes bancos participantes do mercado de euro-moedas e surge uma reversão das condições de empréstimos até então favoráveis.

A partir de 1974 a evolução das condições de empréstimos no mercado financeiro internacional apresentou quatro fases. Entre 1974 e 1976 ocorreu uma piora significativa nas condições de empréstimos em decorrência da situação de crise e incerteza neste período determinada pela elevação do preço do petróleo, aumento dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos do PSDs importadores de petróleo, restrição da liquidez internacional em virtude dos superávits no balanço de pagamento dos EUA, e falência de bancos envolvidos no mercado de euro-moedas. Em 1974 a taxa média de juros do mercado de euro-moedas em Londres alcança 11.2% (Tabela 1), superior às médias dos anos precedentes, sendo que em Agosto de 1974, esta taxa chega a 14% caracterizando-se como um recorde neste mercado.

A segunda fase vai de 1973 até fins de 1979 quando ocorre uma melhora gradativa nas condições de empréstimos no mercado financeiro internacional em virtude do aumento da liquidez internacional ocasionada pelos deficits em conta corrente dos EUA, e uma menor demanda por recursos externos em virtude da retração da atividade produtiva no período. Dados recentemente publicados pela revista Euromoney (Tabela 2) mostram de maneira inequívoca a evolução favorável do mercado financeiro internacional neste período. O índice Euromoney que retrata estas condições é calculado como uma média ponderada dos "spreads" pagos e dos prazos de maturidade dos empréstimos obtidos no mercado de euromoedas. Neste sentido, observa-se na Tabela 1, que este índice reduz-

TABELA 1: TAXA DE JUROS NO MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITAIS  
(Libor 6 meses, fim de período)

Ano/Mês	Taxa	Ano/Mês	Taxa
1974	11,2	1980 - Setembro	14,1
1975	7,6	Outubro	15,3
1976	6,1	Novembro	16,9
1977	6,4	Dezembro	16,4
1978	9,4	1981 - Janeiro	16,9
1979	12,0	Fevereiro	16,8
1980	13,8	Março	14,9
Janeiro	14,5	Abril	16,9
Fevereiro	17,3	Maio	17,1
Março	19,5	Junho	17,4
Abril	13,8	Julho	18,9
Maio	10,4	Agosto	18,9
Junho	10,1	Setembro	17,9
Julho	10,3	Outubro	16,3
Agosto	12,6	Novembro	12,7
		Dezembro	14,9

Fonte: IMF, International Financial Statistics, vários números.  
Banco Central do Brasil, Informativo, vários números.

-se de 282 em 1976 para 203 em 1977, 160 em Janeiro de 1978, 116 em Janeiro de 1979 e 80 em Janeiro de 1980, quando começa então a apresentar um movimento ascensional. A melhora nas condições de liquidez internacional viria a afetar favoravelmente a evolução da taxa de juros no mercado financeiro internacional em 1976 e 1977 quando a Libor (London Interbank Offer Rate) reduz-se para 6.1% e 6.4%, respectivamente. Em fins de 1978 a Libor volta a aumentar para 9.4% em virtude da elevação da taxa de inflação nos EUA, com os preços por atacado aumentando 9.5% entre os últimos quadrimestres de 1977 e 1978. Neste mesmo período realiza-se uma política monetária contracionista nos EUA com a taxa de redesconto aumentando de 6% para 9.5%. Durante o ano de 1979 elevadas taxas de inflação persistem nos EUA enquanto que a política monetária torna-se ainda mais contracionista.

A terceira face da evolução do mercado financeiro internacional vai do início de 1980 até Setembro deste ano, e caracteriza-se por uma piora substantiva nas condições de empréstimo em virtude das expectativas criadas pelo aumento do preço do petróleo no segundo semestre de 1979 que, ao afetar de maneira significativa as contas correntes, principalmente dos PSDs importadores de petróleo que já tinham atingidos níveis bastante elevados de endividamento, vai gerar uma nova conjuntura de crise e incerteza. Neste período, observa-se um aumento das taxas de juros no mercado de euromonedas que chega a atingir 19,5% em março de 1980. Neste sentido, a política monetária norte-americana implementada principalmente a partir

TABELA 2: CONDIÇÕES DE EMPRÉSTIMOS NO MERCADO DE EUROMOEDAS: ÍNDICE EUROMONEY

	1978		1979		1980		1981	
	ÍNDICE	MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL						
JANEIRO	160	-	116	117	80	86	117	112
FEVEREIRO	134	148	123	117	97	90	97	108
MARÇO	149	147	113	110	92	100	111	107
ABRIL	158	148	93	102	115	100	112	111
MAIO	137	138	99	95	91	105	112	119
JUNHO	118	132	92	100	109	102	133	117
JULHO	139	128	107	103	107	110	105	120
AGOSTO	127	128	111	104	112	115	122	109
SETEMBRO	116	117	94	96	125	119	101	120
OUTUBRO	106	118	82	88	121	117	137	112
NOVEMBRO	131	117	89	84	94	116	100	-
DEZEMBRO	112	120	81	83	121	111	-	-

Notas: Índice Euromoney: 1976 = 282; 1977 = 203

O Índice Euromoney é uma média ponderada dos "spreads" pagos e dos prazos dos empréstimos no mercado de eurocedas. Um aumento do índice significa uma piora nas condições de empréstimos.

C.f. Euromoney, October 1980.

Fonte: Euromoney, vários números.

do último trimestre de 1979 vem tendo um papel importante na evolução das taxas de juros do mercado internacional na medida em que uma política de juros elevados tem forçado as principais economias européias a aumentar suas taxas de juros internas para evitar uma saída de recursos, taxas estas que seriam superiores a aquelas exigidas pela situação das suas economias internas.

A partir de Outubro de 1980 as condições de empréstimos vem apresentando uma ligeira melhora, com o índice Euromoney (média móvel) reduzindo-se de 119 em Setembro de 1980 para 112 em Outubro de 1981. Em Abril ocorre uma piora neste índice em decorrência principalmente das condições desfavoráveis dos empréstimos obtidos pelo Brasil <sup>(2)</sup>. Esta ligeira melhora das condições de empréstimos veio acompanhada por uma certa estabilização das taxas de juros que ficaram em torno de 16.2% no último trimestre de 1980 e 16.7% nos seis primeiros meses de 1981. Esta melhora das condições do mercado financeiro internacional, seja em termos de "spreads", prazos e taxas de juros é decorrência das expectativas quanto a uma maior estabilidade da economia mundial em 1981 caracterizada por preços de petróleo acompanhando a decrescente taxa de inflação mundial que também está associada a um menor ritmo da atividade produtiva. Para 1982 a expectativa é de uma certa estabilidade da economia mundial, com as condições de empréstimo não diferindo significativamente das condições de 1981 com um nível favorável de liquidez internacional.

Quanto às taxas de juros internacionais a políti-

ca monetária norte-americana vai ser a variável determinante da sua direção em 1982. A maior volatilidade das taxas de juros experimentada desde 1979 poderá se repetir no futuro próximo caso a política monetária implementada pelo Federal Reserve Bank dos EUA, objetivando reduzir a inflação, persistir nos próximos meses. O resultado desta política, assim como sua direção futura, vai depender da resolução da contradição básica da política econômica do governo Reagan que consiste em realizar maiores gastos militares e uma redução dos impostos, associados a uma redução no deficit orçamentário e combate à inflação.

## 2.2. Fontes e Usos de Fundos

Nos quatro anos seguintes ao chamado primeiro "choque" do petróleo em 1974, o deficit em conta corrente dos países desenvolvidos apresenta uma melhora significativa, chegando a atingir um superavit de US\$ 31 bilhões em 1978, enquanto o superavit dos países exportadores de petróleo que tinha oscilado entre US\$ 31 bilhões e US\$ 40 bilhões no período de 1975-77, cai para US\$ 3 bilhões em 1978. O deficit dos PSDs, por seu turno, oscila de US\$ 29 bilhões e US\$ 47 bilhões no período 1975-1978. Em 1979 com o segundo "choque" do petróleo, o deficit em conta corrente dos países desenvolvidos atinge US\$ 8 bilhões e os dos PSDs chega a US\$ 58 bilhões, enquanto o superavit dos países exportadores de petróleo aumenta para US\$ 68 bilhões. Assim, a partir de 1978 agrava-se a questão da transferência dos recursos de capital excedente nos países exportadores de capital, para os países in

TABELA 3: SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL, FONTES E USOS DE FUNDOS, 1975-1980.  
(em US\$ bilhões)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<b>Fontes</b>						
Mudanças no Passivo Bruto	89	98	114	194	263	215
Depósitos Interbancários	<u>39</u>	<u>36</u>	<u>34</u>	<u>105</u>	<u>88</u>	<u>67</u>
Passivo Líquido	50	62	80	89	175	148
Dos quais, com residentes dos países industriais	43	31	51	58	113	98
Exportadores de petróleo	12	12	13	7	37	38
Em desenvolvimento não-exportadores de petróleo	4	14	13	17	16	6
Outros	-9	5	3	7	9	6
<b>Usos</b>						
Mudanças no Ativo Bruto	115	106	110	215	218	212
Depósitos Interbancários	<u>39</u>	<u>36</u>	<u>34</u>	<u>105</u>	<u>88</u>	<u>67</u>
Ativo Líquido	76	70	76	110	130	145
Dos quais, sobre residentes dos países industriais	40	31	43	46	70	87
Exportadores de petróleo	7	9	10	17	7	5
Em desenvolvimento não-exportadores de petróleo	32	25	13	31	42	47
Outros	-3	5	10	16	11	6
<b>Fonte líquida (+)/Uso líquido (-) de fundos do sistema financeiro internacional</b>						
Países Industriais	29	8	4	33	-2	8
Residentes	26	9	-4	21	-45	-3
Não-residentes	3	-1	8	12	43	11
Países exportadores petróleo	6	3	3	-10	30	33
Países em desenvolvimento não-exportadores de petróleo	-28	-11	-	-14	-26	-41
Outros	-6	-	-7	-9	-2	-

Fonte: International Monetary Fund, Annual Report 1981, Washington, D. C., p. 19.

industriais e PSDs, isto é, a questão da intensificação do mecanismo de reciclagem dos petrodólares.

A reciclagem dos petrodólares vai se fazer através do sistema financeiro internacional (depósitos no mercado de euro-moedas), compras de ativos nos países industriais e PSDs, incluindo o investimento direto, empréstimos e doações oficiais, transferências de recursos para o FMI e outras agências internacionais. Em 1980 o déficit da conta de capital dos países exportadores de petróleo atinge US\$ 93 bilhões, enquanto que aproximadamente 30% deste valor (US\$ 33 bilhões) foi transferido de forma líquida para o mercado financeiro internacional.

Após 1978 vai ocorrer não somente uma mudança quantitativa importante no sistema financeiro internacional, como também uma mudança nas fontes e destinos dos recursos. A partir de 1978 ocorre um aumento da captação de recursos nos países industriais e exportadores de petróleo e um aumento dos empréstimos para PSDs e países industriais. Os dados da Tabela 3 mostram que em 1977 os países exportadores de petróleo e os países industriais transferiram US\$ 7 bilhões e US\$ 58 bilhões, respectivamente, para o sistema financeiro internacional, enquanto que em 1980 estes valores tinham aumentado para US\$ 38 bilhões e US\$ 98 bilhões respectivamente. Por outro lado, o total captado em 1977 foi de US\$ 43 bilhões pelos países industriais e US\$ 13 bilhões pelos PSDs, enquanto em 1980 estes valores tinham aumentado para US\$ 87 bilhões e US\$ 47 bilhões, respectivamente.

A mudança marcante em termos da direção dos fluxos de capital ocorre devido a que em 1978 os recursos líquidos captados nos países industriais eram transferidos tanto para PSDs como para os exportadores de petróleo, sendo que os PSDs responderam por aproximadamente 40% do fluxo líquido de recursos. Em 1980 os recursos líquidos foram captados principalmente nos países exportadores de petróleo e transferidos para os PSDs. Assim, do dos US\$ 41 bilhões em termos líquidos transferidos para os PSDs em 1980 cerca de US\$ 33 bilhões (aproximadamente 80%) eram provenientes dos países exportadores de petróleo (ver Tabela 3).

Nos anos posteriores ao segundo "choque" do petróleo tem-se experimentado não só desequilíbrio marcantes nos balanços de pagamentos, principalmente dos PSDs (não exportadores de petróleo) como também uma conjuntura internacional particularmente recessiva e inflacionária. Como consequência do elevado nível de inflação e das políticas monetárias restritivas implementadas pelos países industriais, os PSDs vêm se defrontando com taxas de juros externas reais relativamente altas. Adicionalmente, o grau de incerteza vigente e os movimentos nas políticas econômicas têm levado à uma alta volatilidade da taxa de juros internacional que tem consequências adversas sobre a conta de serviços dos PSDs.

Em suma, nos últimos anos aumentou significativamente o papel de empréstimos junto ao sistema financeiro internacional enquanto mecanismo de financiamento dos deficits dos PSDs, o que tem levado à uma piora substancial

tiva no perfil e custo da dívida externa destes países, além do aumento do grau de dependência financeira que reduz o grau de manobra da política econômica destes países.

### 2.3. Perspectivas

Dado o crescimento da parcela do endividamento externo dos PSDs junto aos bancos internacionais, deveremos presenciar no futuro um crescente papel destes bancos no enfrentamento do problema do endividamento. Uma melhora das condições de empréstimos vai depender da evolução de uma série de variáveis além da oferta e demanda de recursos, como por exemplo, a política econômica das principais economias avançadas, a situação da economia internacional e a evolução do preço do petróleo. Assim, existe no momento uma certa incerteza quanto à evolução futura das taxas de juros internacional em virtude das contradições da política econômica norte-americana e, parece não existir nenhuma previsão de que as taxas de juros que estão relativamente altas venham a se reduzir. É provável que persista no futuro a volatilidade que caracterizou o movimento das taxas de juros em 1980 e 1981. A recuperação da economia mundial por seu turno poderá aumentar a competição por recursos no mercado internacional de capitais. Uma outra variável que poderá afetar a oferta de recursos no mercado internacional de capitais é a capacidade de absorção interna dos recursos financeiros excedentes nos próprios países exportadores de petróleo. Uma alteração, embora improvável, do preço de petróleo, poderá no futuro gerar um clima de incertezas que poderá ter um

impacto desfavorável sobre as condições dos empréstimos no mercado financeiro internacional.

Assim, enquanto que para um futuro próximo podemos prever a manutenção de um nível razoável de liquidez internacional com uma certa estabilização nas condições de empréstimo a partir da hipótese de inflação decrescente e preço do petróleo estável em 1982, as taxas de juros deverão permanecer elevadas e instáveis. Para um horizonte maior de tempo parece-nos difícil fazer algum tipo de previsão acerca da liquidez internacional, assim como das taxas de juros e das condições de empréstimos internacionais dado a imprevisibilidade do movimento de variáveis importantes discutidas acima.

### 3. O CENTRO FINANCEIRO INTERNACIONAL DO RIO DE JANEIRO

O projeto de instalação de um mercado de capitais internacionais no Rio de Janeiro do tipo 'off-shore' tem sido não somente pouco discutido como também nenhum estudo mais aprofundado sobre o assunto foi realizado até o momento. Os argumentos apresentados até o momento levam a uma estranha situação em que, numa questão de tamanha relevância em termos dos custos e benefícios para o País, tem-se a impressão de que se um mercado 'off-shore' no Rio de Janeiro "não é muito bom, também não há nada contra", no plano superficial em que o assunto tem sido discutido. O objetivo deste ensaio que vai se concentrar nos aspectos meramente técnicos do problema é precisamente fornecer subsídios para uma discussão, que baseada em estudos ainda mais aprofundados, leve a uma tomada de decisão das autoridades governamentais a partir de fatos e elementos concretos e, não baseada em interesses de grupos específicos.

#### 3.1 O Projeto : Custos e Benefícios

O projeto sobre a criação de um centro financeiro internacional no Rio de Janeiro apresentado pela Federação dos Bancos não é específico com relação a elementos importantes.<sup>(3)</sup> Não se faz referência, por exemplo, à hipótese de residentes poderem depositar recursos neste mercado. Não fica claro se os bancos nacionais partici

parão, e de que forma. Não se discute a hipótese dos bancos internacionais virem a operar com recursos em moeda nacional. Neste sentido, a vaguidão do projeto coloca em dúvida a própria necessidade e eventuais beneficios de um mercado 'off-shore' no Rio de Janeiro. Adicionalmente, não se explica como serão resolvidos os problemas jurídicos advindos das modificações importantes que deverão ser introduzidas na Lei nº 4131 de Sentembro de 1962 e na Lei nº 4390 de Agosto de 1964, no que concerne à livre entrada e saída de recursos externos do país.

Não obstante estas importantes deficiências do ante-projeto, vale analisar quais seriam as principais vantagens apontadas para o País e para o Rio de Janeiro derivadas da instalação de um mercado 'off-shore'.

O primeiro argumento refere-se à uma maior sofisticação das instituições financeiras brasileiras devido à convivência com grandes bancos internacionais. Este argumento supõe que ocorrerão 'economias externas' ao mercado 'off-shore' que beneficiarão os bancos brasileiros. No caso deste mercado for restrito aos bancos internacionais, este funcionará como um 'enclave' no país, o que não gerará nenhum tipo de economia externa. Assim, este argumento só parece-nos verdadeiro se ocorrerem 'joint-ventures' entre bancos privados nacionais e bancos internacionais. Neste particular, ainda resta saber até que ponto a economia nacional se beneficiaria

com a introdução de tecnologia bancária sofisticada, que aparentemente só teria aplicação em transações internacionais. Na hipótese de uma real transferência de tecnologia para os bancos privados nacionais este teria seus frutos nas eventuais aplicações internacionais dos bancos privados nacionais.

O segundo argumento refere-se a uma maior integração com o mercado financeiro internacional que forneceria maiores canais de participação internacional. Questões de retórica à parte, o fato concreto é que, sob o ponto de vista seja da economia brasileira seja dos banqueiros internacionais, já existe um elevado grau de integração e amplos canais de comunicação. O volume da dívida externa do país, a presença de escritórios dos principais bancos internacionais no país, a facilidade de contato de banqueiros internacionais com as autoridades governamentais brasileiras, e o próprio número de agências de bancos brasileiros no exterior ilustram bem este argumento.

O terceiro argumento apresentado é que um centro financeiro do tipo 'off-shore' no Rio de Janeiro geraria emprego. Ocorre, todavia, que a instalação de escritórios de, digamos, 70 agências de bancos internacionais no Rio de Janeiro (número aproximado dos bancos com licença para pleno funcionamento num dos maiores mercados 'off-shore' do mundo que é Hong-Kong), operando fundamentalmente aparelhos telefônicos de comunicação internacio

nal não nos parece que teria um grande impacto em termos de geração de emprego, pois, adicionalmente, estes empregos seriam em sua maior parte preenchidos por funcionários estrangeiros dos bancos internacionais.

O quarto argumento levantado prende-se à maior disponibilidade de linhas de crédito para o Brasil. Este argumento parece-nos um tanto sem sentido se considerarmos que os banqueiros internacionais tem um comportamento racional na tomada de decisão de recursos a serem emprestados ao País. Assim, as decisões referentes não somente ao volume de recursos como às condições de emprêstimos são baseadas em fatos concretos e nas expectativas dos banqueiros relativos à liquidez internacional e à situação da economia brasileira, e não em virtude da proximidade física de seus representantes.

A quinta razão apresentada refere-se a um possível aumento do fluxo de informações econômicas e políticas para o país. Novamente, este tipo de argumento parecenos falacioso na medida em que estas informações seriam internalizadas pelos bancos internacionais operando aqui. Mesmo que ocorressem 'vazamentos', a pergunta seria quanto a relevância destas informações para as operações internas dos bancos nacionais. Assim, este argumento só teria sentido se os bancos nacionais, na hipótese de 'vazamentos', utilizassem estas informações para operação no mercado internacional.

O sexto argumento utilizado prende-se à maior competi

ção entre bancos estrangeiros para transações financeiras com o Brasil. Este argumento parece ignorar o fato de que, contrariamente ao sistema financeiros interno, o sistema financeiro internacional não é um cartel de modo que a oferta de recursos para o Brasil depende, em primeiro lugar, das condições de liquidez internacional e, em segundo lugar, da situação econômica e política do País. Esta competição internacional tem aumentando em virtude não somente da maior participação de bancos árabes e japoneses como também em decorrência da própria conjuntura recessiva internacional.

A sétima razão apresentada refere-se a uma possível redução dos 'spreads' pagos pelo País nos seus empréstimos externos. O argumento levantado acima aplica-se também neste caso, isto é, existem fatos concretos que determinam as condições de empréstimos externos para o país que independem do fato de  $n$  ou  $n+m$  bancos internacionais terem agências no País.

A oitava razão está relacionada a uma maior integração com os demais centros financeiros internacionais com reflexo positivo sobre a reputação do País. A crítica que se faz a este ponto é a mesma levantada anteriormente, isto é, o Brasil em virtude do elevado volume de sua dívida e do grau de internacionalização da sua economia já apresenta um elevado grau de integração com outros centros financeiros internacionais importantes. E, obviamente, a reputação do País vai depender

muito menos da existência de transações do tipo 'off-shore' do que da situação concreta no plano político e econômico.

Além das críticas acima referentes aos principais argumentos em favor da instalação de um mercado financeiro internacional no Rio de Janeiro do tipo 'off-shore' gostaríamos de levantar alguns pontos que consideramos importantes para uma adequada avaliação deste projeto em termos das suas próprias condições de existência e de suas implicações para a economia nacional.

### 3.2 Condições de Existência

Na presente discussão sobre a instalação de um mercado financeiros do tipo 'off-shore' no Rio de Janeiro muito pouco tem sido apresentado em termos das reais condições para esta instalação. A nosso ver, adicionalmente às críticas levantadas anteriormente, devemos ressaltar que as condições parecem bastante inapropriadas não somente no plano interno como também no internacional. Neste último, temos que o sucesso de um novo centro financeiro internacional, que implica na abertura de novas agências de bancos no exterior, vai depender das condições gerais de lucratividade e crescimento do mercado financeiro internacional. A atual conjuntura recessiva da economia internacional, caracteriza-se por políticas monetárias recessivas, o que sugere pelo menos no médio prazo uma menor volatilidade das taxas de

juros internacionais, e por uma menor oferta de recursos internacionais em virtude de uma provável redução do superavit de transações correntes dos países exportadores de petróleo devido à estabilidade de preços até pelo menos o final ao ano. Estes fatores parecem sugerir um menor crescimento e lucratividade do mercado financeiro internacional comparativamente aos períodos imediatamente após os choques de preço do petróleo em 1973 e 1978, quando começaram a expandir-se as operações internacionais dos grandes bancos. O momento atual, sob a ótica dos banqueiros internacionais, tendo em vista exemplos recentes como do Iran e da Polônia, é de cautela, o que é ilustrado pela crescente preocupação com a análise de risco político nos países tomadores de recursos.

No plano interno vale destacar que a atual situação da economia e da política no Brasil é pouco favorável para a instalação de um centro financeiro internacional no País. Sem estabilidade monetária e política não se desenvolve um mercado de capitais 'off-shore' e, no momento, a taxa de inflação, a aceleração ou não das desvalorizações cambiais, sem falar nas reformas políticas, contribuem desfavoravelmente no sentido da instalação deste mercado. Adicionalmente, vale destacar que a principal razão para a instalação de um mercado 'off-shore' é, além da estabilidade política e econômica, a concessão de facilidades tributárias. Neste sentido, vai haver necessidade de se incorrer num custo associa

do aos incentivos fiscais em termos do imposto de renda sobre rendimentos e juros no mercado 'off-shore' e o pagamento do imposto sobre operações financeiras. O fato do desenvolvimento dos mercados 'off-shore' depender de forma significativa dos incentivos fiscais torna-os vulneráveis à competição de outros centros financeiros. Assim, qualquer país latino-americano com condições mínimas de estabilidade econômica e política que quisesse disputar o mercado latino-americano, em termos de intermediação dos recursos internacionais, poderia conceder incentivos fiscais e, com isso, num curto período de tempo, colocaria sérios obstáculos à expansão do centro financeiro internacional do Rio de Janeiro. Esta elevada dependência do desenvolvimento dos centros financeiros internacionais com relação aos incentivos fiscais tem levado a rápidas mudanças na importância relativa de alguns centros financeiros nos últimos anos.

Um outro aspecto a mencionar é que com a instalação recente de um mercado 'off-shore' em Nova Iorque, uma possível vantagem em termos de fuso horário foi parcialmente eliminada devido ao pequeno diferencial de fuso entre Rio de Janeiro e Nova Iorque.

### 3.3 Principais Consequências

Se, conforme tentamos demonstrar, existem mais custos do que benefícios associados à instalação de um mercado financeiro do tipo 'off-shore' no Rio de Janeiro,

além das atuais condições domésticas e internacionais se rem pouco favoráveis a esta instalação, a pergunta que permanece é: Porque os bancos nacionais, ou pelo menos seus representantes na Federação de Bancos têm advogado a implantação deste mercado?

O objetivo central de um mercado 'off-shore' no Brasil seria, principalmente, fazer a intermediação financeira entre os países superavitários do resto mundo e os países deficitários da América Latina. Segundo algumas estimativas estes recursos poderiam alcançar até 30 bilhões de dólares anualmente. Os bancos nacionais na hipótese da sua participação através de 'joint-ventures' com os bancos internacionais na intermediação financeira, vão obter parte dos lucros derivados desta intermediação. Adicionalmente, com as dificuldades de balanço de pagamentos do Brasil existe a possibilidade de internalização dos recursos do mercado 'off-shore' do Rio de Janeiro (artigo 7º do ante-projeto da Fenaban). Este fato implicaria que através do mercado 'off-shore' os bancos privados nacionais poderiam com maior flexibilidade superar as limitações à expansão do crédito com recursos internos. Uma outra explicação prende-se à possibilidade de residentes poderem depositar dólares no mercado 'off-shore', o que faria com os bancos nacionais privados operando neste mercado movimentassem livremente recursos para os quais pode-se ter uma expectativa de que sejam volumosos.

O ponto acima mencionado leva-nos a discutir a importante questão da internacionalização do sistema financeiro brasileiro. Conforme argumentou um banqueiro internacional muito recentemente: "Não se pode ter um centro financeiro internacional a menos que os bancos possam operar na moeda local".<sup>(4)</sup>

A razão para este fato é a necessidade dos bancos de diluir seus custos operacionais locais. No caso particular de Singapura o governo foi obrigado a liberalizar gradativamente a presença de bancos internacionais no seu sistema financeiro de forma que atualmente 27 bancos internacionais têm licença para pleno funcionamento neste país. Assim, a tendência tem sido de que os mercados 'off-shore' evoluam no sentido de que os bancos internacionais passem a operar em moeda local o que implica numa desnacionalização do sistema financeiro do país. Adicionalmente, a tendência tem sido também no sentido dos bancos internacionais operarem com residentes em divisas estrangeiras. Assim, os residentes passariam a ter contas correntes e facilidades para endividamente em moeda estrangeira, e remessas de divisas estrangeiras.

Nesse ponto, parece-nos pertinente argumentar acerca dos efeitos do mercado 'off-shore' sobre os dois principais problemas da economia brasileira no momento, a saber, inflação e balança de pagamento. No que se refere à inflação temos a possibilidade dos bancos nacionais ou internacionais operando no mercado 'off-

'shore' superar os limites de expansão do crédito com recursos internos, utilizando-se dos recursos externos disponíveis neste mercado, poderá tornar ineficaz a política monetária do governo e, por conseguinte, ter um impacto inflacionário. Além disto, os incentivos fiscais em termos de isenção do imposto de renda sobre juros e isenção do imposto sobre operações financeiras poderão afetar de forma significativa o orçamento fiscal do governo. Ainda no que se refere à perda da autonomia da política monetária, cabe mencionar que, ao se fazer empréstimos internos denominados em divisas estrangeiras, a taxa de juros interna vai ficar ainda mais atrelada à taxa de juros internacional. Finalmente, devido à mobilidade dos empréstimos inter-bancários (entre matriz e filial) a relação empréstimos/depósitos é prejudicada enquanto instrumento de controle monetário. Em consequência dos fatos acima, a expansão do crédito interno pelos bancos associados ao mercado 'off-shore' fica fora do controle das autoridades monetárias, o que poderá levar a um impacto inflacionário, como tem ocorrido recentemente em Hong-Kong.

No que se refere ao impacto sobre o balanço de pagamentos temos que a expansão do mercado 'off-shore' dá uma nova significação à dívida externa, pois os recursos de divisas estrangeiras captados, por um lado, aumentam a dívida externa bruta e, por outro, aumentam as reservas. Embora a dívida externa líquida não se altere, com o aumento da dívida bruta, ocorre como se a dí

vida externa do país fosse agora partilhada pelos bancos internacionais, o que, segundo alguns, poderia criar melhores possibilidades para o País em termos das condições de empréstimos. Esta idéia de que ao transformar a dívida externa brasileira 'numa dívida interna de todo o sistema' criaria melhores condições de empréstimos é falaciosa no sentido de que a perfeita mobilidade de recursos para fora e para dentro do mercado 'off-shore' (sua própria condição de existência e funcionamento) faz com que nenhum banco ou organismo internacional tenha alguma ilusão com relação à situação real da dívida brasileira. Por outro lado, esta perfeita mobilidade de volumosos recursos aumenta o grau de volatilidade das contas externas do país na medida em que vultosas somas de recursos podem ser trazidas e retiradas do país num curto período de tempo. Assim, a situação das contas externas fica bastante vulnerável aos movimentos de capitais sobre os quais o governo não tem nenhum contrôle.

No que se refere à questão do contrôle dos mercados financeiros do tipo 'off-shore' a tendência tem sido no sentido de se aumentar as regulamentações em virtude do impacto inflacionário e dos efeitos sobre o balanço de pagamentos. Organizações internacionais como o OCDE têm realizado estudos recentes objetivando avaliar os possíveis efeitos de regulamentações sobre as operações dos bancos no mercado de euromonedas, e autoridades governamentais de países com mercados 'off-shore'

têm começado a se consientizar dos efeitos negativos destes mercados.

#### 4. CONCLUSÃO

Os argumentos apresentados em favor da instalação de um mercado financeiro internacional no Rio de Janeiro do tipo 'off-shore' parecem pouco convincentes ou falaciosos. Na realidade, uma discussão um pouco mais cuidadosa da que até o momento tem sido conduzida pela Fenaban, parece indicar que os efeitos econômicos da proposta de um mercado 'off-shore' no Rio de Janeiro não resistiriam a uma análise de custo e benefício, isto é, os efeitos econômicos negativos superariam os efeitos positivos. Aqui, vale destacar que restringimo-nos unicamente aos aspectos econômicos da questão, pois as implicações políticas fugiriam ao escopo do presente ensaio. Todavia, cabe reconhecer que existem várias consequências políticas importantes (e.g. desnacionalização dos bancos no longo prazo e fluxo de 'dirty money').

No que se refere às atuais condições para a implantação de um mercado 'off-shore' no País a nossa análise parece demonstrar que no momento as condições são particularmente desfavoráveis tanto no plano interno quanto no internacional.

Em termos do impacto de um mercado 'off-shore' a literatura sobre o mercado de euro-moedas e a experiência recente de alguns países com este tipo de mercado

financeiro, parecem indicar uma crescente preocupação com estes efeitos, o que tem levado a uma maior regulamentação das atividades dos participantes nestes mercados.

Para finalizar este ensaio gostaríamos de assinalar que as experiências de criação de mercados financeiros internacionais do tipo 'off-shore' têm ocorrido em países que não apresentam características próximas às do Brasil. Assim, a economia brasileira apresenta-se enquanto uma economia relativamente fechada e controlada. Adicionalmente, as experiências de mercado 'off-shore' ocorrem por pressão de bancos internacionais (e.g. Singapura em 1968), ou onde não existem grupos financeiros sólidos (e.g. alguns países árabes até o início da década de 70), ou países inviáveis sob o ponto de vista do desenvolvimento da agricultura e da indústria (e.g. Ilhas Cayman), ou então, ex-colônias com tradição mercantil (e.g. Hong-Kong). Assim, as especificidades de países como Bahamas, Singapura, Ilhas Cayman, Hong-Kong, Panama, Bermuda, Bahrein e Pireus em nada se assemelham às do Brasil.

5. NOTAS E REFERÊNCIAS

- (1) A análise de evolução do mercado financeiro interna-  
cional é feita por Wells (1975). Uma análise mais  
completa é feita por Einzig and Quinn (1980). Ver  
também Crockett (1977) cap. 10 e Tew (1977) cap. 13.
- (2) Cf. Euromoney, June 1981, p. 5.
- (3) Cf. Associação de Bancos do Estado do Rio de Janeiro  
(1979)
- (4) Euromoney, Dezembro 1981, p. 157.

5. BIBLIOGRAFIA

- ASSOCIAÇÃO DE BANCOS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (1979).  
Um Mercado Financeiro Internacional no Brasil. Parecer  
da Comissão da Fenaban.
- CLENDENNING, E. W. (1972) The Euro-dollar Market Oxford,  
Clarendon U.K.
- CROCKETT, A. (1977) International Money Issues and  
Analysis. Thomas Nelson and Sons Ltd, United Kingdom.
- DANTAS, M. (1982) O Rio-dólar. Relatório Reservado n.802,  
5 de Abril.
- EINZIG, P. and QUINN, B. (1980) The euro-dollar System.  
The Macmillan Press Ltd. London.
- FARO, L. C. (1982) Relatório Reservado n. 798, 8 de mar-  
ço.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. O Euro e o Riodólar. Fatos e Es-  
peculações. Conjuntura Econômica, vol. 25, n. 6, junho,  
pp. 51-56.

- HALL, W. (1977). Offshore scenario changes again. The Financial Times, May 2 and.
- IMF (1981). International Capital Markets. Recent Developments and Short-term Prospects, 1981. International Monetary Fund, Washington D.C., USA.
- SAM, D. (1979). Development of an offshore Experience. The Monetary Authority of Singapore, International Department.
- SONNENBLICK, M. (1981). Kissinger's mission to South America. EIR, December 22 and.
- TEW, B. (1977). The Evolution of the International Monetary System, 1945-1977. Hutchinson & Co (Publishers) Ltd., London.
- YASSUKOVICH, S. M. (1979) The Role of London as an International Banking Centre. European Banking Company Ltd., London.
- WELLS, J. (1975). Euro-dólares, Dívida Externa e o Milagre Brasileiro. Estudos Cebrap n. 6, pp. 5-34.