

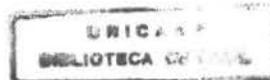
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

IMPACTOS DA ABERTURA FINANCEIRA NO MERCADO DE  
CAPITAIS BRASILEIRO - 1991 A 1997 -

Ana Paula Harumi Higa

Dissertação de Mestrado apresentada ao  
Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas, sob a orientação  
da Prof. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi

Campinas  
1998



2823275

*Este exemplar  
do original da  
Ana Paula Harumi Higa  
02/10/98 e orientada pela  
Alexandra Caporale Madi.  
CPG/IE, 02/10/98  
Prof. Dra. Maria Alejandra*

UNIDADE	BC
N.º DE FOLHAS	1 / UNICAMP
	4538
V.	Ex
T.º DE FOLHAS	BC / 35 904
P.º DE FOLHAS	395 / 9.8
	0 <input checked="" type="checkbox"/>
P.º DE FOLHAS	R\$ 11,00
DATA	19/11/98
N.º CPU	

CM-00118724-2

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA

H533i Higa, Ana Paula Harumi  
Impáctos da abertura financeira no mercado de capitais brasileiro - 1991-1997 / Ana Paula Harumi Higa. – Campinas, SP : [s.n.], 1998.

Orientador : Maria Alejandra Caporale Madi  
Dissertação ( Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas.  
Instituto de Economia.

1. Mercado de capitais - Brasil. 2. Fluxo de Capitais. 3. \*Mercados emergentes. I. Caporale Madi, Maria Alejandra. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Aos meus pais,

“Trago dentro de meu coração  
Como num cofre que se não pode fechar de cheio,  
Todos os lugares onde estive,  
Todos os portos a que cheguei,  
Todas as paisagens que vi através de janelas ou vigias,  
Ou de tombadilhos, sonhando,  
E tudo isso, que é tanto, é pouco para o que eu quero”

Fernando Pessoa (heterônimo: Álvaro de Campos).

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a várias pessoas que colaboraram direta e indiretamente para a elaboração desta dissertação de Mestrado. Desde já peço desculpas àqueles que por acaso deixei de mencionar.

Em primeiro lugar, agradeço à minha orientadora, Prof. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi, pela atenção e pelo empenho colocado na tarefa de orientar a elaboração desta dissertação. Desde o início demonstrando interesse e estímulo ao meu trabalho. Suas críticas e comentários exigentes demandaram de mim melhores resultados e certamente contribuíram para o amadurecimento do tema por mim tratado.

Gostaria de agradecer à Prof. Dra. Maria Lúcia L. M. P. Lima da Fundação Getúlio Vargas e ao Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa do Instituto de Economia da Unicamp por terem aceito o convite para integrar a banca de defesa desta dissertação.

Aos Professores Mariano Laplane e Paulo Davidoff gostaria de expressar a minha gratidão por terem me auxiliado na escolha preliminar do objeto de estudo da minha dissertação.

Agradeço às críticas e comentários dos Professores: Flávio Rabelo e Monica Baer, durante o exame de qualificação cujas sugestões e comentários me ajudaram a finalizar esta dissertação.

Ao Lício da Costa Raimundo agradeço a colaboração e a sugestão de materiais para a minha pesquisa. Também gostaria de agradecer a Marislei Nishijima pelos comentários, além da amizade e do compartilhamento das angústias e dúvidas que surgiram ao longo deste trabalho.

Para a elaboração desta dissertação realizei entrevistas e obtive o apoio de pessoas que trabalhavam na CVM e na Bovespa. Conteí com a colaboração de Pedro Carvalho de Mello, diretor da CVM; Marcelo Falsetti Cabral, gerente da área de Orientação ao Investidor da CVM; Cristiana Pereira e Sérgio Luiz de Cerqueira Silva da área de Projetos Especiais da Bovespa.

Quero agradecer também a ajuda recebida de várias pessoas que integram a Consultoria Econômica do Banco Itaú.

Não posso deixar de mencionar o Programa de Bolsas de Mestrado do CNPQ/CAPES que financiou e viabilizou financeiramente a conclusão desta dissertação.

Sem o incentivo da minha família e de alguns amigos talvez não conseguisse chegar ao final deste trabalho. Gostaria de declarar a minha imensa gratidão a minha família pela confiança em mim depositada, pelo apoio que deram durante todas as fases do meu Mestrado. Ao carinho e acolhimento que sempre recebi daqueles que considero como minha segunda família, os Villas-Boas. Aos meus grandes amigos, Jussara e Ricardo, com quem pude compartilhar as minhas dúvidas e aflições. A Márcia Cordoni pela ajuda e pelo encorajamento.

A todos estes agradeço o apoio e podem estar certos de que de alguma forma me ajudaram a elaborar, desenvolver e concluir esta dissertação de Mestrado.

## ÍNDICE GERAL

ÍNDICE GERAL.....	I
ÍNDICE DE TABELAS .....	II
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	III
ÍNDICE DE QUADROS .....	III
INTRODUÇÃO.....	1
<b>PARTE I - MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E FLUXOS DE CAPITAIS PARA MERCADOS EMERGENTES: O MERCADO DE ATIVOS.....</b>	<b>7</b>
INTRODUÇÃO .....	7
CAPÍTULO 1: PRINCIPAIS MUDANÇAS OCORRIDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS A PARTIR DOS ANOS 80.....	9
1.1 <i>Política Econômica e Cenário Macroeconômico Vigente nos Anos 80</i> .....	9
1.2 <i>Principais Transformações</i> .....	13
1.2.1 <i>Securitização</i> .....	13
1.2.2 <i>Globalização Financeira</i> .....	15
1.2.3 <i>Mercado de Ativos</i> .....	16
1.3 <i>Investidores Institucionais</i> .....	18
CAPÍTULO 2: FLUXOS DE CAPITAIS PARA OS MERCADOS EMERGENTES: 1990 A 1996.....	30
2.1 <i>Condicionantes da Reinserção Financeira no Início dos Anos 90</i> .....	30
2.2 <i>Período Pré-Crise do México: 1990 a 1993</i> .....	36
2.3 <i>A Crise do México: 1994 a meados de 1995</i> .....	41
2.4 <i>Pós-Crise do México: meados de 1995 a 1996</i> .....	44
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	49
<b>PARTE II – MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....</b>	<b>51</b>
INTRODUÇÃO .....	51
CAPÍTULO 3 – ANÁLISE DO DESEMPENHO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: 1991 A 1997.....	54
3.1 <i>Desempenho do Mercado de Ações nos Anos 80</i> .....	54
3.1.1 <i>Pré-Cruzado: 1980 a 1985</i> .....	54
3.1.2 <i>Pós-Cruzado: 1986 a 1989</i> .....	55
3.2 <i>Desempenho do Mercado Secundário de Ações: 1991 a 1997</i> .....	56
3.2.1 <i>Da Introdução do Anexo IV ao Plano Real: 1991 a Julho de 1994</i> .....	60
3.2.2 <i>Pós-Plano Real: Agosto de 1994 a Junho de 1997</i> .....	62
3.2.3 <i>Impactos da Crise Asiática: 2º Semestre de 1997</i> .....	66
3.3 <i>Desempenho do Mercado Primário de Ações: 1991 a 1997</i> .....	70
CAPÍTULO 4 - PRINCIPAIS INDICADORES DO MERCADO DE AÇÕES .....	75
4.1 <i>Porcentagem dos Investidores Estrangeiros no Total Negociado na Bolsa de Valores</i> .....	75
4.2 <i>Volume Negociado e Média Diária de Negociação</i> .....	76
4.3 <i>Taxa de Capitalização</i> .....	78
4.4 <i>Indicadores de Liquidez: Turnover e Taxa de Negociação</i> .....	80
4.5 <i>Concentração de Mercado</i> .....	81
4.6 <i>Volatilidade</i> .....	82
4.7 <i>Taxa de Emissão Primária em Relação ao PIB</i> .....	85
4.8 <i>Lançamento de ADRs: 1992 a 1997</i> .....	85
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	90
<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>93</b>

<b>ANEXO I: REGULAÇÃO, ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO</b> .....	100
<b>ANEXO II: REGULAMENTAÇÕES DOS FLUXOS DE CAPITAL EM AÇÕES</b> .....	109
<b>ANEXO III: VOLATILIDADE</b> .....	114
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	115
<b>SIGLAS</b> .....	120

## ÍNDICE DE TABELAS

<i>Tabela 1 - Mercado Internacional: Meios de Financiamento</i> .....	11
<i>Tabela 2 - Quatorze Países Industrializados<sup>1</sup> : Fluxos de Capitais Brutos</i> .....	12
<i>Tabela 3 - Países Selecionados: Ativos dos Investidores Institucionais</i> .....	21
<i>Tabela 4 - Países Selecionados: Distribuição da Carteira dos Fundos de Pensão</i> .....	22
<i>Tabela 5 - Países Selecionados: Ativos Estrangeiros nas Carteiras dos Investidores Institucionais (% em relação ao total de ativos)</i> .....	23
<i>Tabela 6 - Países Selecionados: Ativos Estrangeiros nas Carteiras dos Fundos de Pensão</i> .....	24
<i>Tabela 7 - Países Emergentes: Fluxo de Carteira (Títulos e Ações) Proveniente dos Países Industrializados</i> . 26	
<i>Tabela 8 - Brasil: Resultados da Privatização</i> .....	31
<i>Tabela 9 - Países Emergentes<sup>1</sup>: Captações Externas (Fluxo líquido)</i> .....	36
<i>Tabela 10 - Países Emergentes: Fluxos de Capitais<sup>1</sup> Líquidos Por Região e Por País</i> .....	38
<i>Tabela 11 - Países Emergentes: Investimento Direto Externo</i> .....	38
<i>Tabela 12 - Países Emergentes: Fluxo de Carteira (Bruto) por Região</i> .....	39
<i>Tabela 13 - Países Emergentes: Fluxo de Carteira em Ações Por Região</i> .....	46
<i>Tabela 14 - Países Selecionados: Mercado de Securities (% em relação ao PIB)</i> .....	47
<i>Tabela 15 - Países Selecionados: Cotação da Ação sobre Valor Patrimonial</i> .....	58
<i>Tabela 16 - Brasil: Origem dos Investidores Estrangeiros do Anexo IV</i> .....	59
<i>Tabela 17 - Brasil: Captação de Recursos Externos</i> .....	61
<i>Tabela 18 - Brasil: Anexo IV - Volume de Investimento Externo</i> .....	64
<i>Tabela 19 - Brasil: Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre</i> .....	65
<i>Tabela 20 - Brasil: Destaques entre as Empresas Federais Privatizadas e Data dos Leilões</i> .....	66
<i>Tabela 21 - Brasil: Número de Companhias de Capital Aberto, Companhias Listadas em Bolsa e na Bovespa</i> .....	70
<i>Tabela 22 - Brasil: Emissões de Ações</i> .....	71
<i>Tabela 23 - Brasil: Número de Emissão de Ações e Debêntures</i> .....	72
<i>Tabela 24 - Brasil: Emissão de Debêntures</i> .....	73
<i>Tabela 25 - Bovespa: Participação por Tipo de Investidor no Total Negociado</i> .....	75
<i>Tabela 26 - Bovespa: Número de Negócios, Volume Negociado e Média Diária de Negociação no Mercado à Vista e Total dos Mercados<sup>1</sup> da Bovespa</i> .....	76
<i>Tabela 27 - Ranking Mundial de Capitalização de Mercado e Valor Total Negociado para 25 países, posição em dezembro de 1993</i> .....	77
<i>Tabela 28 - Bovespa: Valor de Mercado e Taxa de Capitalização</i> .....	78
<i>Tabela 29 - Países Selecionados: Taxa de Capitalização</i> .....	79
<i>Tabela 30 - Bovespa: Taxa de Turnover e Taxa de Negociação</i> .....	80
<i>Tabela 31 - Bovespa: Concentração das Negociações no Mercado à Vista</i> .....	81
<i>Tabela 32 - Bovespa: As dez ações mais negociadas no mercado à vista</i> .....	82
<i>Tabela 33 - Brasil : Taxa de Emissão Primária</i> .....	85

<i>Tabela 34 - Empresas Inscritas no Programa de Depositary Receipts, novembro de 1997</i> .....	86
<i>Tabela 35 - Bolsas de Valores Americanas: Os dez ADRs mais negociados</i> .....	88
<i>Tabela 36 - Requisitos e custos das bolsas de valores americanas - 1991</i> .....	113

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1 - Índice Ibovespa (jan/91 a dez 97)</i> .....	52
<i>Gráfico 2 - Índice Ibovespa (em dólar) e Anexo IV (entrada de recursos - em US\$ milhões)</i> .....	63
<i>Gráfico 3 - Ibovespa e Índice Merval (julho de 1997)</i> .....	67
<i>Gráfico 4 - Emissões de Ações e Debêntures (1991 a 1996)</i> .....	73
<i>Gráfico 5 - Valor de Mercado das Companhias Listadas na Bovespa</i> .....	79
<i>Gráfico 6 - Volatilidade Ibovespa (1990 a 1997)</i> .....	83

## ÍNDICE DE QUADROS

<i>Quadro 1 - Países Selecionados: Liberalização Financeira</i> .....	35
<i>Quadro 2 - Índices de Bolsa de Valores</i> .....	104
<i>Quadro 3 - Procedimentos Operacionais de uma Negociação no Mercado à Vista</i> .....	106

## INTRODUÇÃO

Os países em desenvolvimento voltaram a ter acesso aos fluxos de capitais privados nos anos 90, principalmente através da modalidade de investimento direto e em carteira. Em 1987, de cada US\$ 100 de investimento em carteira dos países industrializados, apenas US\$ 0,50 eram direcionados para os mercados emergentes, mas, em 1993, de cada US\$ 100, US\$ 16 foram investidos nesses países. (Folkerts-Landau, 1995).

O aumento dos fluxos de capitais para os mercados decorreu, principalmente, do crescimento da participação dos ativos destes países nas carteiras dos investidores institucionais dos países industrializados. Segundo estimativas dos administradores de fundos norte-americanos a participação dos investimentos estrangeiros direcionados para os mercados emergentes cresceu de 2,5% em 1989 para 10% em 1992 e para, aproximadamente, 12% em 1993. (Folkerts-Landau et alli, 1995).

Existem diferentes definições para o termo **mercado emergente**. Segundo a definição adotada pela *International Finance Corporation*<sup>1</sup> (IFC), este termo designa os mercados de capitais de países em desenvolvimento<sup>2</sup> que, por sua vez, segundo a definição do Banco Mundial, correspondem aos países cuja renda per capita é considerada baixa (inferior a US\$ 785 em 1996) ou média (inferior a US\$ 9.635 em 1996).

Esta definição engloba vários países que possuem mercados de capitais com diferentes níveis de desenvolvimento. Alguns mercados têm indicadores de bolsa de valores próximos ou mesmo superiores a de países industrializados. Por exemplo, em 1993, o volume negociado em Taiwan ficou em 4º lugar no ranking publicado pela IFC, atrás dos Estados Unidos (1º), Japão (2º) e Reino Unido (3º) e acima da Alemanha (5º) e do Canadá (10º) (Emerging Stock Markets Factbook, 1994). Por outro lado, muitas bolsas de valores de países emergentes continuam pouco desenvolvidas e, inclusive, não permitem a participação de investidores estrangeiros. Os mercados emergentes constituem um grupo de países bastante heterogêneo.

---

<sup>1</sup> Subsidiária do Banco Mundial.

<sup>2</sup> O termo **mercado emergente** extrapolou a referência ao mercado de capitais e é comumente utilizado para designar o próprio país em desenvolvimento.

A heterogeneidade dos mercados emergentes dá margem para que surjam outras definições<sup>3</sup>. Há analistas que preferem considerar os mercados emergentes como sendo aqueles que possuem uma taxa de capitalização inferior a uma percentagem pré-determinada em relação à capitalização de todos os mercados acionários do mundo. Outros classificam os mercados emergentes por exclusão, ou seja, como aqueles que não pertencem a América do Norte (Estados Unidos e Canadá) e a EAEO (Europa, Austrália e Extremo Oriente). Estas definições podem entrar em conflito com a adotada pela IFC que, por exemplo, definiria a Malásia como um mercado emergente ao contrário da última classificação apresentada acima.

Kalotay e Alvarez (1994) distinguiram três grupos de mercados emergentes, de acordo com o nível de desenvolvimento que estes possuíam no início dos anos 90. Na primeira categoria incluíram países como a Malásia, México, Coréia, Taiwan e Tailândia. Estes países possuíam algumas características similares a dos países industrializados, tais como: baixas taxas de inflação; taxas de câmbio relativamente estáveis; sistemas bancários e financeiros domésticos desenvolvidos; facilidade de acesso aos mercados financeiros internacionais; significativos volumes de negociação nas bolsas de valores; e sofisticados sistemas de compensação de títulos. Estes países não foram considerados desenvolvidos, pois ainda não haviam consolidado seus resultados econômicos e não haviam eliminado a vulnerabilidade às mudanças no mercado global.

A segunda categoria, também denominada de mercados emergentes num sentido restrito, referia-se a países como Argentina, Brasil, Índia, Nigéria e Filipinas. Apesar deste grupo de países ter embarcado num processo de mudança qualitativa de seus mercados de capitais, ainda possuíam características de mercados subdesenvolvidos, tais como: baixos volumes de negociação, pequena taxa de capitalização entre outros indicadores.

A terceira categoria, num sentido amplo, incorporava os demais países emergentes, tais como: Barbados, Equador, Gana, Guatemala, Rússia entre outros. Estes países possuíam um pobre desempenho econômico, não tinham acesso aos fluxos de capitais privados internacionais e suas bolsas de valores estavam num estágio inicial de desenvolvimento, mesmo quando comparadas às bolsas de outros mercados emergentes.

---

<sup>3</sup> Ver Mobius (1996).

Esta subdivisão dos mercados emergentes deixa claro que existem diferenças entre eles em relação ao desempenho macroeconômico, ao nível de desenvolvimento dos mercados de capitais e ao acesso aos fluxos de capitais internacionais. No entanto, ao longo dos anos 90, os mercados emergentes sofreram transformações que tornariam necessária uma nova avaliação e classificação.

Nesta dissertação adotaremos a definição dada pela IFC aos mercados emergentes, apesar das ressalvas já apontadas anteriormente.

O retorno aos mercados financeiros internacionais não se estendeu a todos os países emergentes de forma homogênea, ao contrário, houve uma concentração dos fluxos de capitais em torno de um grupo de países. Em 1990, um grupo de 12 países havia recebido 83,6% dos fluxos de capitais líquidos destinados aos países emergentes.

Os fluxos de capitais, principalmente sob a forma de fluxo de carteira<sup>4</sup>, permitiram uma maior internacionalização dos mercados emergentes, nos anos 90. Entre os fatores específicos que impulsionaram os fluxos de carteira em ações, temos: a desregulamentação e liberalização dos mercados emergentes; baixo preço das ações negociadas nestes mercados e expectativa de grande valorização; programa de privatização de grandes empresas estatais; retirada de restrições à aquisição de ações de países emergentes por investidores institucionais de países industrializados; além da estratégia de diversificação de carteira dos investidores institucionais dos países industrializados.

Esta dissertação tem por objetivo analisar uma das modalidades de fluxo de capital, o fluxo de carteira em ações, no contexto da liberalização do mercado de capitais brasileiro no período que se estendeu de 1991 a 1997. A ênfase recairá nos impactos desse fluxo sobre o desempenho da Bovespa.

A abertura financeira do mercado de capitais brasileiro foi parcial até o momento. A entrada direta dos investidores institucionais estrangeiros foi restringida ao mercado secundário. A participação dos investidores estrangeiros no mercado primário, através da subscrição de ações, ficou restrita aos fundos de investimento de capital estrangeiro, tais como: Sociedade de Investimento de Capital Estrangeiro (SICE); Fundos de Investimento de Capital Estrangeiro (FICE) e Carteira de Valores Mobiliários (CTVM), entre outros.

---

<sup>4</sup> Fluxo de carteira engloba tanto às aplicações em títulos quanto em ações.

A liberalização do mercado de capitais brasileiro também envolveu medidas que permitiram a negociação e o lançamento de ações nas bolsas de valores internacionais através de recibos de depósitos (*depository receipts* ou DRs), através do Anexo V, regulamentado em 1992. Os investidores brasileiros também estão autorizados a operarem nas bolsas internacionais para negociar DRs de empresas brasileiras. Esta medida permite a arbitragem de preços entre as ações negociadas nas bolsas domésticas e os recibos de depósitos negociados internacionalmente. Em 1996, foram regulamentados os recibos de depósitos brasileiros (BDRs) que permitem a negociação de ações de empresas estrangeiras nas bolsas de valores brasileiras.

Os investidores domiciliados nos países membros do Tratado Mercosul podem aplicar seus recursos livremente nas bolsas de valores brasileiras e as empresas sediadas nestes países podem negociar suas ações nestes mercados. As aplicações no mercado de capitais brasileiro podem ser feitas nas seguintes moedas: dólares norte-americanos, moeda do país de origem e moeda do país receptor da aplicação.

A IFC tem defendido a liberalização dos mercados de capitais sob o argumento de que os fluxos de carteira em ações podem contribuir para o desenvolvimento dos mercados emergentes e para a constituição de um padrão de financiamento baseado nos mercados de capitais e capaz de engendrar um círculo virtuoso de crescimento econômico.

A idéia de um círculo virtuoso criado a partir dos fluxos de carteira em ações está contida na seguinte frase: *“Estimulados pelos seus investidores, administradores de carteira de fundos têm demandado melhorias na ‘infra-estrutura institucional’ das bolsas de valores emergentes (liquidação, custódia, registro, disclosure). Reguladores e participantes estão respondendo positivamente. O influxo de capital estrangeiro no mercado de ações locais melhorou a liquidez e aumentou a relação preço/dividendo (P/D), reduzindo então os custos para as empresas emitirem novo capital. Um círculo virtuoso tem-se desenvolvido: firmas existentes emitem mais ações, novas firmas são listadas, mais investidores são atraídos pela melhoria na liquidez e assim por diante.”* (Carter, 1996:3).

Nossa hipótese é que os fluxos de carteira em ações contribuíram para um aprofundamento do mercado secundário nesse período. O aprofundamento do mercado secundário é entendido como a melhoria de alguns indicadores de bolsa de valores, tais como:

volume negociado, média diária de negociação, taxa de capitalização, liquidez, volatilidade, concentração de negócios. No entanto, a dinâmica das bolsas de valores não gerou estímulos para a ampliação do mercado de capitais através da emissão de novas ações.

Nosso estudo compreende o período que vai de 1991 a 1997. A participação estrangeira no mercado de capitais brasileiro foi flexibilizada a partir de maio de 1991, através da Resolução nº 1.832 do CMN que introduziu o Anexo IV que permitiu a atuação de investidores institucionais estrangeiros diretamente nas bolsas de valores brasileiras<sup>5</sup>. Incluem-se na categoria de investidores institucionais estrangeiros fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras, fundos mútuos de investimento constituídos no exterior, entre outros.

Antes de analisarmos o desempenho do mercado de capitais brasileiro no período de 1991 a 1997, precisamos compreender o cenário internacional no qual se deu a reinserção financeira dos mercados emergentes no início dos anos 90 e o predomínio dos fluxos de carteira na captação de recursos externos por estes países.

Algumas mudanças ocorridas nos mercados financeiros internacionais nos anos 80, tais como a securitização do crédito, a globalização financeira e o crescimento do papel desempenhado pelos investidores institucionais, contribuíram para a alteração na composição dos fluxos de capitais internacionais e para uma maior integração entre os mercados de capitais. Analisaremos estes tópicos na primeira parte desta dissertação.

Na segunda parte apresentaremos uma análise sobre o desempenho do mercado secundário de ações e do mercado primário no período de 1991 a 1997. Procuraremos verificar se houve um aprofundamento do mercado de capitais brasileiro e se este está ou não relacionado à liberalização do mercado de capitais. Para isso analisaremos alguns indicadores de mercado de capitais que podem ser divididos em: indicadores de bolsa de valores e de mercado primário. Entre os indicadores de bolsa de valores temos:

a) porcentagem de investidores estrangeiros: para avaliar o peso e a importância deste agente no volume negociado na bolsa de valores.

b) volume negociado e média diária de negociação: valores de compra e venda movimentados na bolsa de valores.

---

<sup>5</sup> Maiores detalhes sobre este assunto ver o Anexo II desta dissertação.

c) taxa de capitalização: relação entre o valor de mercado de todas as companhias listadas em bolsa de valores e o PIB. É uma medida do tamanho do mercado secundário de ações.

d) liquidez, conceito entendido como a facilidade de comprar e vender um determinado ativo, pode ser obtido através de duas medidas. A primeira medida é a taxa de negociação de ações (*share traded ratio*) que é o volume negociado em bolsa de valores em relação ao PIB. A segunda medida é a taxa de *turnover* que é o volume negociado em relação ao valor de mercado das companhias listadas em bolsa.

e) volatilidade: indica a variabilidade dos preços das ações. É a estimativa do desvio padrão dos retornos dos preços das ações.

f) concentração de mercado: mede a participação das ações das dez empresas mais negociadas em relação ao volume total negociado.

Quanto ao indicador de mercado primário, temos a taxa de emissão primária de ações em relação ao PIB que expressa o tamanho deste mercado em relação à economia.

Analisaremos também os lançamentos de DRs nas bolsas de valores internacionais. Este dado nos fornece uma idéia aproximada do processo de internacionalização da negociação de ações e nos mostra quais são as empresas que estão buscando o mercado internacional.

# PARTE I - MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E FLUXOS DE CAPITAIS PARA MERCADOS EMERGENTES: O MERCADO DE ATIVOS

## INTRODUÇÃO

Nesta primeira parte da dissertação, temos por objetivo analisar a mudança na composição dos fluxos de capitais que foram direcionados para os mercados emergentes no período que se estendeu de 1990 a 1996. Após uma década de exclusão dos mercados financeiros internacionais<sup>6</sup>, os países emergentes da América Latina, principais protagonistas da crise da dívida dos anos 80, voltaram a ter acesso ao crédito internacional em bases voluntárias.

A atual forma de captação de recursos externos pelos países emergentes está baseada na emissão de *securities*<sup>7</sup> e nos fluxos de investimento direto externo, sendo bastante distinta daquela que prevaleceu nos anos 70, quando predominaram os empréstimos bancários sindicalizados. Essa mudança na composição dos fluxos de capitais para os mercados emergentes pode ser atribuída às transformações que ocorreram nos mercados financeiros internacionais nos anos 80. (Lima, 1997).

Em 1996, os fluxos de capitais privados (líquidos) para os países emergentes totalizaram US\$ 243,8 bilhões, sendo que 37,6% corresponderam a fluxos de carteira (18,9% a fluxo de carteira em títulos e 18,7% a fluxo de carteira em ações), 44,9% corresponderam a investimento direto externo e apenas 14% a empréstimos de bancos comerciais. (Global Development Finance, 1997). Como podemos notar os empréstimos de bancos comerciais representaram uma pequena parcela dos atuais fluxos de capitais para os países emergentes.

No primeiro capítulo, analisaremos as principais transformações ocorridas nos mercados financeiros internacionais nos anos 80 que contribuíram para a mudança na

---

<sup>6</sup> Como define Lima (1997): “Os mercados financeiros internacionais compreendem transações financeiras realizadas nos seguintes moldes:

- operações com moeda que não a local;
- operações com não-residentes;
- operações realizadas fora do país em que a instituição financeira tem sede legal”. (Lima, 1997:3).

<sup>7</sup> *Securities* podem ser títulos de renda fixa como *bonds* e *notes* ou títulos de renda variável como ações.

composição dos fluxos de capitais internacionais e para a atual forma de inserção financeira dos mercados emergentes.

Nesse capítulo, destacaremos o papel desempenhado pelos investidores institucionais dos países industrializados em seus mercados domésticos e nos emergentes. No caso deste último grupo de países, os investidores institucionais constituíram-se na categoria de principais investidores estrangeiros e sua estratégia de alocação de carteira influenciou os movimentos dos fluxos de capitais, em especial os fluxos de carteira, para estes países.

No segundo capítulo, analisaremos os condicionantes da reinserção financeira dos países emergentes e a composição dos fluxos de capitais que se direcionaram para estes países no período compreendido entre 1990 e 1996. Este período foi dividido em três fases: a) de 1990 a 1993, marcado pelo retorno dos fluxos de capitais para os mercados emergentes; b) de 1994 ao 1º trimestre de 1995, período marcado pela elevação das taxas de juros internacionais e pela crise de liquidez do México que afetou vários países emergentes; c) a partir do 2º trimestre de 1995 a 1996, fase em que ocorreu o restabelecimento da confiança dos investidores estrangeiros nos mercados emergentes.

**O pressuposto desta primeira parte é que as mudanças ocorridas nos mercados financeiros internacionais nos anos 80 e a estratégia de alocação de carteira dos investidores institucionais dos países industrializados no início dos anos 90 condicionaram o tipo de inserção financeira dos mercados emergentes nos mercados financeiros internacionais e explicam o tipo de composição dos atuais fluxos de capitais para os mercados emergentes.**

## **CAPÍTULO 1: PRINCIPAIS MUDANÇAS OCORRIDAS NOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS A PARTIR DOS ANOS 80**

### **1.1 Política Econômica e Cenário Macroeconômico Vigente nos Anos 80**

Neste item, destacaremos os elementos do cenário macroeconômico internacional e da política econômica implementada nos principais países industrializados que estiveram relacionados a três transformações ocorridas nos mercados financeiros internacionais: a securitização, a globalização financeira e o crescimento do mercado de ativos.

Após um período de crescimento econômico rápido e sustentado no pós-guerra, os países industrializados viveram um período de elevação das taxas de inflação e desaceleração econômica nos anos 70. Entre os principais eventos que marcaram este período temos: a ruptura do acordo de Bretton Woods em 1971 e o abandono da tentativa de reordenar as taxas de câmbio e estabelecer paridades fixas em 1973; a escalada da inflação nos Estados Unidos a partir de 1972; e o primeiro choque do petróleo em 1973.

O ano de 1979 marcou o período de mudança da orientação de política econômica dos Estados Unidos, quando a luta contra a inflação transformou-se no principal objetivo norteador destas políticas. Para controlar a inflação adotou-se como instrumento principal a política monetária sobre preceitos monetaristas.

A adoção de uma política monetária restritiva de cunho monetarista foi bem sucedida ao promover queda da taxa de inflação. No entanto, esta medida implicou na elevação tanto das taxas de juros nominais quanto das taxas de juros reais que conjuntamente com a diminuição do gasto provocaram uma desaceleração do crescimento econômico que contribuiu para o aumento da dívida pública e do déficit público. (Plihon, 1996).

Além disso, a visão neoliberal passou a ser a ideologia dominante, projetada a partir dos Estados Unidos. A ascensão do neoliberalismo levou a uma redefinição do papel do Estado na economia. Entre as medidas tomadas ancoradas sobre esta ideologia destacamos: o desmantelamento do aparato regulatório dos sistemas financeiros domésticos e referente aos fluxos de capitais internacionais.

A necessidade de financiamento do déficit público fez com que os países industrializados, em especial os Estados Unidos, recorressem cada vez mais não só aos investidores domésticos, mas também aos estrangeiros para obterem recursos financeiros que cobrissem seus desequilíbrios orçamentários. Os Estados Unidos lideraram a implementação de várias medidas em direção à desregulamentação e liberalização financeira<sup>8</sup> que posteriormente se estenderam a outros países industrializados e mesmo aos emergentes.

Plihon (1996) argumenta que o aumento da dívida pública levou os Tesouros Públicos Nacionais a recorrerem cada vez mais aos investidores estrangeiros, em especial aos investidores institucionais que passaram a adquirir títulos públicos nacionais. Desta forma, impulsionados pela necessidade de financiamento do déficit público, as autoridades nacionais passaram a liberalizar e modernizar seus sistemas financeiros domésticos

O financiamento do déficit público dos principais países industrializados nos mercados financeiros internacionais através da emissão de títulos da dívida pública não estimulou somente a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos e a liberalização financeira, mas também contribuiu para a constituição do segmento de títulos de longo prazo e para o processo de securitização.

Nas palavras de Belluzzo (1995: 16): *“Na prática, a ampliação dos mercados de dívida pública constituíram a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização. Isto não apenas porque cresceu a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países, mas também porque os papéis do governo dos Estados Unidos são os produtos mais nobres e seguros dos mercados integrados.”*

O processo de securitização também foi influenciado pela difícil posição em que se encontravam os bancos comerciais internacionais, em especial os bancos norte-americanos, após a crise da dívida dos países emergentes deflagrada em 1982. A elevação das taxas de juros internacionais no início dos anos 80 provocou grande impacto sobre a dívida externa dos países em desenvolvimento e explicitou a frágil situação dos bancos comerciais internacionais.

---

<sup>8</sup> A desregulamentação dos mercados financeiros ocorreu, principalmente, nas seguintes áreas: controle sobre as taxas de juros; mecanismos de alocação de crédito; acesso ao mercado de títulos; segmentação do mercado financeiro; participação de instituições bancárias estrangeiras nos mercados domésticos; controle sobre fluxos de capitais.

A possibilidade de emissão de títulos de dívida direta nos mercados financeiros veio atender a demanda por recursos financeiros das grandes corporações empresariais que viviam um período de retomada de investimentos nos principais países industrializados em meados dos anos 80, uma vez que os bancos comerciais encontravam-se em dificuldades. Além disso, a desintermediação financeira representou uma redução dos custos de financiamento para as grandes corporações que viram-se estimuladas a captarem recursos diretamente através da emissão de *securities*.

Os bancos comerciais internacionais cujos ativos estavam comprometidos com dívidas dos países emergentes puderam se beneficiar do processo de securitização que permitiu a transformação destes créditos em títulos negociados nos mercados secundários, ou seja, permitiu a reciclagem da dívida dos países em desenvolvimento.

A posição de fragilidade dos bancos comerciais internacionais, somada ao financiamento dos déficits públicos através da emissão de títulos e à desregulamentação e liberalização financeira lançaram estímulos para o desenvolvimento das finanças diretas. (Belluzzo e Coutinho, 1996).

Podemos observar na Tabela 1 que os instrumentos securitizados tiveram participação crescente no financiamento obtido no mercado financeiro internacional na primeira metade dos anos 80, enquanto diminuiu a participação dos empréstimos bancários sindicalizados.

Tabela 1 - Mercado Internacional: Meios de Financiamento  
1981 a 1985 – (em US\$ bilhões)

<i>Instrumentos</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>
A. Emissão de Títulos Internacionais <sup>1</sup>	44,0	71,7	72,1	108,1	163,6
B. Emissão de Notas de Empréstimo <sup>2</sup>	1,0	2,3	3,3	18,9	49,5
C. Bancos: Empréstimos Sindicalizados <sup>3</sup>	131,5	100,5	51,8	36,6	21,2
D. Total (A+B+C)	176,5	174,5	127,2	163,6	234,3
E. Participação dos Instrumentos Securitizados (A+B/D)	25,5	42,4	59,3	77,6	91,0

Nota: <sup>1</sup> Inclui *Floating Rate Notes*, exclui títulos que incluem ações como garantia

<sup>2</sup> Inclui os instrumentos que têm subscrição ou não, tais como: NIFs, RUFs e *Eurocommercial Papers*

<sup>3</sup> Não inclui empréstimos existentes em que somente os *spreads* mudam: inclui pacotes promovidos pelo FMI, entidades governamentais e bancos comerciais, em cooperação, com “dinheiro novo”.

Fonte: BIS, Relatório, 1986 apud Braga (1993:52)

A Tabela 2 apresenta uma visão resumida dos dados de Balanço de Pagamentos para quatorze países industrializados. Podemos notar que houve um crescimento nos fluxos de investimento direto e em títulos, mensurados como porcentagem em relação ao PNB.

Tabela 2 - Quatorze Países Industrializados<sup>1</sup> : Fluxos de Capitais Brutos  
1975 a 1989 - (Como porcentagem do PNB<sup>2</sup>)

<i>Movimento de Capitais</i>	1975-84	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Saídas (Propriedade de Residentes)</b>						
Investimento Direto	0.6	0.7	0.9	1.2	1.1	1.3
Investimento em Títulos Privados	0.5	1.3	1.5	0.9	1.3	1.3
Investimento em Ações	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.6
Investimento em Títulos Públicos	0.5	0.4	0.7	1.2	0.6	0.6
Empréstimo Bancário de Longo Prazo	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8	1.0
<b>Entradas (Propriedade de Não-Residentes)</b>						
Investimento Direto	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9	1.1
Investimento em Títulos <sup>3</sup> Privados	0.2	0.9	0.8	0.6	0.8	1.1
Investimento em Ações	0.1	0.2	0.3	0.0	0.1	0.4
Investimento em Títulos Públicos <sup>4</sup>	0.8	0.9	1.2	0.9	0.9	1.1
Empréstimo Bancário de Longo Prazo	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1
Emprést. Bancário de Curto Prazo (Liq.)	0.3	0.5	0.8	1.0	0.6	0.4
Outros (Liq.)	-0.1	-0.1	-0.5	0.2	0.0	0.1
Fluxo de Capital Líquido	-0.6	0.3	-0.2	0.1	0.2	0.5
Conta Corrente	-0.2	-0.6	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5
Erros e Omissões <sup>5</sup>	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0	0.1

Notas: <sup>1</sup> Os quatorze países incluem aqueles do Grupo dos Dez (Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos) mais Austrália, Áustria e Espanha

<sup>2</sup> utilizou-se o PIB para a França

<sup>3</sup> Exclui o investimento em títulos do setor público

<sup>4</sup> Inclui o investimento em títulos do setor público

<sup>5</sup> Igual a conta corrente menos o fluxo de capital líquido

Fonte: Turner (1991: 35).

A deflagração da crise da dívida dos países em desenvolvimento, a retomada do crescimento nos principais países industrializados e a existência de desequilíbrios macroeconômicos nos principais países industrializados - como por exemplo: os déficits gêmeos (orçamentário e comercial) dos Estados Unidos e os superávits comerciais do Japão e da Alemanha - promoveram uma reorientação dos fluxos de capitais internacionais que nos

anos 80 passaram a circular entre os países industrializados. A maior mobilidade dos fluxos de capitais internacionais entre os países industrializados foi possível graças à maior abertura financeira destes. (Chesnais, 1996)

As medidas de política econômica adotadas nos anos 80 pelos principais países industrializados foram uma resposta ao ambiente instável vigente no cenário macroeconômico mundial. Entre os principais fatos que marcaram este período destacamos: a crescente instabilidade das taxas de câmbio e juros, decorrentes da política monetária dos Estados Unidos, principalmente durante o governo Reagan; a ocorrência de déficits gêmeos (desequilíbrio orçamentário e comercial) norte-americano que passaram a ser financiados com a colocação de títulos de dívida pública do Tesouro junto a investidores estrangeiros; e a crise dos países endividados em 1982.

Em virtude do quadro macroeconômico mundial vigente nos anos 80 e das políticas econômicas implementadas pelos principais países industrializados, as mudanças que passaram a ocorrer nos mercados financeiros internacionais caminharam na direção de uma crescente flexibilização das formas de negociação e maior integração financeira internacional.

A seguir, destacaremos algumas das principais mudanças ocorridas nos mercados financeiros internacionais: a securitização do crédito, a globalização financeira e o crescimento do mercado de ativos. Estas transformações são fundamentais para a compreensão da atual dinâmica dos mercados financeiros internacionais e para a análise dos fluxos de capitais internacionais.

## **1.2 Principais Transformações**

### **1.2.1 Securitização**

A securitização do crédito, também conhecida como desintermediação financeira ou titularização, representou a possibilidade da contratação de crédito diretamente por empresas ou pelo governo através da colocação de títulos nos mercados financeiros. Englobou tanto a

colocação de títulos tradicionais (ações, *bonds* e *notes*) como também de novos produtos<sup>9</sup> desenvolvidos durante os anos 80, quando ocorreu um intenso processo de inovações financeiras<sup>10</sup>.

O aspecto inovador da securitização de crédito diz respeito à transformação de um crédito indireto, obtido através de um intermediário financeiro, em um título que pode ser negociado no mercado secundário. A linha demarcatória entre as operações de crédito tradicionais (crédito indireto) e a emissão de valores mobiliários (crédito direto) tornou-se tênue. A securitização permitiu a ampliação dos instrumentos financeiros disponíveis nos mercados de capitais.

Como coloca Lima (1997: 34): “... a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários não-bancários.”

Entre os intermediários não-bancários beneficiados pelo aumento da gama de opções para aplicações financeiras temos os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras). Estes agentes foram favorecidos pela situação de fragilidade dos grandes bancos comerciais e pela mudança de comportamento dos aplicadores que passaram a direcionar seus recursos financeiros para fundos de investimento. Este fato garantiu a demanda pelos títulos securitizados que passaram a fazer parte das carteiras dos fundos de investimento, ao mesmo tempo que agravou a posição dos bancos comerciais que observaram uma queda na sua captação de recursos junto aos aplicadores. (Baer, 1993).

O papel desempenhado pelos investidores institucionais será analisado no item 1.3.

---

<sup>9</sup> Várias operações de securitização de crédito foram introduzidas paulatinamente ao longo dos anos 80, tais como: *transferable loan facility*, *asset-backed securities* ou *loan-backed*, *leveraged recapitalization* e *leveraged buyout*, entre outras. Para maiores detalhes ver Lima (1997).

<sup>10</sup> No âmbito desta dissertação destacamos apenas a introdução de novas formas de securitização de crédito como inovações financeiras. No entanto, vale ressaltar que durante a década de 80 foi disseminada a utilização de derivativos (opções, futuros e *swaps*) que tiveram por objetivo transferir os riscos crescentes associados ao aumento da volatilidade das taxas de juros e câmbio. A introdução destas inovações foi estimulada pelo cenário macroeconômico instável vigente neste período. No entanto, perversamente, tornaram os mercados financeiros internacionais ainda mais instáveis. (Plihon, 1995).

### 1.2.2 Globalização Financeira

Entendemos o processo de globalização financeira como sendo a maior integração e interpenetração entre os mercados financeiros domésticos e internacionais, com rápida transmissão de decisões e propagação de informações entre os mercados. Vários fatores contribuíram para este processo, podemos citar: o avanço tecnológico, das telecomunicações e dos sistemas de informação; a introdução de novas formas de operação nos mercados financeiros; a desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros domésticos e a ampliação dos mercados financeiros internacionais.

O avanço tecnológico, das telecomunicações e dos sistemas de comunicação possibilitaram a interligação das praças financeiras, viabilizaram o funcionamento do mercado financeiro durante praticamente 24 horas por dia, também permitiram a redução dos custos de transação nos mercados financeiros internacionais e a disseminação instantânea de informações nos mercados mundiais. As finanças internacionais tornaram-se mais integradas e dinâmicas, dando origem a um mega-mercado financeiro. (Kurtzman, 1995 e Plihon, 1995).

A desregulamentação dos mercados financeiros domésticos e a abertura financeira somada à introdução de novos instrumentos financeiros configuraram um fenômeno denominado de descompartimentalização dos mercados. As fronteiras que separavam os segmentos de mercado monetário, mercado financeiro, mercado cambial, entre outros, desapareceram e ganharam amplitude mundial. (Plihon, 1995).

O fato relevante da globalização financeira é que um investidor, residente ou não-residente no mercado financeiro em que está atuando, pode negociar um ativo financeiro denominado ou não na moeda local onde ocorre a operação financeira e, devido a liquidez do mercado secundário, pode trocar de ativo financeiro com menores custos de transação para outro que lhe ofereça melhor rentabilidade ou cobertura contra riscos<sup>11</sup> financeiros.

---

<sup>11</sup> Entre os riscos associados às aplicações financeiras temos:

- risco de câmbio: refere-se à mudança no preço de um ativo ocasionado por variação na taxa de câmbio;
- risco de crédito: diz respeito à possibilidade de ocorrer falha no pagamento de um empréstimo (juros ou principal), também é conhecido como risco de inadimplência ou *default risk*;
- risco de evento: relaciona-se a possibilidade de ocorrer um evento não previsto que venha a desvalorizar o preço de um título;
- risco de liquidez: que um ativo se torne ilíquido, ou seja, que um determinado ativo não possa ser negociado com rapidez pelo valor total de mercado;

Este processo tornou menos transparente a diferenciação entre as operações realizadas nos mercados financeiros domésticos e aquelas efetuadas no mercado financeiro internacional, permitiu maiores oportunidades de aplicação financeira, mas também criou maiores possibilidades de ganhos de natureza especulativa que aumentaram a instabilidade financeira mundial.

### 1.2.3 Mercado de Ativos

As transformações ocorridas nos mercados financeiros internacionais a partir dos anos 80 contribuíram para o crescimento do mercado de ativos que ampliou os instrumentos disponíveis para a alocação de riqueza financeira e obtenção de financiamento. No entanto, a generalização e supremacia dos mercados de títulos negociáveis trouxeram preocupações em relação ao ciclo de preços.

Desde meados dos anos 80, tem se observado um grande número de crises financeiras<sup>12</sup>. Frequentes períodos de expansão (*boom*) e contração (*crash*) surgem em mercados localizados e, em alguns casos, geram ameaça de contaminação de outros mercados financeiros. A ocorrência de crises financeiras marcadas por movimentos especulativos não é nova na história do capitalismo. Mas, o fato que chama a atenção atualmente é a possibilidade de propagação dos distúrbios financeiros num quadro crescente de integração dos mercados financeiros (Goodhart: 1995).

---

- risco de mercado: oriundo da possibilidade de alteração do valor negociável de um título enquanto um investidor mantém uma posição;

- risco-país: relaciona-se aos ativos de um dado país.

- risco de poder de compra: associado a desvalorização de um ativo devido à inflação;

- risco político: temor de que fatos políticos afetem o valor de mercado de um ativo;

- risco de taxa de juros: refere-se a possibilidade de que variações na taxa de juros afetem a rentabilidade de um ativo;

- risco sistemático: corresponde ao risco que pode ser eliminado com a diversificação de carteira;

- risco sistêmico: probabilidade de que os distúrbios nos mercados financeiros se espalhem pela economia, comprometendo o sistema de pagamentos e a alocação de capital.

<sup>12</sup> Podemos citar entre as crises financeiras ocorridas recentemente: o *crash* da Bolsa de Nova York no dia 19 de outubro de 1987; o colapso do mercado de *junk bonds* nos Estados Unidos em 1989; a falência das *saving and loans* nos Estados Unidos no início dos anos 90; os ataques especulativos contra moedas do Sistema Monetário Europeu em setembro de 1992 e julho-agosto de 1993; a especulação imobiliária no Japão e a elevação de preços no mercado de títulos americanos entre 1993-1994; a crise do México em dezembro de 1994; e a crise dos países asiáticos em 1997.

A atividade especulativa não é em si motivo de preocupação como alertou o próprio Keynes. Nos mercados financeiros, seja bolsas de valores, mercados futuros ou de títulos, a presença de “altistas” e “baixistas” faz parte das negociações diárias e serve para dar liquidez às diferentes posições dos agentes que atuam nestes mercados.

No entanto, o comportamento especulativo dos agentes econômicos pode tornar-se perigoso se os agentes econômicos procuram antecipar as mudanças no desempenho do mercado financeiro: *“O especulador procura perceber antes do grande público as mudanças futuras da base convencional de avaliação. Nessas circunstâncias, o preço dos ativos financeiros expressa cada vez mais a antecipação do mercado financeiro sobre as cotações futuras. Daí a possibilidade de surgimento das ‘bolhas especulativas’, de situações em que o curso efetivo dos preços dos ativos não tenha maior relação com seus determinantes básicos, com os fundamentals.”* (Miranda, 1993:83).

Os agentes econômicos relevantes que participam dos mercados financeiros globalizados (grandes bancos, investidores institucionais e tesouraria das grandes empresas), em situações de incerteza, formulam suas estratégias de alocação de riqueza baseada na convenção do mercado e como argumentam Belluzzo e Coutinho (1996), devido ao grande porte destes agentes, eles são formadores de opinião e influenciam as decisões de outros agentes de menor porte. Desta forma, a mimetização de uma determinada convenção pela maioria dos participantes do mercado dá início à formação e colapsos de “bolhas” financeiras.

O desenvolvimento do mercado de títulos negociáveis trouxe preocupações com o chamado ciclo de preços dos ativos, com oscilações bruscas que vão da inflação de preços (*asset-price inflation*) à deflação (*debt deflation*).

Os momentos de ruptura de determinada convenção dão origem a um processo de deflação de preços de ativos e, se a posição dos principais agentes afetados for acompanhada de grande alavancagem, a crise do mercado de ativos pode se espalhar para o sistema bancário, desencadeando sucessivas interrupções nas cadeias de pagamento, explicitando uma crise sistêmica.

Entende-se por risco sistêmico a propagação de movimentos especulativos para vários mercados, resultando numa situação de instabilidade global. (Plihon 1996)

Neste cenário de finanças globalizadas sujeito ao risco sistêmico, a gestão de política econômica doméstica tornou-se ainda mais complexa. A adoção de determinadas políticas econômicas nacionais produz impactos internacionais imediatos, devido a maior integração internacional entre os mercados financeiros e de produtos. (Kregel, 1996)

Em suma, o crescimento do mercado de ativos propiciou o aumento dos instrumentos disponíveis para a alocação da riqueza financeira e para a concessão de financiamento para a economia. Por outro lado, favoreceu a especulação financeira, ao fornecer ativos financeiros com maior liquidez e novas formas de gestão de risco, tornando as economias nacionais mais vulneráveis num quadro de globalização financeira.

A seguir destacaremos o papel dos investidores institucionais cuja estratégia de alocação de carteira possui estreita relação com o direcionamento dos fluxos de capitais para os mercados emergentes.

### 1.3 Investidores Institucionais

Os investidores institucionais podem ser definidos como: “... *instituições financeiras especializadas que administram poupanças coletivas a favor de pequenos investidores, em relação a um objetivo específico em termos de aceitação de risco, maximização dos retornos e maturidade de ativos.*” (Davis, 1996: 64).

Nesta categoria de investidores são incluídos os fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos de investimento. Os fundos de pensão<sup>13</sup> correspondem aos fundos de previdência privada ou pública que têm por objetivo oferecer um sistema de aposentadoria ao trabalhador que contribuiu durante sua vida ativa. As companhias de seguro têm o objetivo de oferecer uma determinada quantia a seus clientes em caso de dano ou perda do objeto

---

<sup>13</sup> A forma de captação de recursos pelos fundos de pensão depende do sistema de previdência social adotado no país e que pode ser caracterizado como: a) regime de repartição simples, onde o trabalhador ativo paga o trabalhador que está aposentado; b) regime de capitalização onde é constituído um fundo, que pode ser coletivo ou individual, com contribuições dos trabalhadores e dos empregadores ou somente com contribuições dos trabalhadores. Os fundos de pensão que operam sob regime de capitalização podem ser divididos em duas categorias: a) contribuição definida na qual não há preocupação com o valor do benefício a ser recebido, pode-se inclusive optar por fazer o saque do valor poupado de uma só vez ou em determinadas parcelas; b) benefício definido no qual estipula-se o valor do benefício a ser pago ao contribuinte no momento da sua aposentadoria e a partir deste valor determina-se a quantia que o trabalhador deve contribuir mensalmente.

segurado. Os fundos mútuos de investimento<sup>14</sup> têm por objetivo oferecer ao quotista uma modalidade de aplicação de alta rentabilidade e liquidez, diferenciando-se assim dos fundos de pensão e das companhias de seguro de vida que tendem a ter uma estrutura de passivo de longo prazo.

A partir dos anos 80, os investidores institucionais passaram a assumir um papel cada vez mais importante nos mercados financeiros domésticos dos países industrializados e, inclusive, nos mercados financeiros internacionais. Há vários motivos que explicam o crescimento destes agentes, entre eles podemos destacar: as altas taxas de retorno oferecidas pelos fundos de investimento, a canalização de recursos dos aplicadores para fundos de investimento em virtude da fragilização dos grandes bancos comerciais e o envelhecimento das populações que passaram a direcionar “poupança financeira” para os fundos de pensão.

Existe uma estreita relação entre o desenvolvimento do mercado de *securities* e os investidores institucionais, e neste fato reside uma importante alteração da atual configuração das finanças internacionais: “*A novidade nestes mercados de finanças ‘securitizadas’ é a participação crescente das famílias, como ofertantes de fundos e detentoras de papéis, através dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras). Na outra ponta, os emissores são basicamente os Tesouros Nacionais (com destaque para os Estados Unidos), grandes empresas e bancos. Diferentemente do que ocorreu no pós-guerra até o início dos anos 80, a transformação das poupanças em créditos bancários cedeu lugar à finança direta, mobilizada através dos mercados de ativos.*” (Belluzzo e Coutinho, 1996: 130-131).

A ascensão dos investidores institucionais também está relacionada ao papel que estes passaram a desempenhar nos sistemas financeiros. Os fundos mútuos, por exemplo, são capazes de oferecer aos seus clientes uma modalidade de investimento de alta rentabilidade e liquidez, concorrendo com os bancos no sistema de pagamentos. Os bancos diante deste novo

---

<sup>14</sup> Os fundos de investimento podem ser divididos em duas categorias de acordo com a estrutura: *closed-end fund* e *open-end fund*. Os fundos denominados *closed-end* caracterizam-se por possuir um grupo fechado de acionistas. Os participantes deste tipo de fundo só podem sair se encontrarem outros investidores interessados em adquirir suas cotas. Estas cotas de participação podem ser negociadas a um preço que reflete um desconto ou prêmio sobre o valor líquido dos ativos do fundo. Os *hedge funds* estão incluídos nesta categoria e chamam a atenção pela posição especulativa que adotam nos mercados financeiros e por operarem alavancados. Nos fundos denominados *open-end* os administradores podem recomprar a cota de participação dos investidores, segundo o valor líquido do fundo que é publicado diariamente. (Carter, 1996).

tipo de concorrência possuem desvantagens, uma vez que os fundos mútuos não estão submetidos às mesmas regulamentações dos bancos (como por exemplo, requerimento de reserva ou recolhimento de compulsório). (Davis, 1996).

Os investidores institucionais detêm em suas carteiras grandes somas de riqueza acumulada, principalmente nos países industrializados. Os fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos dos cinco maiores países industrializados detinham US\$ 13 trilhões em ativos sob sua administração em 1993. Neste mesmo ano, a capitalização no mercado global de ações foi de US\$ 14,1 trilhões e a dívida dos governos dos países pertencentes ao G-7 somou US\$ 9 trilhões. (Folkerts-Landau et alli, 1995).

Entre os países industrializados, os maiores investidores institucionais têm origem nos Estados Unidos. Em 1993, os ativos dos investidores institucionais norte-americanos totalizaram US\$ 8,0 trilhões, distribuídos da seguinte forma: os fundos de pensão detinham US\$ 3,6 trilhões (44,6% do total); as companhias de seguro possuíam US\$ 2,4 trilhões (30,3% do total) e os fundos mútuos detinham US\$ 2,0 trilhões (25,1% do total), conforme a Tabela 3.

Os ativos detidos pelos investidores institucionais cresceram consideravelmente durante a década de 80. Nos Estados Unidos quando comparados ao PIB, os ativos destes investidores passaram de 59,3% em relação ao PIB, em 1980, para 125,6% em 1993, enquanto no Reino Unido aumentaram de 64,1% para 165,2% em relação ao PIB no mesmo período.

Na Tabela 4, podemos observar que nos Estados Unidos e no Reino Unido, países cujo sistema financeiro é tradicionalmente classificado como baseado no mercado de capitais<sup>15</sup>, os fundos de pensão direcionaram suas aplicações para a aquisição de ações. Vale lembrar que os maiores investidores institucionais estão concentrados nestes dois países. Já os fundos de pensão da Alemanha e do Japão direcionaram suas aplicações para títulos e empréstimos.

Destacamos no início deste item a relação entre investidores institucionais e o mercado de *securities*. Uma questão bastante interessante que pode ser extraída desta relação, diz respeito à necessidade de um mercado de capitais desenvolvido como pré-condição para a atuação dos investidores institucionais e sobre a capacidade que estes investidores teriam em

---

<sup>15</sup> Para maiores detalhes sobre tipologia do sistema financeiro ver Zysman (1983).

desenvolver os mercados de capitais, caso este fosse pouco desenvolvido, como é o caso de vários mercados emergentes.

Tabela 3 - Países Selecionados: Ativos dos Investidores Institucionais

1980 a 1993 - (em US\$ bilhões)						
<i>Investidores Institucionais/Paises</i>	1980	1988	1990	1991	1992	1993
<b>Fundos de Pensão</b>						
Canadá	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7	...
Alemanha	17,2	41,6	55,2	58,6	62,6	53,5
Japão	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9	...
Reino Unido	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
Estados Unidos	667,7	1.919,2	2.257,3	3.070,9	3.334,3	3.571,4
<b>Companhias de Seguro de Vida</b>						
Canadá	36,8	85,5	106,1	118,1	131,8	132,7
Alemanha	88,4	213,5	299,5	325,7	341,4	354,3
Japão	124,6	734,6	946,9	1.113,7	1.214,8	1.476,5
Reino Unido	145,7	358,9	447,9	516,7	574,7	619,3
Estados Unidos	464,2	1.132,7	1.367,4	1.505,3	1.624,5	1.784,9
<b>Outras companhias de Seguro</b>						
Canadá	9,2	22,7	26,8	23,3	...	...
Alemanha	36,7	87,6	126,3	127,4	187,9	198,8
Japão	34,6	156,1	190,3	215,5	218,5	167,9
Reino Unido	31,3	72,2	85,2	89,6	95,6	97,1
Estados Unidos	182,1	453,9	529,2	591,6	628,7	640,8
<b>Fundos Mútuos<sup>1</sup></b>						
Canadá	3,9	17,5	21,5	43,2	52,9	86,7
Alemanha <sup>2</sup>	22,4	99,9	145,5	166,2	171,6	205,2
Japão <sup>3</sup>	60,8	433,9	353,5	323,9	346,9	448,7
Reino Unido	16,8	76,7	91,5	104,4	91,2	141,3
Estados Unidos	292,9	810,3	1.066,9	1.348,2	1.595,4	2.011,3
<b>Total</b>						
Canadá	93,2	257,0	326,2	373,0	376,4	...
Alemanha	164,7	442,6	626,5	677,9	763,5	811,8
Japão	244,3	1.458,7	1.649,5	1.835,4	1.972,1	...
Reino Unido	345,1	991,7	1.208,2	1.353,6	1.432,0	1.553,4
Estados Unidos	1.606,9	4.316,1	5.220,8	6.516,0	7.182,9	8.008,4
<b>Total (% em relação ao PIB)</b>						
Canadá	35,2	52,2	56,8	63,3	66,1	...
Alemanha	20,3	37,1	41,7	42,7	42,7	47,4
Japão	23,1	50,3	56,3	54,8	53,8	...
Reino Unido	64,1	118,3	123,5	133,8	137,1	165,3
Estados Unidos	59,3	88,1	94,5	113,9	119,0	125,6

Notas: <sup>1</sup> Os números da primeira coluna são para 1983, exceto para o Canadá.

<sup>2</sup> Fundos especiais e públicos.

<sup>3</sup> *Investments trusts*.

Fonte: Banco do Canadá, Bank of Canada Review, vários números; Banco do Japão, Economic Statistics Monthly, vários números; Chuhan (1994); Fundo Monetário Internacional, International Financial Statistics; Investment Company Institute; Reino Unido, Central Statistical Office, Financial Statistics, vários números; Estados Unidos, Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts, vários números; e estimativas do FMI apud Folkerts-Landau et alli (1995: pág. 166)

Tabela 4 - Países Selecionados: Distribuição da Carteira dos Fundos de Pensão  
1994 - (em %)

<i>País\Ativos</i>	<i>Ações</i>	<i>Títulos e Empréstimos</i>	<i>Propriedades e Depósitos</i>	<i>Ativos Líquidos</i>	<i>Ativos Estrangeiros<sup>1</sup></i>
Reino Unido	70	14	6	4	20
Estados Unidos	48	38	0	7	10
Canadá	38	49	3	7	9
Alemanha	18	70	6	2	1
Japão	27	61	2	3	7
França	20	67	11	2	2
Itália	14	72	10	5	4

Nota: <sup>1</sup> Os ativos estrangeiros estão distribuídos em várias modalidades como ações, títulos e empréstimos, propriedades e depósitos, ativos líquidos entre outros.

Fonte: Davis (1996: 57)

Segundo Davis (1996), um mercado de capitais amplo contribui para um melhor desempenho e crescimento dos investidores institucionais, principalmente no caso dos fundos mútuos, pois oferece a estes a liquidez e a rentabilidade desejadas.

Quanto à capacidade dos investidores institucionais em estimular o mercado de capitais, há algumas controvérsias. Os investidores institucionais, pela grande quantidade de recursos que mobilizam, podem impulsionar o mercado de capitais de um país, dando liquidez ao mercado secundário e incentivando as empresas a abrirem seu capital, aumentando o número de emissões primárias nas Bolsas de Valores. (Costa, 1994) No entanto, existe também o argumento de que os investidores institucionais costumam adotar uma postura de curtíssimo prazo e não necessariamente ofereceriam recursos estáveis para o *funding* de projetos de investimento produtivo. (Guttmann, 1997).

Além disso, existe outro elemento nesta discussão que merece ser mencionado e diz respeito à possibilidade de alocação de recursos em ativos estrangeiros. Em geral, quando se analisa a relação entre investidores institucionais e mercado de capitais, pensa-se somente no mercado de capitais doméstico. No entanto, se este mercado for muito estreito num determinado país, os investidores institucionais domésticos podem pressionar o governo para que este altere a regulamentação que rege estes investidores para que possam adquirir ativos estrangeiros e assegurar sua rentabilidade.

A regulamentação sobre a composição de carteira dos investidores institucionais é importante para que não sejam transferidos para o exterior os efeitos dinâmicos que possam

ser criados com o crescimento dos investidores institucionais, principalmente em países que não possuem um mercado de capitais desenvolvido. (Rabelo, 1997).

Em suma, os investidores institucionais transformaram-se em agentes econômicos importantes nos mercados financeiros domésticos e internacionais tanto pela grande quantidade de recursos financeiros que mobilizam quanto pelo papel que podem desempenhar, via mercado de capitais, ao oferecerem recursos de longo prazo para investimentos.

Tabela 5 – Países Selecionados: Ativos Estrangeiros nas Carteiras dos Investidores Institucionais (% em relação ao total de ativos)

	1980 a 1993					
<i>Investidores Institucionais</i>	1980	1988	1990	1991	1992	1993
<b>Fundos de Pensão</b>						
Canadá	4,1	5,3	5,8	8,5	10,2	10,3
Alemanha	...	3,8	4,5	4,5	4,3	4,5
Japão	0,5	6,3	7,2	8,4	8,4	9,0
Reino Unido	10,1	16,5	18,0	20,8	22,0	19,7
Estados Unidos	0,7	2,7	4,2	4,1	4,6	5,7
<b>Companhias de Seguro de Vida</b>						
Canadá	3,3	1,9	1,6	1,9	2,3	1,8
Alemanha	0,6	0,6	1,0	1,0	...	...
Japão	2,7	14,2	13,5	12,5	11,4	9,0
Reino Unido	5,5	9,5	10,8	12,4	12,7	11,6
Estados Unidos	4,1	3,6	3,6	3,6	3,7	...
<b>Fundos Mútuos</b>						
Canadá	19,9	19,5	17,5	16,2	16,7	17,1
Alemanha	...	...	56,3	53,5	47,6	45,2
Japão <sup>1</sup>	...	9,1	7,9	13,0	9,9	...
Reino Unido	...	...	37,1	39,2	37,9	36,0
Estados Unidos	...	...	...	6,6	...	10,1

Nota: <sup>1</sup> *Investments Trusts*.

Fonte: Banco do Canadá, Bank of Canada Review, vários números; Banco do Japão, Economic Statistics Monthly, vários números; Bisignano (1994); Chuhan (1994); European Federation of Investment Funds and Companies; Fundo Monetário Internacional, International Financial Statistics; InterSec Research Corporation; Reino Unido, Central Statistical Office, Financial Statistics, vários números; Estados Unidos, Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts, vários números; e estimativas do FMI apud Folkerts-Landau et alli (1995: 168)

Já nos anos 80, os investidores institucionais adotavam uma estratégia de alocação de carteira que direcionava parte das aplicações para ativos estrangeiros. Os dados da Tabela 5 mostram que houve um crescimento na participação de ativos estrangeiros na carteira dos

fundos de pensão de cinco países industrializados no período de 1980 a 1993. Por exemplo, a participação de ativos estrangeiros na carteira dos fundos de pensão norte-americanos passou de 0,7% em 1980 para 5,7% em 1993.

Entre os principais motivos que levaram ao incremento da participação de ativos estrangeiros na composição da carteira dos investidores institucionais, temos: remoção de controles cambiais e mudanças regulatórias no que tange às aplicações financeiras no exterior; estratégia de diversificação de carteira; melhoria nas comunicações globais, entre outros fatores. (Davis: 1995).

Podemos observar na Tabela 6 a maneira pela qual os fundos de pensão dos principais países industrializados direcionaram seus recursos para a aquisição de ativos estrangeiros. Em 1991, os Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Austrália e Dinamarca concentraram mais de 80% de seus investimentos estrangeiros na aquisição de ações. Já a Alemanha, naquele período, concentrou 93% de seus investimentos em títulos estrangeiros, enquanto os fundos de pensão japoneses adotavam uma estratégia de aplicar 50% em ações e 50% em títulos no exterior.

Tabela 6 - Países Selecionados: Ativos Estrangeiros nas Carteiras dos Fundos de Pensão  
(Dezembro de 1991)

<i>País</i>	<i>Ativo Estrangeiro</i>		<i>Títulos</i>	<i>Ações Estrangeiras</i>
	(bilhões de US\$)	% no total de ativos	<i>Estrangeiros</i> (% no total de ativos estrangeiros)	(% no total de ativos estrangeiros)
Reino Unido	134	20,8	15	85
Estados Unidos	125	4,6	18	82
Alemanha	1	0,6	93	7
Japão	134	7,0	50	50
Canadá	14	7,6	6	94
Holanda	28	19,1	27	73
Suíça	11	5,9	70	30
Austrália	9	14,9	20	80
Dinamarca	1	2,6	11	89

Fonte: Davis (1995: 215)

Dos ativos estrangeiros pertencentes às carteiras dos investidores institucionais dos países industrializados, calcula-se que apenas uma pequena parcela seja composta de ativos dos mercados emergentes. Não há dados precisos a este respeito, mas é possível fazer alguma inferência sobre a participação dos ativos dos países emergentes na carteira dos investidores

institucionais. Vejamos a seguir algumas posições no debate sobre a origem dos investidores nos países emergentes que servem de substrato para a análise da estratégia de alocação de carteira dos investidores estrangeiros.

Griffith-Jones (1995) sugere como indicador para determinar a origem do investidor em títulos latino-americanos a denominação da moeda utilizada para a emissão de títulos destes países nos mercados financeiros internacionais. A grande maioria dos títulos latino-americanos são denominados na moeda norte-americana e, entre as moedas européias, a maioria dos títulos são denominados em marco. Desta forma, este fato pode indicar que os investidores em títulos latino-americanos são, na sua maioria, americanos e alemães que preferem ativos denominados em sua moeda. No entanto, esta medida é imperfeita para determinar a origem geográfica do investidor e pode indicar apenas uma preferência genérica dos investidores globais por títulos denominados em moeda forte.

Folkerts-Landau et alli (1995) apresentam uma outra medida indireta que pode ser utilizada para determinar a participação de ativos dos mercados emergentes na carteira dos investidores institucionais dos países industrializados que são os fluxos de capitais em títulos e ações (fluxos de carteira) para os países emergentes. Embora este dado englobe várias categorias de investidores, a grande maioria é composta por investidores institucionais. Seguindo a proposta acima (Folkerts-Landau et alli, 1995), a Tabela 7 apresenta dados sobre os fluxos de carteira para países emergentes. A participação do fluxo de carteira para países emergentes em relação ao total de fluxo de carteira passou de 0,4% em 1987 para 16,3% em 1993. O crescimento acentuado desta participação ocorreu a partir de 1990 e, a grande maioria destes fluxos, se direcionou para os países do Hemisfério Ocidental.

Esta medida nos dá uma idéia aproximada da demanda por ativos de mercados emergentes e a alocação regional dos fluxos de carteira. No entanto, estes dados não nos permitem analisar que categorias de investidores institucionais preferem ativos de mercados emergentes, nem tão pouco possibilita diferenciar a origem destes investidores.

Apesar das dificuldades em precisar a origem dos investidores institucionais que aplicam seus recursos nos mercados emergentes, Culpeper (1995) e Griffith-Jones (1995) acreditam que os maiores investidores nos mercados emergentes são norte-americanos.

Culpeper (1995) atribui o interesse dos investidores norte-americanos nos mercados emergentes latino-americanos à existência de capital foragido da América Latina nos Estados Unidos. Já Lima (1997), acrescenta que estes investidores, em especial os fundos mútuos, buscavam papéis de alta rentabilidade e elevado risco e que os papéis latino-americanos vieram suprir esta demanda, após a falência do mercado de *junk bonds* nos Estados Unidos.

Tabela 7 - Países Emergentes: Fluxo de Carteira (Títulos e Ações) Proveniente dos Países Industrializados

(Como % em relação ao total de fluxo de carteira)

Países	1987 a 1993						
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
África	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-	1,1	-0,1
Ásia	1,6	0,2	0,8	0,6	1,5	2,3	2,7
Europa	0,2	0,6	0,6	0,4	0,3	1,0	1,7
Oriente Médio	0,3	2,2	0,4	0,4	0,3	0,2	0,5
Hemisfério Ocidental	-1,0	0,2	-0,4	10,7	8,1	10,2	11,4
Todos os Mercados Emergentes	0,4	3,0	1,2	11,9	10,2	14,8	16,3
Saída de Fluxos dos Países Industrializados <sup>1</sup>	123,4	207,5	276,4	170,1	306,8	320,3	495,3
Capitalização dos Mercados Emergentes <sup>2</sup>	4,1	5,0	6,3	6,5	7,5	8,8	11,6

Notas: <sup>1</sup> em bilhões de dólares.

<sup>2</sup> como participação na capitalização global (em porcentagem).

Fonte: International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook*, vários números; e International Monetary Fund, *Balance of Payments Statistics Yearbook 1994, Part 2*; e estimativas do FMI apud Folkerts-Landau et alli (1995:171)

Em relação aos países europeus, o Reino Unido é o investidor mais ativo nos mercados emergentes. Os fundos de pensão deste país já tinham a característica de concentrar parte de seus ativos em ações estrangeiras no período anterior ao retorno dos países emergentes aos mercados financeiros internacionais. A demanda por ações dos mercados emergentes pode representar apenas uma realocação de carteira destes investidores, ao invés de significar um aumento da participação de ativos estrangeiros nestas carteiras.

Em síntese, no debate sobre a origem do investidor estrangeiro nos países emergentes, pode-se constatar que a maioria deles são de origem norte-americana, sendo que entre os europeus predominam os investidores do Reino Unido

Após discutirmos a origem do investidor estrangeiro nos mercados emergentes podemos aprofundar a análise sobre a estratégia de alocação de recursos que este agente adota. Como já mencionamos anteriormente, um do fator que impulsionou os fluxos de carteira para os mercados emergentes foi a estratégia de diversificação adotada pelos investidores institucionais.

A Moderna Teoria de Portfólio<sup>16</sup> deu respaldo teórico para a disseminação da tese de que a diversificação internacional das carteiras pode trazer benefícios por reduzir a exposição ao risco e aumentar a rentabilidade. Segundo esta abordagem teórica de matriz neoclássica, a estratégia de diversificação de carteira com aplicação em ativos estrangeiros permite a redução dos riscos associados às carteiras dos investidores institucionais. Esta teoria pressupõe que os ativos dos mercados emergentes e dos países industrializados são não-correlacionados ou possuem uma baixa correlação, pois os primeiros são pouco integrados aos mercados financeiros internacionais, sendo que este fato permite diluir os riscos de uma carteira.

Esta tese transformou-se no argumento mais utilizado pelos administradores de fundos de investimentos globais para justificar sua estratégia de alocação de carteira. (Institutional Investor, jan/1997).

Culpeper (1995) fornece-nos algumas informações sobre a estratégia de alocação dos investidores institucionais norte-americanos no exterior. Este autor argumenta que estes investidores nos mercados emergentes são motivados não só pela racionalidade da diversificação de carteira, mas também por um “comportamento de rebanho” que faz com que os investidores estrangeiros não diferenciem os países emergentes de uma dada região, mas os selecione de acordo com a região a qual pertencem (por exemplo: América Latina, Leste Asiático, Leste Europeu, etc.).

Nas suas palavras: *“Em contraste com a motivação ‘racional’ da diversificação da carteira mundial, não há dúvida de que existe também uma ‘mentalidade de rebanho’ entre alguns investidores, que não diferenciam necessariamente os países dentro das regiões. As duas motivações não são forçosamente incompatíveis. A América Latina poderia ser considerada muito atrativa pelos investidores privados que desejam diversificar e sair, por exemplo, da Ásia Oriental, porém que não diferenciam os países da região. Isto poderia*

---

<sup>16</sup> Sobre este assunto ver Elton e Gruber (1981).

*explicar porque o Brasil (apesar de seus problemas macroeconômicos) tem sido beneficiado pela afluência de valores em carteira, junto com México e Chile (países que tem resolvido seus problemas macroeconômicos em maior medida) ...” (Culpeper, 1995: 36-37).*

Griffith-Jones (1995) determinou algumas motivações que levaram os investidores europeus a aplicarem seus recursos em ativos latino-americanos. O primeiro aspecto, refere-se ao fato de que os investidores europeus, por exemplo os fundos de pensão, escolhem em primeiro lugar o país ou região na qual alocarão seus recursos. Após esta primeira escolha, decidem em que instrumentos aplicarão (ações, títulos ou outros instrumentos de curto prazo).

Esta segunda decisão parece estar atrelada à preferência geral dos investidores, por exemplo: os fundos de pensão do Reino Unido preferem investimentos estrangeiros em ações e, desta forma, tenderão a procurar ações de países emergentes. Por sua vez, os fundos de pensão da Alemanha têm preferência por instrumentos de renda fixa e isto os influenciará na escolha de ativos estrangeiros desta modalidade.

Quando os investidores institucionais estão efetuando a escolha da região ou país na qual alocarão seus recursos, procuram avaliar os fatores macroeconômicos (taxa de inflação, política cambial, política de juros, nível de atividade econômica, implementação de programa de privatização de grandes empresas estatais), políticos (realização de reformas estruturais), institucionais (nível de abertura financeira, principalmente, no que se refere a reversão dos fluxos de capitais) e setoriais (analisam o ramo de atividade a que pertence a empresa em que potencialmente aplicarão seus recursos).

Fatores internacionais são motivações importantes para o direcionamento de fluxos de carteira para os mercados emergentes. Os investidores institucionais têm sido bastante atraídos pela rentabilidade das ações latino-americanos, num cenário de baixas taxas de juros tanto na Europa quanto nos EUA. Desta forma, uma alteração do cenário internacional poderia gerar uma fuga de capitais dos países emergentes, independentemente da evolução macroeconômica interna.

Notamos os investidores institucionais nos mercados emergentes adotam estratégias diferentes para alocar seus recursos nestes mercados. Elencamos três métodos adotados pelos investidores institucionais para a escolha de ativos dos mercados emergentes: a) método quantitativo que inclui estimativas de risco, volatilidade, entre outros; b) método

fundamentalista que analisa aspectos políticos; macroeconômicos em duas dimensões, internacional e nacional; e microeconômicos; c) método baseado na convenção, na qual os investidores analisam o comportamento de outros administradores de fundos (comportamento de rebanho).

Os investidores institucionais determinam a alocação de carteira nos mercados emergentes adotando, de forma combinada ou não, os três métodos na formulação de suas estratégias. Qualquer alteração num dos parâmetros utilizados para avaliar os mercados emergentes pode levar a uma realocação de carteira.

A estratégia de diversificação de carteira dos investidores institucionais pode ser responsável por movimentos simultâneos em vários mercados emergentes. Em determinados momentos, os administradores de fundos podem se ver obrigados a liquidar posições em determinado mercado emergente para cobrir perdas em outro. Estes movimentos podem trazer preocupações e instabilidades para os mercados emergentes se houver alteração na base convencional sob a qual se baseiam as expectativas dos investidores institucionais e se esta mudança sinalizar para uma reversão dos fluxos de capitais para os mercados emergentes.

Os investidores institucionais, em certos mercados, atuam como líderes e influenciam as decisões de outros agentes. Desta forma, a saída de um mercado emergente para cobrir posições em outros mercados pode induzir não só outros investidores institucionais estrangeiros, mas também investidores domésticos a fazerem o mesmo, desencadeando um processo de deflação de preços dos ativos neste país. Se o movimento de deflação for brusco, pode provocar impactos sobre o Balanço de Pagamentos, sobre a evolução da taxa de câmbio e política cambial, explicitando uma posição de vulnerabilidade externa.

Em suma, os investidores institucionais transformaram-se em importantes agentes neste cenário de finanças globalizadas, constituindo agentes ativos no redirecionamento dos fluxos de capitais para os mercados emergentes nos anos 90. O caráter global de suas carteiras pode desencadear períodos de turbulência e instabilidades nos mercados emergentes que estão sujeitos à lógica de alocação global destes investidores. Os fatores externos são condicionantes em primeira instância do direcionamento dos fluxos de capitais para os países emergentes em detrimento dos fatores internos como será visto no próximo capítulo.

## CAPÍTULO 2: FLUXOS DE CAPITALIS PARA OS MERCADOS EMERGENTES: 1990 A 1996

### 2.1. Condicionantes da Reinserção Financeira no Início dos Anos 90

Após uma década de exclusão dos mercados financeiros internacionais, muitos países da América Latina, principais protagonistas da crise da dívida externa deflagrada em 1982, voltaram a ter acesso aos fluxos de capitais privados no início dos anos 90.

Esta reinserção financeira lograda pelos países emergentes pode ser interpretada de duas maneiras distintas. A interpretação dada pelos economistas dos organismos internacionais e de governos latino-americanos enfatiza a implementação de reformas estruturais que teriam permitido a constituição de um cenário macroeconômico estável e um aparato institucional favorável ao afluxo de capital externo

Uma visão alternativa, por sua vez, argumenta que os fluxos de capitais para os mercados emergentes são condicionados, em primeira instância, pela dinâmica dos países industrializados (Baer, 1995). No início dos anos 90, estes países viviam um período de retração do crescimento econômico e queda das taxas de juros, fatores que contribuíram para aumentar a rentabilidade financeira dos países emergentes.

Segundo Lima (1997: 206-207): *“A diversidade de políticas econômicas e de performances existentes entre os principais países do grupo da América Latina impede que se possa afirmar que a reentrada nos MFI deu-se fundamentalmente devido às alterações macroeconômicas provocadas pelas reformas estruturais implementadas. Essas reformas econômicas, apesar de terem criado espaço para muitos negócios, não se constituíram na condição sine qua non para reaccessar os MFI.”*

A interpretação alternativa da reinserção financeira dos países emergentes não descarta a importância das mudanças ocorridas nestes países. Os determinantes internos teriam desempenhado um papel secundário no redirecionamento dos fluxos de capitais. Entre eles podemos destacar: a adoção de políticas monetárias restritivas no bojo dos planos de estabilização em vários países latino-americanos que ampliaram o diferencial de taxa de juros e

influenciaram o redirecionamento dos fluxos de capitais para estes países; a liberalização financeira; e as privatizações de grandes empresas estatais (Ver Tabela 8).

Tabela 8 – Brasil: Resultados da Privatização

1991 a 1997 (US\$ Milhões)					
<i>Ano</i>	<i>Número de Empresas</i>	<i>Receitas de Vendas</i>	<i>Dívidas Transferidas<sup>1</sup></i>	<i>Total</i>	<i>Participação<sup>2</sup></i> %
1991	4	1.614	374	1.988	7,6
1992	14	2.401	982	3.383	13,0
1993	6	2.627	1.561	4.188	16,1
1994	9	1.966	349	2.315	8,9
1995	8	1.003	625	1.628	6,2
1996	17	4.080	670	4.750	18,2
1997	29	4.265	3.559	7.824	30,0
Total	56	17.956	8.119	26.075	100,0

Notas: <sup>1</sup> Refere-se ao passivo das empresas transferido ao novo comprador

<sup>2</sup> Em relação ao total acumulado até 1997

Fonte: BNDES. Programa Nacional de Desestatização. Relatório de Atividades, 1997.

Cada interpretação sobre os determinantes da reinserção financeira dos países emergentes avalia diferentemente a questão da possibilidade de reversão dos atuais fluxos de capitais.

Segundo a visão dos economistas dos organismos internacionais e dos governos latino-americanos somente ocorreria uma reversão dos fluxos de capitais externos caso houvesse má condução das políticas monetária e cambial ou não fossem implementadas reformas estruturais. Para a visão alternativa, qualquer alteração do cenário internacional, como por exemplo uma elevação das taxas de juros internacionais, poderia levar a uma realocação destes fluxos de capitais. Esta interpretação da reinserção financeira dos países emergentes não descarta a possibilidade de ocorrer, novamente, crises nos países emergentes se houver mudanças nos fluxos de capitais externos, independentemente da evolução da situação macroeconômica doméstica.

O retorno dos fluxos de capitais para os mercados emergentes não foi condicionado pelo ajustamento interno e pela estabilização econômica obtida por estes países nos anos 90, pois houve países, como o Brasil, que mesmo antes da implementação de um plano de

estabilização melhor sucedido e do avanço das reformas estruturais (privatização, redução do aparelho estatal, entre outras) recebeu grande quantidade de fluxo de capital estrangeiro. O cenário macroeconômico vigente nos países industrializados teve peso decisivo na explicação do retorno dos países emergentes aos mercados financeiros internacionais, principalmente a política econômica dos Estados Unidos.

Como já mencionamos anteriormente, os fatores internos também influenciaram a reinserção dos países emergentes, porém com menor importância relativa. Dentre estes fatores, destacaremos a maior abertura financeira dos mercados emergentes que permitiu que os fluxos de capitais externos ingressassem nestes países através de novas modalidades de captação de recursos externos. O grau de abertura financeira variou de um país para outro, fato que produziu diferentes níveis de integração aos mercados financeiros internacionais.

O estágio no qual se encontra a abertura financeira de um país pode ser avaliado segundo três níveis. O primeiro nível corresponde às transações denominadas de *inward transactions*, ou seja, envolve o endividamento de residentes nos mercados financeiros internacionais e o investimento de não-residentes nos mercados domésticos. O segundo nível, refere-se às transações conhecidas como *outward transactions* que correspondem à posse de ativos externos e à transferência de capital pelos residentes e ao endividamento de não-residentes no mercado doméstico. O terceiro nível diz respeito à conversibilidade da moeda, ou seja, refere-se à livre entrada e saída do mercado de divisas. (Prates, 1997)

A questão da liberalização financeira tem dominado as discussões políticas e acadêmicas, sendo que esta idéia encontra respaldo desde a década de 70 na teoria da repressão financeira<sup>17</sup> cuja hipótese central relaciona o estágio de desenvolvimento do mercado financeiro ao crescimento de longo prazo das economias emergentes. Através de estudos comparativos entre os países da América Latina e do Sudeste Asiático, afirmava-se que o principal problema para o desenvolvimento econômico destes países era a gestão de política monetária com a manutenção da taxa monetária de juros num nível abaixo da taxa natural de juros. Este fato inibia o aprofundamento financeiro e a geração de poupança, o que explicava o

---

<sup>17</sup> Esta hipótese teórica foi desenvolvida na Universidade de Stanford no início dos anos 70 e teve grande influência sobre as recomendações de política econômica do FMI e do Banco Mundial para os países emergentes. Como principal referência sobre a teoria da repressão financeira temos: Shaw, E. S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973 e Mackinnon, R. I. *Money and capital in economic development*. Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1973.

baixo nível de investimento e de desenvolvimento econômico. Segundo esta abordagem, a excessiva intervenção do governo no mercado financeiro gerava uma má alocação de recursos que comprometia o funcionamento adequado da economia. (McKinnon: 1991).

Nessa visão, o mercado livre possibilitaria a avaliação correta das oportunidades de investimento através da sinalização dada pela taxa de rentabilidade dos ativos de capital e financeiros. Desta forma, o mercado financeiro livre asseguraria a alocação eficiente dos recursos financeiros existentes. Assim, para obter um maior desenvolvimento econômico, os países emergentes deveriam implementar medidas no sentido de liberalizar seus mercados financeiros. Dentre as principais medidas necessárias para atingir tal objetivo apontavam-se: liberalização das taxas monetárias de juros; eliminação de controles seletivos de crédito tanto quantitativos quanto qualitativos e retirada de restrições à mobilidade de capital.

Por trás do argumento da liberalização financeira e, em especial, da liberalização da conta capital existe a idéia de que o retorno sobre o investimento marginal é menor nos países com capital abundante do que em países com escassez de capital. Desta forma, os capitais tenderiam a migrar dos países abundantes em capital para aqueles com escassez, ou seja, os fluxos financeiros internacionais seriam canalizados dos países industrializados para os países emergentes, até o momento em que a rentabilidade dos investimentos tendesse a se tornar homogênea entre os países, em função do processo de arbitragem.

No entanto, este pressuposto desconsiderava a possibilidade de que o capital financeiro internacional possa circular entre os próprios países industrializados como ocorreu na década de 80. Neste período, os fluxos de capitais internacionais moveram-se entre os países da Tríade (Alemanha, Japão e Estados Unidos) e seus centros de influência (Europa, Sudeste Asiático e América do Norte). (Chesnais, 1996).

Há outros estudos que apontam que não existem garantias de que a liberalização dos mercados financeiros possa gerar uma melhor alocação de recursos financeiros<sup>18</sup>. A existência de “poupança financeira” não implica necessariamente em aumento do investimento produtivo, pois os recursos financeiros podem ser canalizados, simplesmente, para atividades especulativas, promovendo, neste último caso, apenas trocas patrimoniais, sem implicar necessariamente aumento do nível de produção da economia.

---

<sup>18</sup> Ver Akyüz (1993).

Ao contrário daquilo que os defensores da liberalização financeira preconizam, este processo pode trazer conseqüências perversas: *“A evidência claramente mostra que a liberalização financeira tem geralmente resultado em considerável aumento da volatilidade das taxas de juros, preços das ações, taxas de câmbio e preços de imóveis e outros ativos reais, e causou grande e sustentados desvios destes dos seus valores fundamentais. Estes desvios refletem a perversidade das forças especulativas e exercem maior influência na alocação de recursos desde que afetem as decisões de consumo, investimento e financiamento.”* (Akyüz, 1993:9).

A teoria da repressão financeira influenciou os organismos internacionais (FMI e Banco Mundial) que passaram, a partir de meados dos anos 80, a recomendar a liberalização financeira como uma das medidas de ajuste econômico a ser implementado pelos países emergentes. Esta era uma das sugestões de política econômica que foram sintetizadas sob a denominação de “Consenso de Washington”<sup>19</sup> e deveriam ser adotadas para promover o ajuste interno e o crescimento econômico destes países.

No Quadro 1 podemos observar medidas de liberalização financeira implementadas em alguns países emergentes desde a década de 80. Podemos notar que nos anos 80 estes países haviam introduzido medidas limitadas no sentido de permitir a participação de investidores estrangeiros em seus mercados de capitais. Nos anos 90, as mudanças no aparato regulatório foram intensificadas. A aceleração do processo de liberalização financeira dos países emergentes contribuiu para a reinserção destes nos mercados financeiros internacionais no início da década de 90.

Nos anos 90, entre as modalidades de fluxos de capitais para os países emergentes predominaram os fluxos de investimento direto e em carteira. A atuação dos investidores institucionais dos países industrializados como investidores globais colaborou para a reinserção dos mercados emergentes, pois estes passaram a demandar ativos destes mercados para compor suas carteiras.

---

<sup>19</sup> Entre as orientações de política econômica do “Consenso de Washington” podemos destacar: a abertura comercial, redução do déficit público, liberalização cambial e financeira, desregulamentação, privatização e redução da participação do Estado na economia.

Quadro 1 – Países Selecionados: Liberalização Financeira

<b>País</b>	<b>Constituição de Fundo-País</b>	<b>Liberalização de Restrições ao Fluxo de Capital em Ações</b>	<b>Liberalização de restrições à repatriação</b>	<b>Mudanças Recentes na Taxação</b>
<b>Argentina</b>	1991	1989: aprovação prévia para fluxo de carteira não é mais requerida	1991: exigência de repatriação após 3 anos é eliminada	1991: taxa de 36% sobre ganhos de capital é retirada
<b>Brasil</b>	1987	1991: os investidores institucionais estrangeiros são autorizados a comprar ações diretamente nas bolsas de valores	1991: exigência de repatriação após 90 dias é eliminada	1991: taxas sobre dividendos e ganhos de capital são reduzidas de 25% para 15%
<b>Chile</b>	1989	Investimento estrangeiro permanece altamente regulamentado porque o governo deseja desencorajar fluxos de capitais de curto prazo	1992: período de permanência exigido para posterior repatriação é reduzido de 3 para 1 ano	Pouca mudança, taxa de 35% sobre ganhos de capital é mantido para desestimular grande afluxo
<b>México</b>	1981	1989: Estrangeiros recebem permissão para comprar ações diretamente em bolsa	-	1990: taxa de 40% sobre dividendo é removida
<b>Coréia</b>	1981	1992: Mercado é aberto para compra direta estrangeira, com propriedade estrangeira de companhias listadas limitada a 10%	-	-
<b>Taiwan</b>	1983	1990: mercado é aberto, mas o comprometimento estrangeiro é regulado extensivamente	Permanecem restrições sobre repatriação	-
<b>Tailândia</b>	1985	1975: A bolsa tailandesa tem sido aberta a investimento estrangeiro desde o seu início. Porém, tetos sobre a propriedade estrangeira de ações individuais (25% - 49%) tem limitado fluxos estrangeiros	1991: desregulamentação do controle cambial permitiu uma repatriação mais fácil de capital e dividendos	1991: taxa de 25% sobre ganhos de capitais é removida

Fontes: Euromoney Guide to World Equity Markets, 1992; International Finance Corporation, Emerging Stock Markets Factbook, vários números; Fundo Monetário Internacional, Exchange Arrangements and Restrictions, vários números; fontes de vários países. Apud Quartely Review, Federal Reserve Bank of New York, verão de 1993, vol. 18, nº 2.

Em suma, a configuração atual das finanças internacionais marcou o tipo de reinserção financeira dos países emergentes, tanto em relação às formas de captação de recursos externos quanto em relação aos agentes econômicos que passaram a transferir seus recursos para os mercados emergentes.

A seguir, analisaremos com maior detalhe a composição dos fluxos de capitais para os países emergentes.

## 2.2 Período Pré-Crise do México: 1990 a 1993

As captações externas dos países emergentes cresceram, aproximadamente, 183% no período de 1990 a 1996 (Tabela 9). Os fluxos agregados líquidos passaram de US\$ 100,6 bilhões para US\$ 207 bilhões. Podemos notar que houve uma pequena queda de 2,3% do fluxo de capitais em 1994, quando comparados ao fluxo do ano anterior. Este fato pode ser creditado à elevação da taxa de juro norte-americana que ocorreu ao longo deste ano e que gerou turbulências nos mercados emergentes. O país mais afetado foi o México que incorreu numa crise de liquidez em dezembro de 1994.

Tabela 9 – Países Emergentes<sup>1</sup>: Captações Externas (Fluxo líquido)  
1990 a 1996 (US\$ bilhões)

<i>Tipo de Fluxo</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>2</sup>
Fluxo Agregado Líquido	100,6	122,5	146,0	212,0	207,0	237,2	284,6
Financiamento oficial	56,3	65,6	55,4	55,0	45,7	53,0	40,8
Garantias	29,2	37,3	31,6	29,3	32,4	32,6	31,3
Empréstimos	27,1	28,3	23,9	25,7	13,2	20,4	9,5
Bilaterais	11,6	13,3	11,3	10,3	2,9	9,4	-5,6
Multilaterais	15,5	15,0	12,5	15,4	10,3	11,1	15,0
Financiamentos Privados	44,4	56,9	90,6	157,1	161,3	184,2	243,8
Fluxos de Dívida (Debt flow)	16,6	16,2	35,9	44,9	44,9	56,6	88,6
Bancos comerciais	3,0	2,8	12,5	-0,3	11,0	26,5	34,2
Bônus	2,3	10,1	9,9	35,9	29,3	28,5	46,1
Outros	11,3	3,3	13,5	9,2	4,6	1,7	8,3
Investimento Direto	24,5	33,5	43,6	67,2	83,7	95,5	109,5
Fluxo de Ações	3,2	7,2	11,0	45,0	32,7	32,1	45,7

Nota: <sup>1</sup> 136 países estão registrados no World Bank Debtor Reporting System.

<sup>2</sup> Preliminar

Fonte: World Bank Debtor Reporting System apud Global Development Finance (1997: 3).

Neste item, analisaremos a composição do fluxo de capitais para os países emergentes no período anterior à elevação da taxa de juro norte-americana.

Entre 1990 e 1993, o financiamento líquido privado para o conjunto dos países emergentes passou de US\$ 44,4 bilhões para US\$ 157,1 bilhões. A taxa anual de crescimento dos fluxos de capitais privados foi de 28% em 1991, 60% em 1992 e 73% em 1993.

Os recursos líquidos captados pelos países emergentes através da emissão de bônus passaram de US\$ 2,3 bilhões para US\$ 35,9 bilhões entre 1990 e 1993. A taxa anual de crescimento de emissão de bônus foi de 339% em 1991, -2% em 1992 e 263% em 1993. Quanto aos fluxos líquidos de carteira em ações, estes cresceram de US\$ 3,2 bilhões para US\$ 45 bilhões neste período. A taxa anual de crescimento foi de 125% em 1991, 53% em 1992 e 309% em 1993.

As elevadas taxas de crescimento anual dos fluxos de carteira em títulos e ações para os países emergentes trazem implicações sobre o mercado de capitais destes países. De um lado trazem dinamismo e a possibilidade de alargamento destes mercados, por outro lado trazem vulnerabilidade ao expô-los às vicissitudes do mercado financeiro internacional.

Este acentuado crescimento dos fluxos de carteira pode ser creditado à estratégia de alocação global adotada pelos investidores institucionais dos países industrializados que decidiram aumentar a participação dos ativos dos mercados emergentes em suas carteiras.

Podemos observar na Tabela 10 que os fluxos de capitais privados concentraram-se, principalmente, nos países do Leste Asiático e Pacífico que receberam, aproximadamente, 40% do total dos fluxos de capitais privados para os países emergentes entre 1990 e 1993, enquanto os países da América Latina e Caribe receberam 35,5%.

Como já foi assinalado anteriormente, deu-se uma grande concentração de fluxos de capitais privados em poucos países. Conforme a Tabela 10, entre 1990 e 1996, doze países emergentes foram receptores de capitais privados um volume médio igual a 80% do total dos fluxos de capitais privados para os países emergentes. O Brasil ficou em terceiro lugar no ranking dos maiores receptores de fluxos de capitais privados nesse período.

Tabela 10 - Países Emergentes: Fluxos de Capitais<sup>1</sup> Líquidos Por Região e Por País  
1990 a 1996 - (US\$ bilhões)

Grupo de Países ou País	ANO						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>2</sup>
Todos os Países Emergentes	44.4	56.9	90.6	157.1	161.3	184.2	243.8
África Sub-saariana	0.3	0.8	-0.3	-0.5	5.2	9.1	11.8
Leste Asiático e Pacífico	19.3	20.8	36.9	62.4	71.0	84.1	108.7
Sul da Ásia	2.2	1.9	2.9	6.0	8.5	5.2	10.7
Europa e Ásia Central	9.5	7.9	21.8	25.6	17.2	30.1	31.2
América Latina e Caribe	12.5	22.9	28.7	59.8	53.6	54.3	74.3
Oriente Médio e Norte da África	0.6	2.2	0.5	3.9	5.8	1.4	6.9
Maiores Países Receptores <sup>3</sup>							
China	8.1	7.5	21.3	39.6	44.4	44.3	52.0
México	8.2	12.0	9.2	21.2	20.7	13.1	28.1
Brasil	0.5	3.6	9.8	16.1	12.2	19.1	14.7
Malásia	1.8	4.2	6.0	11.3	8.9	11.9	16.0
Indonésia	3.2	3.4	4.6	1.1	7.7	11.6	17.9
Tailândia	4.5	5.0	4.3	6.8	4.8	9.1	13.3
Argentina	-0.2	2.9	4.2	13.8	7.6	7.2	11.3
Índia	1.9	1.6	1.7	4.6	6.4	3.6	8.0
Rússia	5.6	0.2	10.8	3.1	0.3	1.1	3.6
Turquia	1.7	1.1	4.5	7.6	1.6	2.0	4.7
Chile	2.1	1.2	1.6	2.2	4.3	4.2	4.6
Hungria	-0.3	1.0	1.2	4.7	2.8	7.8	2.5
Participação dos 12 maiores países receptores (%)	83.6	76.8	87.4	84.1	75.4	73.3	72.5

Notas: <sup>1</sup> Fluxos de capitais privados incluem empréstimos de bancos comerciais com garantias de agências de crédito à exportação

<sup>2</sup> Dados preliminares

<sup>3</sup> O ranking dos países está baseado nos fluxos de capitais privados acumulados entre 1990-1996.

Fonte: World Bank Debtor Reporting System apud Global Development Finance (1997: 7).

Tabela 11 – Países Emergentes: Investimento Direto Externo

1970 a 1994 - (em US\$ bilhões)

Região	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Leste Asiático	0.3	1.0	1.3	3.2	11.0	13.9	21.7	37.9	43.0
Sul da Ásia	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8	1.2
África Sub-saariana	0.4	1.1	0.0	1.0	0.9	1.8	1.5	1.8	3.0
América Latina e Caribe	1.1	3.3	6.1	4.4	7.8	12.6	14.5	15.7	20.8
Oriente Médio e Norte da África	0.3	1.7	-3.3	2.0	2.8	1.8	2.1	3.8	3.7
Europa e Ásia Central	0.1	0.2	0.7	0.6	2.1	4.4	6.3	8.3	8.4
Todos os Países em Desenv.	2.3	7.4	5.1	11.3	25.0	35.0	46.6	68.3	80.1

Fonte: World Bank Tables: 1996 apud Managing Capital Flows in East Asia (1996: 134)

Tabela 12 – Países Emergentes: Fluxo de Carteira (Bruto) por Região

1990 a 1996 - (em US\$ bilhões)							
Região	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>1</sup>
Todos os países emergentes	8,5	17,8	34,1	94,6	78,1	80,9	134,3
Títulos <sup>2</sup>	5,3	10,6	23,1	49,6	45,4	48,8	88,6
Ações	3,2	7,2	11,0	45,0	32,7	32,1	45,7
África Sub-Saariana	0,0	0,0	0,9	0,2	2,3	6,4	5,2
Títulos <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,7	0,0	1,4	1,5	1,7
Ações	0,0	0,0	0,1	0,2	0,9	4,9	3,5
Leste Asiático e Pacífico	2,3	1,5	4,4	23,6	25,4	26,9	35,7
Títulos <sup>2</sup>	0,6	0,8	2,3	8,9	15,3	12,2	22,8
Ações	1,7	0,7	2,1	14,6	10,1	14,7	12,9
Sul da Ásia	0,4	0,2	0,4	2,6	7,3	3,1	6,9
Títulos <sup>2</sup>	0,3	0,2	0,0	0,6	1,1	0,8	1,5
Ações	0,1	0,0	0,4	2,0	6,2	2,3	5,4
Europa e Ásia Central	1,9	0,8	7,5	14,6	9,8	12,2	18,9
Títulos <sup>2</sup>	1,6	0,8	7,5	13,6	7,5	9,4	12,2
Ações	0,2	0,0	0,1	1,0	2,3	2,8	6,7
América Latina e Caribe	3,8	15,0	20,8	53,7	32,6	31,0	65,9
Títulos <sup>2</sup>	2,7	8,7	12,6	26,5	19,5	23,8	49,4
Ações	1,1	6,2	8,2	27,2	13,2	7,2	16,5
Oriente Médio e Norte da África	0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	1,2	1,7
Títulos <sup>2</sup>	0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	1,0	1,0
Ações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,7

Nota: <sup>1</sup> Dados Preliminares

<sup>2</sup> Títulos - referem-se ao capital bruto captado pelos países emergentes através da emissão de títulos internacionais, certificados de depósito e *commercial papers*; ações - referem-se aos fundos brutos captados através de emissões de ações internacionais e investimentos externos líquidos nos mercados locais.

Fonte: Euromoney Bondware, Micropal, Bancos Centrais, Bolsas de Valores Nacionais, várias fontes de mercado e estimativas do Banco Mundial baseados nos valores líquidos dos ativos do estoque dos fundos de investimento ajustados por movimento de preços nos mercados de ações individuais apud Global Development Finance (1997: 99).

Além disso, podemos notar uma diferença regional na composição dos fluxos de capitais para os países emergentes no período de 1990 a 1993. Os países asiáticos receberam maior quantidade de investimento direto externo em relação aos países latino-americanos que, por sua vez, receberam predominantemente fluxos de carteira, como pode ser visto nas Tabelas 11 e 12.

No período de 1990 a 1993, os países do Leste Asiático obtiveram saldo acumulado de US\$ 84,5 bilhões em investimento direto externo enquanto os países da América Latina e Caribe totalizaram US\$ 50,6 bilhões. Quanto aos fluxos de carteira (bruto), os países asiáticos acumularam US\$ 31,8 bilhões, enquanto os latino-americanos obtiveram uma soma de US\$ 93,3 bilhões.

Folkerts-Landau et alli (1995: 2) destacaram a diferença regional quanto à composição dos fluxos de capitais nos mercados emergentes: “*Em média, desde 1990, 41% dos fluxos de capitais para os países emergentes tem sido na forma de investimento em carteira em títulos negociáveis e em ações e 37% tem sido de investimento direto externo. Na Ásia, contudo, o investimento em carteira representou somente 24% dos fluxos, enquanto 45% era investimento direto externo. No Hemisfério Ocidental, fluxos de capitais foram significativamente mais concentrados em fluxos de carteira sensíveis à rentabilidade e liquidez, que contaram com 66% dos fluxos brutos em 1990-94 enquanto o investimento direto externo representou 30%.*”

À primeira vista, os países asiáticos receberam uma modalidade de fluxo de capital mais estável e de melhor qualidade em relação ao fluxo de carteira, usualmente, visto como volátil e de caráter especulativo. No entanto, o investimento direto externo também pode produzir impactos negativos sobre o Balanço de Pagamentos e deve ser visto com tanto atenção quanto o fluxo de carteira. (Kregel 1996)

Os governos, em especial dos países emergentes, fazem apologia ao investimento direto externo por considerarem esta modalidade como permanente. No entanto, as inovações financeiras introduzidas recentemente eliminaram o conceito de investimento permanente e mesmo o investimento direto externo adota mecanismos de *hedge* para cobrir seus riscos e também pode desencadear pressões no mercado de câmbio e no mercado monetário.

O investimento direto estrangeiro apresenta um risco cambial, monetário e de *funding*, por isso demandará mecanismos de proteção que, por sua vez, podem produzir fluxos entre fronteiras que poderão gerar pressões sobre o câmbio ou sobre os juros.

Além disso, o investimento direto externo pressupõe a expectativa de uma elevada rentabilidade do investimento, com retorno de 15% a 25% e que será futuramente remetido para as matrizes no exterior, o que traria impactos futuros sobre o Balanço de Pagamentos.

O atual nível de desenvolvimento das finanças internacionais não permite discriminar qual a melhor modalidade de fluxo de capital, pois os fluxos de carteira podem impactar diretamente sobre as reservas internacionais e sobre a política cambial de curto prazo, enquanto o investimento direto externo pode influenciar, de forma estrutural, a composição dos fluxos de pagamentos de um país. (Kregel, 1996: 41).

Desta forma, independente da modalidade de fluxo de capital externo, a dependência de recursos externos traz problemas para os gestores de política econômica tanto no curto quanto no longo prazo.

### 2.3 A Crise do México: 1994 a meados de 1995

A taxa anual de crescimento dos fluxos de capitais para os países emergentes sofreu uma desaceleração em 1994 quando foi de 3%, apenas. Em 1994, a emissão de bônus pelos países emergentes decresceu 18,4% em relação a 1993, enquanto os fluxos líquidos em ações diminuíram 27,3%. A redução dos fluxos de carteira para países emergentes pode ser atribuída às alterações ocorridas no cenário internacional ao longo de 1994.

Neste ano, houve uma reversão dos fatores cíclicos nos países industrializados. O forte crescimento econômico dos Estados Unidos levou à elevação da taxa de juro norte-americana e os maiores países industrializados passaram a adotar políticas monetárias restritivas. A elevação das taxas de juros internacionais provocou uma realocação dos fluxos de capitais privados, dado que houve uma melhoria na remuneração dos títulos dos países industrializados.

Estes acontecimentos internacionais tiveram repercussões sobre os mercados emergentes já no primeiro trimestre de 1994. Houve queda na emissão de títulos pelos países emergentes, os *spreads* pagos pelos *Brady bonds* elevaram-se e os preços das ações caíram em vários mercados emergentes<sup>20</sup>.

Esta situação de dificuldade na captação de recursos externos trouxe preocupações diante da necessidade de financiamento dos déficits em transações correntes de alguns países emergentes gerando pressões sobre as taxas de câmbio no sentido da desvalorização.

Muitos países emergentes haviam se utilizado de âncoras cambiais na implementação de seus planos de estabilização. O contínuo fluxo de capitais externos tornou-se condição

---

<sup>20</sup> “O volume de títulos internacionais emitidos pelos países emergentes caiu de \$ 18 bilhões no primeiro trimestre de 1994 para \$ 8 bilhões no segundo trimestre. Somente em fevereiro e março, os *spreads* dos *Brady bonds* emitidos pela Argentina, Brasil, México e Filipinas ampliaram entre 132 e 575 pontos percentuais. Os mercados acionários emergentes também foram atingidos: os preços das ações declinaram em mais de 10% na Argentina, Venezuela, China, Hong Kong, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia durante o período de janeiro a novembro de 1994.” (Folkerts-Landau et alli, 1995:4).

necessária para que estes países tivessem reservas externas suficientes para sustentar suas políticas cambiais. Em muitos países emergentes uma mudança na política cambial, colocaria em questão a própria sustentabilidade dos planos de estabilização, afetando também as decisões dos investidores estrangeiros.

O México foi o país emergente mais afetado por esta alteração do cenário internacional, que somada às instabilidades políticas<sup>21</sup>, provocou queda na captação de recursos externos: “*O ambiente menos favorável dos mercados de capitais internacionais em 1994 coincidiu com choques políticos domésticos no México: o grande influxo líquido de capital, que se seguiu à incorporação do México ao Tratado de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA), declinou abruptamente com o assassinato do candidato presidencial, Colosio, em março de 1994. O spread do Brady bond mexicano sobre o título equivalente do Tesouro dos Estados Unidos aumentou em mais de 400 pontos percentuais em abril de 1994. A Bolsa mexicana caiu 9% em fevereiro e ainda 14% em março. Em abril de 1994, o influxo de capital não foi suficiente para financiar a saída de fundos e o déficit em conta-corrente excedeu 8% do PIB, e as autoridades mexicanas tiveram que intervir para prevenir que o peso ultrapassasse o limite mínimo de intervenção.*” (Folkerts-Landau et alli, 1995: 4-5).

As autoridades mexicanas aumentaram a venda de títulos de curto prazo indexados ao dólar (Tesobonos) e permitiram que investidores domésticos e estrangeiros trocassem títulos do governo denominados em peso (Cetes) por Tesobonos. Desta forma, o governo mexicano passou a assumir o risco cambial. Entre fevereiro e novembro de 1994, a emissão de Tesobonos aumentou 10 vezes e a de Cetes caiu 53%. (Folkerts-Landau et alli, 1995).

Ao longo de 1994, as reservas cambiais do México foram se exaurindo. Antes do assassinato de Colosio, as reservas mexicanas somavam US\$ 28 bilhões. No dia 20 de dezembro, as reservas haviam caído para US\$ 10,5 bilhões e o governo realizou uma desvalorização cambial de 15%. Este fato aumentou as incertezas em relação à economia mexicana e dois dias após a desvalorização do câmbio, o governo foi obrigado a deixar o câmbio flutuar. Neste dia, o peso desvalorizou-se 20%, as ações cotadas na Bolsa do México caíram 13% em termos do dólar, o *spread* do *Brady bond* mexicano aumentou em 103 pontos

---

<sup>21</sup> Revolta em Chiapas em janeiro de 1994 e assassinato do candidato à presidência, Colosio, em março desse mesmo ano.

percentuais em relação ao dia anterior e a taxa de juro do Cetes de 28 dias elevou-se de 17% no dia 21 de dezembro para 24,5% no dia seguinte.

No final de janeiro de 1995, foi anunciado um pacote de ajuda financeira ao México no valor de US\$ 50 bilhões, englobando empréstimos de US\$ 20 bilhões dos Estados Unidos, US\$ 18 bilhões do FMI, US\$ 10 bilhões do BIS e US\$ 3 bilhões de bancos comerciais. (World Debt Tables, 1996).

Em março de 1995, o governo mexicano anunciou um novo plano econômico que incluía medidas para aumentar a receita do Estado, cortando gastos do governo e aumento de salários. A confiança dos investidores estrangeiros foi restabelecida a partir do segundo trimestre de 1995. Veremos a seguir os efeitos de contágio gerados pela crise mexicana.

A explicitação da crise de liquidez do México em dezembro de 1994 gerou efeitos de contágio sobre outros mercados emergentes. As bolsas de valores da Argentina e do Brasil foram atingidas, com quedas de 14% e 17% respectivamente, entre os dias 19 e 27 de dezembro de 1994. Neste período, os países asiáticos sofreram menores pressões sobre seus mercados financeiros. Estes foram afetados somente em meados de janeiro, quando não haviam sido anunciadas medidas para solucionar a crise mexicana. Tão logo estas medidas foram anunciadas, os mercados emergentes asiáticos tornaram-se novamente atrativos para os investidores estrangeiros. Quanto aos países latino-americanos, estes sofreram as maiores conseqüências da propagação da crise mexicana que abalou a confiança dos investidores estrangeiros nesta região.

Esta situação demandou alterações nas políticas cambiais e monetárias dos países latino-americanos, para evitar uma turbulência ainda maior em seus mercados financeiros. Como vários países latino-americanos adotaram âncora cambial em seus planos de estabilização, estes países procuram, nestas circunstâncias de perda de reservas internacionais, elevar as taxas de juros para evitar uma maior fuga de capital.

Em março de 1995, o Brasil sofreu a primeira tentativa de ataque especulativo contra a sua moeda. Após este episódio o governo passou a adotar um regime de bandas cambiais na tentativa de acelerar o processo de desvalorização cambial e amenizar a situação de vulnerabilidade externa expressa nos crescentes e sucessivos déficits em transações correntes.

A crise mexicana provocou uma diminuição na emissão de novas ações e títulos dos países emergentes nos mercados financeiros internacionais: *“A emissão de novas ações caiu de uma média trimestral de US\$ 5 bilhões em 1994 para menos de US\$ 500 milhões no primeiro trimestre de 1995. Similarmente, a emissão de títulos declinou de uma média trimestral de US\$ 12 bilhões em 1994 para US\$ 3,9 bilhões no primeiro trimestre de 1995, e isto, também, foi restrito somente a poucos tomadores de alta qualidade, sendo que 2/3 do total foi tomado pela República da Coréia.”* (World Debt Tables, 1996).

Os fluxos de carteira mostraram ser mais sensíveis às alterações no cenário financeiro internacional em comparação com o investimento direto externo. Os fluxos de carteira (brutos) passaram de US\$ 94,6 bilhões em 1993 para US\$ 78,1 bilhões em 1994, ou seja, houve uma queda de 17,4%. A queda foi mais acentuada nos fluxos de carteira em ações (brutos) que se reduziram em 27,3% em 1994, enquanto as emissões de títulos caíram em, apenas, 8%.

A crise do México demonstrou que os países emergentes podem incorrer em crises cambiais em decorrência de uma realocação dos fluxos de capitais externos devido a alterações no cenário financeiro internacional. Desta forma, ficaram evidentes as possibilidades de propagação de crise em decorrência de uma reavaliação dos riscos dos mercados emergentes.

#### **2.4 Pós-Crise do México: meados de 1995 a 1996**

Em 1995, os fluxos líquidos de capitais privados para os países emergentes recuperaram-se e obtiveram um crescimento de 14,2%, somando US\$ 184,2 bilhões. Essa recuperação ocorreu, principalmente, a partir do segundo trimestre de 1995.

Tanto os fluxos líquidos de títulos quanto os fluxos líquidos de ações decresceram ligeiramente em 2,7% e 1,8%, respectivamente. Os empréstimos líquidos de bancos comerciais tiveram um vigoroso crescimento anual de 140% e os investimentos diretos externos (líquidos) aumentaram em 14%.

O novo quadro pode então ser sintetizado:

1) O ligeiro declínio nos fluxos de carteira pode ser atribuído ao fato de que esta modalidade de captação de recursos externos é mais suscetível a fatores cíclicos, efeitos de contágio e mudanças de curto prazo no sentimento dos investidores. Vale ressaltar que, após a

crise do México, o mercado financeiro internacional tornou-se mais criterioso e restrito a tomadores de recursos com melhor qualificação;

2) O aumento dos empréstimos bancários pode ser explicado pela intensa competição entre os emprestadores que estimulou os países emergentes a captarem recursos através de empréstimos bancários comerciais;

3) O retorno dos fluxos de capitais para os países emergentes pode ser explicado por três motivos. O primeiro, relaciona-se aos empréstimos oficiais concedidos ao México para solucionar sua crise de liquidez, à divulgação de medidas macroeconômicas pelo governo mexicano que contribuiu para o restabelecimento da confiança dos investidores estrangeiros; e à queda nas taxas de juros de curto prazo nos maiores países industrializados.

Em 1995, os fluxos de capitais (líquidos) para os países emergentes da América Latina cresceram, apenas, 1,3% enquanto para os países do Leste Asiático e Pacífico aumentaram em 18,4%. A participação dos países latino-americanos no total dos fluxos de capitais (líquidos) passou de 33,2% em 1994 para 29,0% em 1995, enquanto a participação dos países do Leste Asiático e Pacífico aumentou de 44,0% em 1994 para 45,6% em 1995. Este declínio na participação dos países latino-americanos pode ser atribuída à crise mexicana que afetou a credibilidade dos países da América Latina.

Em 1996, houve um aumento de 32,3% nos fluxos de capitais privados (líquidos) para os países emergentes. Uma grande parte deste aumento pode ser atribuída ao crescimento de 51,5% nos fluxos de carteira (líquido). Os fluxos de carteira em ações para os países latino-americanos recuperaram-se, obtendo um crescimento de, aproximadamente, 130%.

Na Tabela 13 podemos observar que o fluxo de carteira em ações para os países emergentes se dá, principalmente, através do investimento direto nas bolsas de valores domésticas destes países. Em 1995, os fluxos de carteira em ações investidos diretamente nos mercados emergentes contaram com a participação de 73% no total, enquanto as emissões internacionais tiveram participação de 27%.

Tabela 13 – Países Emergentes: Fluxo de Carteira em Ações Por Região

1990 a 1996 - (em US\$ bilhões)

<i>Região</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>1</sup>
Todos os países emergentes	3,2	7,2	11,0	45,0	32,7	32,1	45,7
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,1	4,7	5,7	11,0	18,5	8,7	-
Investimento Direto	3,1	2,5	5,3	34,0	14,2	23,4	-
África Sub-Saariana	0,0	0,0	0,1	0,2	0,9	4,9	3,5
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,1	0,1	0,6	0,4	-
Investimento Direto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	4,5	-
Leste Asiático e Pacífico	1,7	0,7	2,1	14,6	10,1	14,7	12,9
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,0	0,0	1,3	2,6	6,8	6,3	-
Investimento Direto	1,7	0,7	0,8	12,0	3,3	8,4	-
Sul da Ásia	0,1	0,0	0,4	2,0	6,2	2,3	5,4
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,2	0,3	4,3	0,3	-
Investimento Direto	0,1	0,0	0,1	1,7	2,0	2,1	-
Europa e Ásia Central	0,2	0,0	0,1	1,0	2,3	2,8	6,7
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,2	0,7	0,9	-
Investimento Direto	0,2	0,0	0,1	0,8	1,5	1,9	-
América Latina e Caribe	1,1	6,2	8,2	27,2	13,2	7,2	16,5
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,1	4,7	4,0	7,7	6,0	0,8	-
Investimento Direto	1,0	1,5	4,3	19,5	7,1	6,3	-
Oriente Médio e Norte da África	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,7
Emissões Internacionais <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Investimento Direto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-

Notas: <sup>1</sup> Dados Preliminares

<sup>2</sup> Emissões Internacionais referem-se a emissão de ADRs, GDRs e colocação privada de ações nos mercados financeiros internacionais.

Fonte: Euromoney Bondware, Micropal, Bancos Centrais, Bolsas de Valores Nacionais, várias fontes de mercado e estimativas do Banco Mundial baseados nos valores líquidos dos ativos do estoque dos fundos de investimento ajustados por movimento de preços nos mercados de ações individuais apud Global Development Finance (1997: 99).

Os fluxos de carteira para os países emergentes contribuiu para o desenvolvimento do mercado de ativos destes países. Na Tabela 14, podemos observar que na maioria dos países emergentes selecionados houve aumento na capitalização através de ações e títulos.

No entanto, o desenvolvimento do mercado de ativos, impulsionado por fluxos de capitais externos pode resultar num ciclo de inflação dos preços dos ativos, alimentando a especulação financeira e gerando expectativas sobre a possível reversão deste ciclo de preços e dos fluxos de capitais externos.

Segundo Costa (1996) a reversão de um movimento de inflação dos preços dos ativos pode ocorrer devido a fatores exógenos e endógenos ao ciclo de preços. Uma alteração na gestão da política monetária nos principais países industrializados (por exemplo: elevação da taxa de juros) pode desencadear uma saída de fluxos de capitais dos países emergentes e

promover a deflação dos preços dos ativos destes países. Este caso exemplifica uma reversão do ciclo de preços dos ativos ocasionada por um fator exógeno.

Tabela 14 – Países Selecionados: Mercado de *Securities* (% em relação ao PIB)

1990, 1994 e 1995

<i>Países</i>	<i>Securities Emitidas<sup>1</sup></i>		<i>Ações</i>			<i>Titulos</i>			
	1990	1994	<i>Capitalização</i>		<i>Concentração<sup>2</sup></i>	<i>Turnover<sup>3</sup></i>	<i>Capitalização</i>		<i>Turnover<sup>3</sup></i>
			1990	1995			1990	1995	
Índia	35,0	93,4	12,6	56,9	6,2	24,1	18,5	22,4	57,5
Indonésia	13,5	32,6	7,6	33,9	35,4	29,4	1,6	6,0	10,0
Coréia	91,4	105,4	44,0	40,2	12,8	171,6	19,7	24,1	43,0
Malásia	196,5	352,6	113,8	265,0	13,6	62,3	59,9	51,2	32,6
Taiwan	83,2	134,7	62,3	74,0	23,4	353,5	5,6	13,6	1.840,0
Tailândia	37,8	113,8	27,9	85,4	28,0	60,9	9,8 <sup>5</sup>	7,0 <sup>5</sup>	4,0
Argentina	9,4	30,4 <sup>6</sup>	2,4	13,4	47,7	28,1	7,0	18,3 <sup>6</sup>	600,6 <sup>6</sup>
Brasil	11,9	66,6	3,7	26,2	77,6	83,4			
Chile	54,5	155,8	44,9	109,4	57,7	9,5	9,6	18,4	275,4
Colômbia	22,8	34,4	3,5	23,9	52,5	17,8	1,6	4,9	
México	44,6	73,9	14,1	36,3	56,4	46,5	8,7	2,9	32,9
Venezuela	22,4	18,2	17,2	4,9	80,7	20,2	5,2	11,1	
E.U.A.	203,7	244,5	56,3	94,7	7,4	69,7	108,3	123,4	1.460,0 <sup>5</sup>
Japão	189,5	178,2	99,5	72,1	13,2	32,4	78,0	88,4	250,0 <sup>5</sup>
Alemanha	88,9	132,7	21,6	23,9	61,9	97,8	70,1	85,6	2.120,0 <sup>5</sup>

Notas: <sup>1</sup> Quando disponíveis, incluem instrumentos do mercado monetário de curto prazo, títulos do governo, títulos de empresas e ações ao valor de mercado.

<sup>2</sup> percentagem da participação das dez mais ativas ações no valor total negociado em 1994. Para os EUA e Japão, participação do volume total negociado.

<sup>3</sup> Valor total negociado como percentagem da capitalização média de mercado em 1994.

<sup>4</sup> 1995.

<sup>5</sup> Somente títulos do governo.

<sup>6</sup> 1993.

Fonte: Bis (1996: 121).

Para compreender o segundo tipo de reversão do ciclo de preço dos ativos ocasionado por fatores endógenos devemos analisar o comportamento dos agentes econômicos que atuam como principais “jogadores” nos mercados financeiros internacionais. No item 1.3 analisamos a estratégia de alocação dos investidores institucionais e pudemos destacar que estes investidores, em determinados momentos, adotam um “comportamento de rebanho”.

Este movimento conjunto reforça o ciclo de inflação de preços dos ativos e o processo de deflação, podendo mesmo desencadeá-los de acordo com as expectativas que estes agentes formulam sobre a evolução destes preços. Nas palavras de Costa (1996: 245): *“A seqüência boom e crise desencadeia-se porque o mercado está dominado por um comportamento de seguir a tendência, ou seja, “comprado” na alta e “vendido” na baixa das cotações. Constitui um padrão auto-reforçador/auto-anulador endógeno. Mesmo sem uma efetiva intervenção governamental, a reversão ocorre quando se percebe, coletivamente, que a realidade não mais corresponde às expectativas.”*

Se ocorrer um movimento de deflação dos preços dos ativos de um país emergente e se conjuntamente houver grande saída de recursos externos, a instabilidade pode não ficar restrita apenas ao mercado de ativos, mas poderá afetar também o sistema bancário, o mercado cambial e o Balanço de Pagamentos. Sob certas circunstâncias, o desenvolvimento do mercado de ativos pode significar o aumento do risco sistêmico.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Procuramos demonstrar ao longo desta primeira parte que algumas mudanças ocorridas nos mercados financeiros internacionais a partir dos anos 80 marcaram o quadro sob o qual se deu a reinserção financeira dos mercados emergentes a partir do início dos anos 90.

No período analisado, a captação de recursos externos pelos países emergentes se deu principalmente através de fluxos de carteira, tanto em títulos como ações, e através de investimento direto externo. A primeira modalidade de fluxo de capital possui estreita relação com a estratégia de alocação de carteira dos investidores institucionais dos países industrializados.

Devido à descompartimentalização dos mercados financeiros, à maior integração entre os mercados financeiros internacionais, e à estratégia de alocação global adotada pelos investidores institucionais dos países industrializados, os fluxos de capitais para os mercados emergentes podem ser facilmente revertidos em função das expectativas dos agentes externos ou domésticos, ou mudanças no cenário internacional.

A crise do México levantou importantes questões sobre o papel dos fluxos de capitais nos mercados emergentes. Salientou a volatilidade de determinados fluxos de capitais no curto prazo e os riscos associados à reversão destes fluxos.

Quanto aos riscos macroeconômicos associados à possível reversão dos fluxos de capitais, é possível destacar que esta situação pode gerar perda de reservas cambiais, com impactos na condução da política cambial e monetária. No caso de vários países latino-americanos que implementaram planos de estabilização com ancoragem cambial, esta situação torna-se ainda mais delicada, pois uma desvalorização cambial aumentaria ainda mais a volatilidade dos fluxos de capitais e das taxas de juros, problematizando a estabilização econômica.

Devido à estreita relação existente entre câmbio e juros, a condução da política econômica está atrelada às condições de financiamento obtidas nos mercados financeiros internacionais. Se houver pressões para uma desvalorização cambial, com perdas de reservas cambiais, as autoridades econômicas procurarão elevar as taxas de juros para manter a

rentabilidade do investidor estrangeiro e assegurar o afluxo de capital externo, mesmo que isto signifique baixo crescimento econômico e aumento das taxas de desemprego.

Quanto aos riscos microeconômicos, a reversão dos fluxos de capitais pode gerar um movimento de deflação dos preços dos ativos nos mercados de capitais de determinado mercado emergente. Este movimento pode impactar sobre as bolsas de valores que têm reagido rapidamente a uma situação de instabilidade financeira, reduzindo-se a liquidez e o volume negociado nestes mercados. O movimento de deflação dos preços de ações pode deprimir também o valor patrimonial de empresas cujas ações são negociadas em bolsa de valores e aumentar as dificuldades para a obtenção de financiamento destas tanto no mercado de crédito quanto no mercado de capitais

**Em suma, devido à globalização financeira, os países emergentes estão sujeitos a riscos de contágio de crises financeiras externas. O exemplo da crise mexicana ilustra que os países emergentes estão sujeitos a sofrerem impactos de problemas ocorridos em outros países. Além disso, o desenvolvimento do mercado de ativos (com a possibilidade da ocorrência de ciclo de inflação e deflação de preços dos ativos) potencializa a volatilidade de preços, e neste sentido a instabilidade dos mercados financeiros.**

## PARTE II – MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

### INTRODUÇÃO

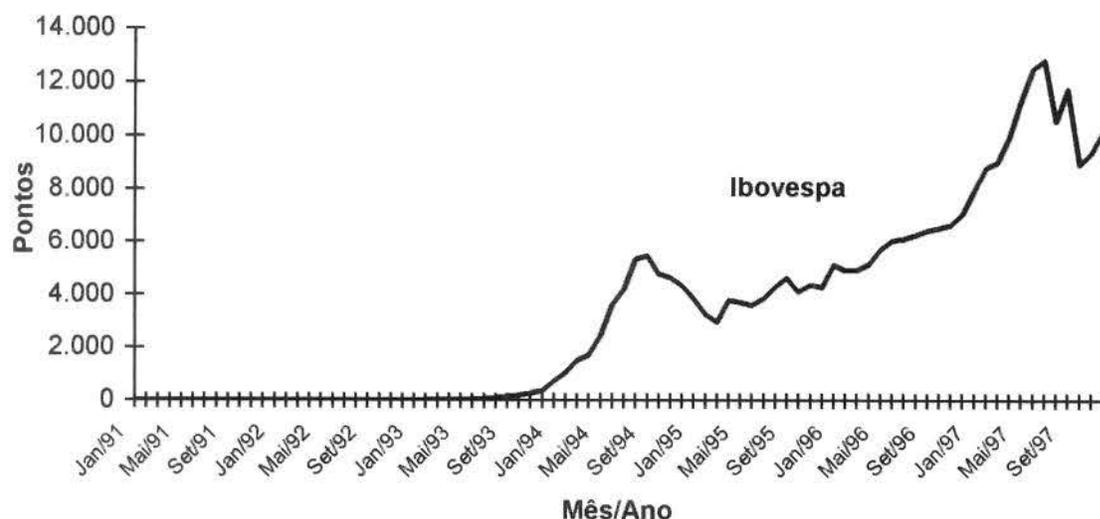
Na primeira parte, analisamos algumas das transformações que ocorreram nos mercados financeiros internacionais a partir dos anos 80, demos ênfase à mudança da composição dos fluxos de capitais, ao crescimento do mercado de ativos, ao papel dos investidores institucionais e sua estratégia de alocação de carteira e ao redirecionamento dos fluxos de capitais para os mercados emergentes nos anos 90.

Observamos que os países da América Latina receberam grande volume de capital externo sob a forma de fluxo de carteira. Apesar da crise do México que provocou uma retração na atuação dos investidores estrangeiros nestes mercados, os fluxos de capitais retornaram a estes países tão logo a confiança foi restabelecida.

Os mercados de capitais dos países emergentes lograram grande crescimento durante os anos 90, impulsionados pelos fluxos de carteira em ações: *“Hoje mais de 60 países em desenvolvimento possuem bolsas de valores, comparado com metade do número em 1985. Sua capitalização tem crescido mais de dez vezes em relação a década passada, de US\$ 171 bilhões em 1985 para US\$ 1,9 trilhão em 1995. A liquidez tem crescido até mais rápido: o turnover aumentou de 26% para 85% da capitalização dos mercados emergentes entre 1985 e 1994. E o número de companhias domésticas listadas nos mercados emergentes mais do que dobraram de 8.916 em 1985 para 19.397 em 1995.”* (Carter, 1996:2). Os fluxos de carteira em ações têm contribuído consideravelmente para estas mudanças nos mercados emergentes que receberam US\$ 176,9 bilhões (líquido) nesta modalidade de fluxo de capital entre 1990 e 1996. (Global Development Finance, 1997).

Nos anos 90, as bolsas de valores brasileiras chamaram bastante a atenção de investidores estrangeiros e nacionais, analistas e pesquisadores. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) obteve desempenho bastante favorável no período que se estendeu de 1991 a 1997, fato que pode ser comprovado através da grande valorização nominal do Ibovespa (Gráfico 1).

**Gráfico 1 – Índice Ibovespa (jan/91 a dez 97)**



Neste capítulo, pretendemos aprofundar a análise a respeito do fluxo de carteira em ações para o Brasil e o impacto da liberalização do mercado de capitais tanto sobre o desempenho do mercado secundário quanto sobre o mercado primário.

Verificaremos também se houve um aprofundamento do mercado secundário de ações nos anos 90. Entendemos como aprofundamento do mercado secundário o aumento dos seguintes indicadores: volume negociado e média diária de negociação; valor de mercado das companhias listadas em bolsa; taxa de capitalização; indicadores de liquidez - *turnover* e taxa de negociação, e a diminuição da volatilidade e da concentração das negociações no mercado.

Quanto ao mercado primário de ações nosso objeto de estudo fica restrito à análise do número de emissões primárias de ações e debêntures.

Analisaremos brevemente o lançamento de ADRs por empresas brasileiras, destacando o outro mecanismo pelo qual se dá o processo de internacionalização do mercado de capitais.

Quanto à estrutura desta segunda parte, no terceiro capítulo, faremos uma análise do desempenho do mercado de ações brasileiro nos anos 80 e nos anos 90 (1991 a 1997). A década de 80 foi dividida em dois momentos, o primeiro refere-se à fase anterior ao Plano Cruzado e o segundo à fase posterior a esta tentativa de estabilização econômica. Quanto ao período compreendido entre 1991 e 1997, analisaremos o desempenho do mercado secundário de ações a partir de dados da Bovespa. Esta bolsa de valores concentra, aproximadamente,

80% das negociações no mercado secundário e recebe grande parte dos fluxos de carteira em ações

Este período foi dividido em três fases: 1<sup>a</sup>) corresponde ao período que se estendeu de 1991, ano em que foi liberada a participação de investidores institucionais estrangeiros diretamente nas bolsas de valores brasileiras, até julho de 1994, quando foi implementado o Plano Real; 2<sup>a</sup>) compreendeu agosto de 1994 até julho de 1997 quando teve início a crise dos países asiáticos; 3<sup>a</sup>) diz respeito ao 2<sup>o</sup> semestre de 1997, quando ocorreu a crise da Ásia.

Neste terceiro capítulo também analisaremos o desempenho do mercado primário de ações entre 1991 e 1997.

No quarto capítulo, construiremos alguns indicadores de mercado de capitais<sup>22</sup> e os compararemos a alguns indicadores de outros mercados emergentes asiáticos e latino-americanos.

---

<sup>22</sup> Maiores informações sobre a regulamentação, estrutura e funcionamento do mercado de capitais brasileiro são apresentadas no Anexo I desta dissertação.

## **CAPÍTULO 3 – ANÁLISE DO DESEMPENHO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: 1991 A 1997**

### **3.1 Desempenho do Mercado de Ações nos Anos 80**

#### **3.1.1 Pré-Cruzado: 1980 a 1985**

Os esforços de política econômica do governo brasileiro estavam voltados para conter o processo inflacionário e, após a deflagração da moratória do México em 1982, procurou-se orientar a economia brasileira para a geração de superávits comerciais, na tentativa de equilibrar as contas externas. Neste período, as duas principais bolsas de valores brasileiras, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, apresentaram grande oscilação, alternando períodos de alta e baixa.

O desempenho do mercado de ações, na primeira metade dos anos 80, teve estreita relação com a política de correção monetária implementada pelo governo. Por exemplo, em 1982, prevaleceu no mercado secundário de ações uma tendência baixista e de pouca liquidez no mercado, pois os negócios em bolsa de valores foram desestimulados devido à maior rentabilidade dos títulos pré-fixados e de renda-fixa e à difícil situação das contas externas do país.

Já em 1983, o mercado secundário seguiu uma tendência de alta, alternando pequenos períodos de estabilidade. A valorização do IBV (Índice de Bolsa de Valores – BVRJ) e do Ibovespa (Índice da Bovespa) ao longo deste ano foi devido, principalmente, à política de expurgo da correção monetária que tornou as aplicações em renda-fixa menos atrativas. A política do governo de fixação da correção monetária abaixo do nível de inflação teve impacto sobre as aplicações em certificados de depósito bancário, caderneta de poupança, debêntures, letras imobiliárias e qualquer outra aplicação vinculada à correção monetária.

As tentativas de estabilização da economia também tiveram grande influência sobre o desempenho do mercado de ações. Por exemplo, a política bem-sucedida de controle dos preços no início do governo do Presidente José Sarney foi um dos fatores que permitiram

reverter o fraco desempenho das bolsas de valores nos quatro primeiros meses de 1985. O outro fator que influenciou o bom desempenho das bolsas de valores nesse ano foi a participação de novos investidores pessoa física através de fundos mútuos e clubes de investimento. No período compreendido entre maio e novembro de 1985 observou-se uma valorização real das ações de 81% na BVRJ e de 51% na Bovespa e volumes recordes de negociação (Conjuntura Econômica, fev/1986).

### 3.1.2 Pós-Cruzado: 1986 a 1989

O Plano Cruzado é um divisor de águas na análise sobre o desempenho do mercado de ações na década de 80, pois provocou efeitos não só sobre o mercado secundário de ações, mas também sobre o mercado primário.

Nos meses de março e abril de 1986, as bolsas de valores obtiveram bons resultados. Somente no mês de março, o Ibovespa e o IBV alcançaram valorização nominal de 91% e 55%, respectivamente. (Conjuntura Econômica, fev/1987). Esta euforia foi decorrência do Plano Cruzado que gerou expectativas de reversão da inflação, provocou queda das taxas de juros e eliminou a correção monetária.

Nestes dois meses, recursos provenientes de outras aplicações financeiras (depósitos de poupança e *open-market*) foram canalizados para as bolsa de valores, este fato contribuiu para o incremento do patrimônio dos fundos mútuos e reforçou a tendência de alta. A valorização dos preços das ações logo após o Plano Cruzado e as expectativas de aumento da demanda agregada estimularam as empresas a fazerem lançamentos de ações no mercado primário.

No entanto, a partir de maio de 1986 houve reversão de expectativas e passou a predominar uma tendência baixista nas bolsas de valores, em virtude dos sinais de arrefecimento da inflação e do malogro do Plano Cruzado.

Nos anos seguintes foram implementadas várias outras tentativas de estabilização econômica. Observamos que as bolsas de valores viveram fases de alta no período imediatamente após a divulgação de medidas de contenção da inflação pelo governo e fases de baixa quando se observava a retomada do processo inflacionário.

A introdução de novas regulamentações<sup>23</sup> sobre a participação de investidores estrangeiros nas bolsas de valores brasileiras, através de fundos de investimento, em 1987, também não foi suficiente para estimular o crescimento do mercado secundário de ações.

Em 1989, um escândalo no mercado financeiro, o caso Nahas, provocou grande impacto sobre as bolsas de valores brasileiras, sendo que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi a mais prejudicada. A partir deste ano, houve grande retração do volume negociado neste mercado. Após este episódio a Bovespa transformou-se na principal bolsa de valores brasileira, concentrando quase 80% das negociações de ações no mercado secundário.

Em linhas gerais, as bolsas de valores no final dos anos 80 ainda apresentavam problemas em relação à liquidez e concentração de negociação. Os negócios giravam principalmente em torno de ações de empresas estatais e poucas empresas privadas de grande porte, sendo pequena a base de investidores. O mercado de ações brasileiro era estreito.

### **3.2 Desempenho do Mercado Secundário de Ações: 1991 a 1997**

Em meados de 1991, introduziu-se uma nova regulamentação que permitiu a participação direta de investidores institucionais estrangeiros nas bolsas de valores brasileiras. Esta medida tinha por objetivo promover uma maior abertura financeira do mercado de capitais brasileiro e fazia parte de uma série de medidas liberalizantes implementadas durante o governo do Presidente Fernando Collor.

Como observamos no capítulo anterior, a partir dos anos 80, houve uma mudança na composição dos fluxos de capitais internacionais, com predomínio dos fluxos de carteira e investimento direto externo. As medidas de liberalização financeira implementadas pelos países emergentes, a partir dos anos 80 e início dos anos 90, permitiram a adaptação destes países às novas condições de captação de recursos externos nos mercados financeiros internacionais e ao cenário de finanças globalizadas.

Acompanhando a tendência dos mercados emergentes apontada na primeira parte, introduziu-se o Anexo IV<sup>24</sup> à Regulamentação 1.289/87, que permitiu aos investidores

---

<sup>23</sup> Maiores informações sobre as regulamentações que regem a participação de investidores estrangeiros são apresentadas no Anexo II desta dissertação.

institucionais estrangeiros participarem diretamente das negociações nas bolsas de valores brasileiras, houve grande estímulo à captação de recursos externos através dos fluxos de carteira em ações. Em 1992, foi introduzida outra medida de liberalização do mercado de capitais brasileiro que possibilitou a negociação de ações de empresas brasileiras nas bolsas de valores internacionais através de recibos de depósito<sup>25</sup>. Os investidores domésticos podem apenas negociar DRs de empresas brasileiras nas bolsas de valores internacionais, para que possam fazer a arbitragem entre os preços negociados nas bolsas de valores domésticas e internacionais.

Em 1996, as bolsas de valores brasileiras receberam a permissão para negociarem BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*), ou seja, recibos de depósito de ações de empresas estrangeiras.

O processo de internacionalização de negociação de ações, com o lançamento de recibos de depósito, gera a possibilidade de transferência da negociação de ações de empresas brasileiras para outras bolsas de valores internacionais. Este processo amplia a concorrência diante da expectativa de “esvaziamento” das bolsas de valores domésticas.

Vale ressaltar que a abertura financeira do mercado de capitais brasileiro não foi completa, restringiu-se à participação direta de investidores estrangeiros no mercado secundário de ações. Os investidores domésticos somente têm acesso ao mercado primário de ações através de fundos de investimento (FICE, SICE, CTVM, FRFCE e outros) ou quando ocorre um lançamento global de novas ações através de DR nível III. Os investidores institucionais domésticos não podem atuar diretamente nas bolsas de valores internacionais, a não ser para negociar DR de empresas brasileiras.

Nos anos 90, os fluxos de carteira em ações ingressaram através de três instrumentos: a) fundos de investimento<sup>26</sup>, diretamente para as bolsas de valores<sup>27</sup>; ou por intermédio de recibos de depósito<sup>28</sup> negociados nas bolsas de valores internacionais.

---

<sup>24</sup> Ver Anexo II.

<sup>25</sup> Existem 4 tipos de DRs negociados nos Estados Unidos: nível 1, 2, 3 e Regra 144A. Para maiores detalhes, veja o Anexo II.

<sup>26</sup> Nesta categoria estão incluídos os recursos externos que ingressam através de: Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro (Anexo I), Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro (Anexo II - Fundos Abertos), Carteira de Títulos e Valores Mobiliários (Anexo III - Fundos Fechados) e Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro (Anexo VI) entre outros.

<sup>27</sup> Através do Anexo IV.

Além dos fatores que possibilitaram o redirecionamento dos fluxos de capitais privados para os mercados emergentes (já discutidos na primeira parte, item 2.1), da estratégia de diversificação de carteira dos investidores institucionais (analisada no item 1.3) e do processo de liberalização do mercado de capitais brasileiro, houve outros determinantes internos que favoreceram os fluxos de carteira em ações a partir do segundo semestre de 1991.

Tabela 15 - Países Selecionados: Cotação da Ação sobre Valor Patrimonial e Preço sobre Lucro

1994			
<i>Ação /Tipo</i>	<i>País</i>	<i>Cotação/Valor Patrimonial</i>	<i>Preço/Lucro</i>
Petro ON	Brasil	49,71	14,19
Petro PN	Brasil	96,17	27,44
YPF ORD	Argentina	191,00	23,03
Telebrás ON	Brasil	60,85	5,91
Telebrás PN	Brasil	75,58	7,37
Telecom	Argentina	289,00	28,43
Telefonos Arg.	Argentina	295,00	26,28
Telefonos A	Chile	442,00	22,73
Telefonos B	Chile	361,00	18,58
Telefonos A	México	297,00	12,73
Telefonos L	México	300,00	12,85
Telexchile	Chile	1.018,00	25,11

Fonte: *Economática* in *Gazeta Mercantil*, 16.01.94

Num primeiro momento, os baixos preços das cotações de ações de empresas em relação ao patrimônio destas, comparando-as com empresas do mesmo porte em outros mercados (Tabela 15) trouxeram grande expectativa de valorização dos preços destas ações e atraíram os investidores estrangeiros.

Num segundo momento, com a implantação do Plano Real houve uma melhoria nas avaliações de risco sobre o país realizadas pelos investidores estrangeiros. Além disso, a adoção da taxa de câmbio como âncora do processo de estabilização deu aos investidores estrangeiros a percepção de que o risco cambial havia diminuído. Estes fatos deram fôlego aos fluxos de carteira em ações.

<sup>28</sup> Através do Anexo V.

O processo de privatização de grande empresas estatais foi um determinante interno importante na captação de recursos externos através do fluxo de carteira em ações principalmente após 1992 (Tabela 8).

Muitos levantam a hipótese de que parcela do capital que ingressou como fluxo de carteira em ações era, na realidade, capital “foragido” que retornou sobre esta nova modalidade de fluxo de capital externo. Este capital teria se aproveitado do processo de abertura financeira do mercado de capitais brasileiro para retornar ao país sob a denominação de capital estrangeiro. Observando a origem do capital que ingressou através do Anexo IV entre 1991 e 1997, podemos observar que 36,5% vieram dos países da América Central, dos chamados “paraísos fiscais”.

No entanto, é difícil comprovar esta hipótese, pois os residentes com capital no exterior se utilizam de investidores institucionais estrangeiros para retornar ao país e é muito difícil construir os elos de ligação para comprovar que o capital que ingressa atualmente nas bolsas de valores brasileiras foi o mesmo que saiu ilegalmente do país na década anterior.

Tabela 16 - Brasil: Origem dos Investidores Estrangeiros do Anexo IV

novembro/1997		
<i>Origem</i>	<i>Nº de Carteiras</i>	<i>Participação (%)</i>
América do Norte	140	30,77
América Central	166	36,48
América do Sul	42	9,23
Europa	99	21,76
Outros	8	1,76
<b>Total</b>	<b>455</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Informe Técnico Bovespa - dezembro/1997

Para a análise do desempenho do mercado secundário de ações nos anos 90, dividimos o período de 1991 a 1997 em três fases: a) a primeira, se estende da introdução do Anexo IV ao Plano Real; b) a segunda compreende o período após a estabilização econômica até a crise dos países asiáticos, nesta fase também serão estudados os efeitos de contágio da crise do México sobre as bolsas de valores brasileiras; c) a terceira trata dos impactos da crise asiática.

### 3.2.1 Da Introdução do Anexo IV ao Plano Real: 1991 a Julho de 1994

Apesar do Brasil ter sido um dos primeiros países latino-americanos a permitir a participação de investidores estrangeiros no mercado de capitais doméstico através de fundos de investimento (a partir de setembro de 1987), estes tiveram pequena importância para o desempenho do mercado secundário. Houve grande incremento dos fluxos de carteira em ações a partir da introdução do Anexo IV<sup>29</sup> em 1991 e, antes mesmo da implementação do Plano Real.

Podemos observar na Tabela 17 que o investimento em carteira ocupou o primeiro lugar entre as formas de captação de recursos externos em 1993, representando, aproximadamente, 45,8% do total de capital externo que ingressou no país.

Os recursos que ingressaram através do Anexo IV, neste ano, totalizaram US\$ 14.614 milhões, representando um aumento de, aproximadamente, 393% em relação ao ano anterior. O saldo do Anexo IV somou US\$ 5.478 milhões, sendo o maior resultado líquido obtido no período compreendido entre 1991 e 1997.

No início de 1993, grande parte dos recursos externos do Anexo IV foram aplicados em fundos de renda fixa, principalmente nos fundos de *commodities*, que apresentavam alta rentabilidade devido ao diferencial da taxa de juros interna/externa. Como esta tendência estava distorcendo a finalidade do direcionamento dos investimentos estrangeiros para aplicações em valores mobiliários e considerando também o impacto monetário da entrada de recursos externos, o governo passou a adotar medidas restritivas.

Em agosto de 1993, foi divulgada a Resolução nº 2.013 que proibiu a aplicação em títulos de renda fixa, incluindo NTN cambiais e fundos de *commodities* para os recursos que ingressavam através do Anexo I ao IV.

Com a adoção dessa medida houve um redirecionamento das aplicações para as debêntures. Em novembro de 1993, ficou proibida a alocação de recursos do Anexo IV em outros instrumentos de renda fixa e, como alternativa, o governo regulamentou o Fundo de Investimento Renda Fixa - Capital Estrangeiro.

---

<sup>29</sup> Trataremos, basicamente, dos recursos externos que ingressaram através do Anexo IV e que constituíram a maioria dos fluxos de carteira em ações. Por exemplo, em 1993, os investimentos em carteira totalizaram US\$ 14.971 milhões, deste total, US\$ 14.614 milhões ingressaram através do Anexo IV.

Tabela 17 - Brasil: Captação de Recursos Externos

Discriminação\Ano	1990 a 1997 - (em US\$ milhões)							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Total	5.367	11.627	17.791	32.667	43.073	53.885	78.999	128.984
Investimento em Carteira <sup>1</sup>	171	760	3.863	14.971	21.600	22.559	24.684	37.190
Investimento Direto Externo	517	695	1.325	877	2.241	3.285	9.580	17.864
Investimentos através de Fundos <sup>2</sup>	-	-	-	80	3.373	2.166	888	1.665
Empréstimos em Moeda <sup>3</sup>	1.045	4.408	7.979	11.031	8.756	15.883	28.078	35.535
Financiamentos <sup>4</sup>	2.882	4.160	2.332	3.282	4.353	4.576	6.828	24.192
Leasing e Aluguel <sup>5</sup>	752	1.519	1.173	1.005	842	1.143	1.868	4.002
Pagamento Antec. Exportação	-	85	1.119	1.421	1.908	4.273	7.073	8.536

Notas: <sup>1</sup>nesta categoria são consideradas as aplicações em valores mobiliários, ativos financeiros e Depositary Receipts. Estas aplicações são regulamentadas pelos Anexos I a V da Resolução 1289/87 do CMN.

<sup>2</sup>engloba as aplicações externas em Fundos de Renda Fixa, Fundos de Privatização, Fundos de Investimento Imobiliário e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.

<sup>3</sup>corresponde aos empréstimos obtidos no exterior, tanto por instituições financeiras como não-financeiras e os títulos lançados no mercado financeiro internacional, como por exemplo: commercial paper, bonds e notes.

<sup>4</sup>inclui as modalidades de financiamento registrados e autorizados, nesta última categoria incluem-se os créditos concedidos por organismos internacionais.

<sup>5</sup>estas operações correspondem a bens (máquinas e equipamentos) internados, sem a transferência da propriedade ao arrendatário.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

No quarto trimestre de 1993, houve um crescimento de 56% no ingresso de recursos através do Anexo IV em comparação com o trimestre anterior. Este incremento pode ser creditado às expectativas favoráveis de “deslanchamento” do programa de privatização, com a revisão constitucional da questão dos monopólios estatais. Grande parte deste fluxo de capital direcionou-se para a aquisição de ações de empresas estatais do setor de telecomunicações e do setor elétrico. Houve maior interesse por ações ordinárias, o que demonstrou maior interesse a longo prazo.

Em 1993, houve um grande crescimento do volume negociado na Bovespa. No início desse ano, esta bolsa de valores girava, em média, US\$ 70 milhões por dia. Nos primeiros meses deste ano, observou-se uma queda na taxa de juro doméstica que desestimulou as aplicações em renda fixa e tornou atrativas as aplicações em renda variável. Em abril, o volume médio negociado foi superior a US\$ 100 milhões e em agosto ficou acima dos US\$ 170 milhões. No ano de 1993, observamos um volume médio de negociação de US\$ 123 milhões<sup>30</sup>. Como consequência o Ibovespa obteve valorização de 98,1%, em dólar. O desempenho

<sup>30</sup> Para maiores detalhes ver item 4.2

favorável obtido pela Bovespa pode ser atribuído ao incremento da demanda por ações devido à entrada de recursos externos através do Anexo IV. O aumento da participação estrangeira nas bolsas de valores brasileiras gerou expectativas favoráveis para os investidores domésticos que, por sua vez, realimentaram a tendência de alta neste mercado.

O expressivo volume de recursos externos que ingressou em 1993, antes mesmo da estabilização da economia, demonstra que os fatores externos (principalmente, o excesso de liquidez internacional), influenciaram a estratégia de alocação de carteira dos investidores estrangeiros no Brasil.

### **3.2.2 Pós-Plano Real: Agosto de 1994 a Junho de 1997**

Apesar da elevação da taxa de juros norte-americana ao longo de 1994, fato que provocou desvalorizações nos preços das ações e outros papéis de vários países latino-americanos (como já foi mencionado no item 2.3), a captação de recursos externos através do Anexo IV manteve-se elevada e totalizou US\$ 20.532 milhões em 1994, representando um aumento de 40,5% em relação ao ano anterior<sup>31</sup>.

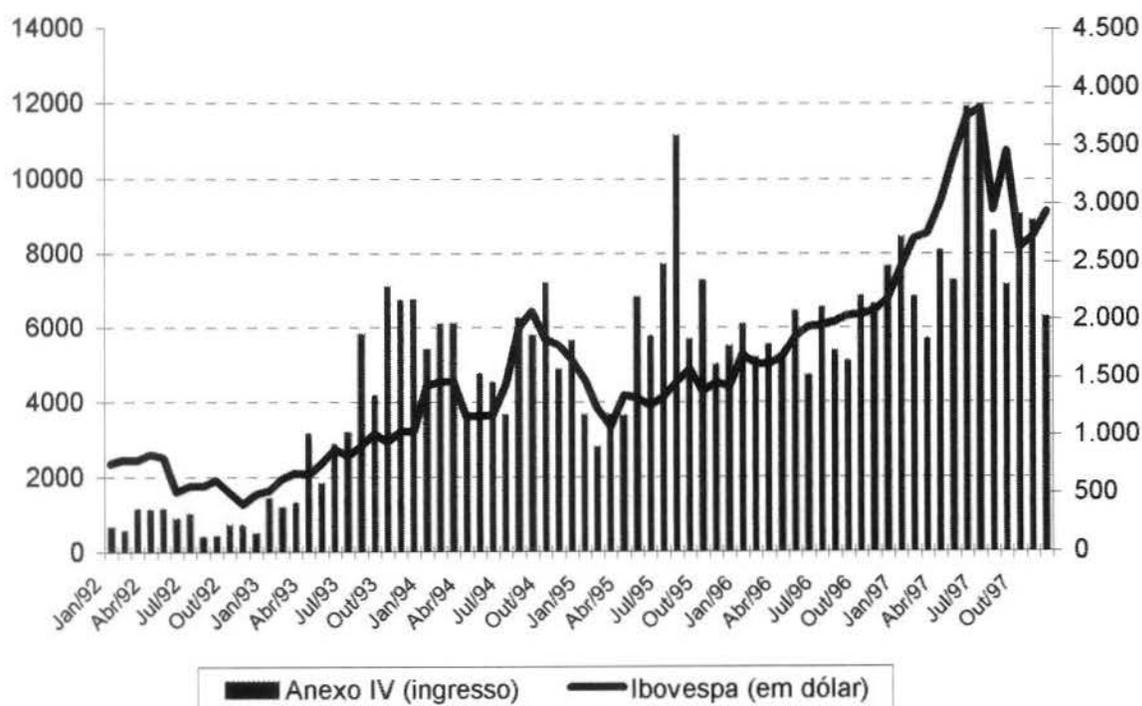
Nos dois meses que seguiram o Plano Real, podemos observar uma grande valorização dos preços das ações (Gráfico 2). O Ibovespa valorizou-se em 43,8%, em dólar, parte desta valorização pode ser atribuída à valorização do real em relação ao dólar no período de implantação do plano de estabilização.

No final de 1994, ficou explícita a crise de liquidez do México. Este fato teve repercussões sobre as bolsas de valores brasileiras e sobre os fluxos de carteira em ações. Entre dezembro de 1994 e março de 1995 (auge das repercussões da crise mexicana sobre a economia brasileira) o Ibovespa desvalorizou-se em 64,8%, em dólar. Nesse período, houve retração no ingresso de fluxo de carteira em ações e ocorreu grande saída de capitais que superaram as entradas de recursos em 76,1%, como resultado o saldo do Anexo IV ficou negativo em US\$ 2.478 milhões.

---

<sup>31</sup> A captação de recursos externos através do Anexo IV manteve-se constante ao longo de 1994, não houve maior ingresso de capital no período que seguiu a implementação do Plano Real.

**Gráfico 2 – Índice Ibovespa (em dólar) e Anexo IV (entrada de recursos – em US\$ milhões)**  
(jan/92 a dez/97)



O saldo negativo do primeiro trimestre de 1995 representou 22,5% do saldo acumulado no período de 1991 a 1994. O saldo negativo do Anexo IV representou 18,5% em relação aos ativos detidos nas carteiras dos investidores do Anexo IV (que era de US\$ 13.297,25 milhões em março de 1993). Podemos observar que mesmo tendo sido expressiva a saída de capitais através do Anexo IV no primeiro trimestre de 1995, período em que pela primeira vez o saldo ficou negativo em três meses consecutivos, quando comparamos com o saldo acumulado e com o valor dos ativos que compõem a carteira dos investidores do Anexo IV, notamos que o volume de recursos que saíram dos países constituíram, aproximadamente, 1/5 do total de ativos destes investidores.

No início de 1995, o governo brasileiro adotou uma política de elevação das taxas de juros, dos limites dos depósitos compulsórios e restrições à expansão do crédito para evitar a expansão da demanda e não gerar pressões que comprometessem o plano de estabilização. Em março, o governo introduziu o sistema de bandas cambiais.

Tabela 18 - Brasil: Anexo IV - Volume de Investimento Externo

1991 a 1997 - (em US\$ milhões)

<i>Período</i>	<i>Entrada</i>	<i>Saída</i>	<i>Saldo</i>
1991	482	96	386
1992	2.967	1.652	1.314
1º Trimestre	758	154	604
2º Trimestre	1.011	444	567
3º Trimestre	589	435	154
4º Trimestre	609	620	-11
1993	14.614	9.136	5.478
1º Trimestre	1.253	732	521
2º Trimestre	2.512	1.669	843
3º Trimestre	4.237	2.980	1.257
4º Trimestre	6.612	3.756	2.856
1994	20.532	16.778	3.754
1º Trimestre	5.652	4.110	1.542
2º Trimestre	4.156	2.422	1.734
3º Trimestre	5.034	4.923	111
4º Trimestre	5.691	5.324	367
1995	22.027	21.498	528
1º Trimestre	3.238	5.701	-2.463
2º Trimestre	5.208	4.327	881
3º Trimestre	7.881	4.950	2.931
4º Trimestre	5.699	6.520	-821
1996	22.936	19.342	3.594
1º Trimestre	5.400	4.494	906
2º Trimestre	5.274	4.694	580
3º Trimestre	5.467	4.821	646
4º Trimestre	6.795	5.333	1.462
1997	32.191,92	30.576,78	1.615,14
janeiro	2.708,42	1.758,75	949,67
fevereiro	2.199,06	1.450,00	749,06
março	1.828,04	1.228,65	599,38
abril	2.601,13	1.999,34	601,79
maio	2.337,41	1.827,38	510,03
junho	3.829,61	3.274,29	555,32
julho	3.851,38	3.088,17	763,20
agosto	2.763,41	3.190,93	-427,51
setembro	2.296,21	2.658,24	-362,03
outubro	2.904,13	4.193,36	-1.289,22
novembro	2.854,33	3.445,52	-591,19
dezembro	2.018,79	2.462,15	-443,36

Fonte: CVM (até set/1992 os dados são do FIRCE/Banco Central do Brasil)

Logo após a adoção deste novo mecanismo de ajuste cambial, houve uma tentativa de ataque especulativo contra o real que foi debelado pelo governo, mas que provocou uma desvalorização de 5,2% na taxa de câmbio (em termos nominais). Entre março-abril de 1995,

houve uma redução de US\$ 5,8 bilhões nas reservas internacionais<sup>32</sup> em poder do Banco Central, isto representou, aproximadamente 1/6 das reservas disponíveis em fevereiro de 1995. As reservas internacionais voltaram a crescer a partir de maio de 1995.

A crise do México provocou um deslocamento dos recursos aplicados nos mercados emergentes para bolsas de valores de praças financeiras mais seguras (Souza: 1998).

A partir do 2º trimestre de 1995, com a sinalização de que a crise mexicana havia sido contida, o saldo do Anexo IV voltou a apresentar sinal positivo e o Ibovespa passou a seguir uma trajetória de alta (Gráfico 2.2) até julho de 1997 quando ocorreu o ataque especulativo à moeda tailandesa e teve início a crise dos países asiáticos.

No período compreendido entre abril de 1995 e junho de 1997, o Ibovespa valorizou-se 179,4%, em dólar. Nessa mesma época, houve grande ingresso de capital através do Anexo IV. O excelente desempenho da Bovespa não pode ser atribuído somente à demanda dos investidores estrangeiros por ações de empresas brasileiras. O redirecionamento de aplicações de investidores domésticos para Fundos de Ações também alimentou esta tendência de alta dos preços das ações (Tabela 19).

Tabela 19 - Brasil: Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre  
Nov/1996 a Nov/1997

<i>Mês/Ano</i>	<i>Quantidade em Funcionamento</i>	<i>Número de Quotistas</i>	<i>Patrimônio Líquido (US\$ milhões)</i>
1996 - novembro	189	31.974	3.674,44
Dezembro	200	25.747	3.885,23
1997 - janeiro	211	121.125	5.114,71
fevereiro	224	155.758	4.793,97
março	232	180.061	6.724,18
abril	275	203.511	8.435,36
maio	309	229.506	14.086,59
junho	339	289.373	16.117,86
julho	359	317.624	18.334,93
agosto	384	297.468	15.141,93
setembro	412	313.528	15.003,24
outubro	445	150.151	10.462,64
novembro	457	171.762	10.349,09

Fonte: CVM - Informativo CVM, novembro de 1997.

<sup>32</sup> segundo o conceito caixa que contempla haveres prontamente disponíveis.

As expectativas favoráveis tanto de investidores domésticos quanto estrangeiros foram decorrência do sucesso da estabilização econômica, da superação dos efeitos da crise mexicana, e da privatização de grande empresas estatais, como a Companhia Vale do Rio Doce, CSN e a concessão de importantes serviços, como a telefonia celular.

Tabela 20 – Brasil: Destaques entre as Empresas Federais Privatizadas e Data dos Leilões  
1991 a 1997

<i>Data do Leilão</i>	<i>Empresa</i>	<i>Receita de Venda (US\$ milhões)</i>	<i>Data do Leilão</i>	<i>Empresa</i>	<i>Receita de Venda (US\$ milhões)</i>
24/10/91	USIMINAS	1.941	20/08/93	COSIPA	586
15/05/92	COPEL	862	05/03/96	RRFSA	1.491
22/10/92	ACESITA	465	21/05/96	LIGHT SESA	2.507
02/04/93	CSN	1.495	06/05/97	CVRD	3.299

Fonte: BNDES

Entre abril de 1995 e junho de 1997, as bolsas de valores brasileiras sofreram reversão da tendência de alta em curtos períodos devido a episódios pontuais, como foi o caso do “efeito Greenspan”<sup>33</sup> que atingiu vários mercados em todo mundo e provocou queda nos preços de ações brasileiras, demonstrando o poder da integração dos mercados de capitais no âmbito mundial. A seguir, analisaremos os impactos da crise asiática sobre as bolsas de valores brasileiras.

### 3.2.3 Impactos da Crise Asiática: 2º Semestre de 1997

Em julho de 1997, instaurou-se uma crise de confiança em relação às moedas de alguns países asiáticos (Tailândia, Filipinas e Indonésia) que apresentavam elevados déficits em transações correntes. Este fato alimentou expectativas de que o Brasil pudesse vir a sofrer um ataque especulativo contra sua moeda em virtude de sua vulnerabilidade externa expressa nos elevados e constantes déficits em transações correntes.

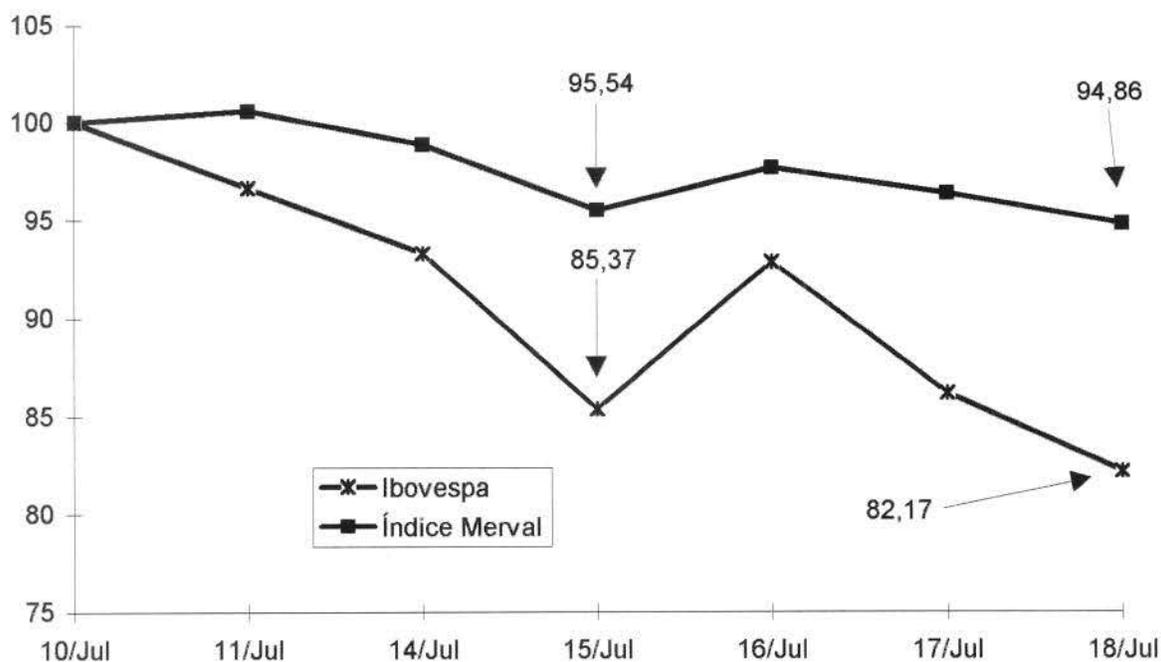
<sup>33</sup> Declaração feita pelo Presidente do *Federal Reserve* dos EUA, Alan Greenspan, sobre o período de exuberância irracional vivido pelas bolsas de valores norte-americanas.

No dia 15 de julho, o Ibovespa caiu 8,5% (em termos nominais), sendo a maior queda observada num único dia desde março de 1995, período no qual ocorreu o primeiro ataque especulativo contra o Real. As duas principais ações negociadas na Bovespa, Telebrás PN e Eletrobrás PNB, caíram, respectivamente, 8,2% e 13,8%. A BVRJ registrou queda de 7,7%.

As desvalorizações que ocorreram nas bolsas de valores brasileiras também repercutiram sobre as negociações de ADRs de empresas brasileiras na Bolsa de Nova York. As ações da Telebrás que são negociadas neste mercado desvalorizaram-se em 7,7%. Os ADRs de empresas mexicanas e argentinas também foram afetadas, por exemplo, a Telmex (empresa de telecomunicações mexicana) caiu 4,4%. (FSP, 16.07.97) Os investidores estrangeiros estavam temerosos de que a crise cambial pudesse atingir os países latino-americanos e por isso venderam os papéis destes países.

**Gráfico 3 – Ibovespa e Índice Merval (julho de 1997)**

**Base: 10/jul = 100**



Fonte: Economática in FSP 19.07.97

O Ibovespa exibiu uma grande variabilidade durante a semana em que ficou explícita a crise dos países do sudeste asiático. A turbulência observada na Bovespa teve efeitos de propagação na Bolsa de Valores da Argentina, como pode ser observado no Gráfico 3.

Para o governo brasileiro, a turbulência observada nas bolsas de valores brasileiras foi apenas resultado da realização de lucros após um período de grande valorização dos preços das ações (até julho de 1997, o Ibovespa havia acumulado uma valorização de 93% no ano). A crise dos países do sudeste asiático teria sido apenas uma desculpa para os investidores venderem suas ações e realizarem o lucro obtido durante o ano.

Em agosto de 1997, o saldo de investimento estrangeiro na Bovespa ficou negativo em R\$ 423,4 milhões<sup>34</sup>. O “efeito Ásia” não provocou apenas desvalorizações e saídas de recursos das bolsas de valores brasileiras. Nesse mês, US\$ 739 milhões<sup>35</sup> saíram do país sob a forma de remessa de lucros e dividendos<sup>36</sup>, representando 35% do total enviado ao exterior nos oito primeiros meses de 1997. Este item (remessa de lucros e dividendos) passou a ser o segundo mais importante na explicação do déficit do balanço de serviços, após o pagamento de juros.

A oferta de títulos públicos com variação cambial também elevou-se, na tentativa de acalmar os ânimos de investidores domésticos e estrangeiros. Em agosto, a oferta destes títulos (NBC-E e NTN-D) havia crescido 27,8% em relação ao mês anterior.

Uma segunda onda de turbulência nos países asiáticos teve início com a queda recorde de 10,14% da Bolsa de Hong Kong (23.10.97) que arrastou consigo as bolsas de valores<sup>37</sup> do mundo todo. Esta desvalorização no mercado secundário de Hong Kong decorreu da elevação da taxa de juro<sup>38</sup> cujo objetivo era defender a moeda deste país contra um ataque especulativo.

---

<sup>34</sup> F.S.P. 7.10.97.

<sup>35</sup> F.S.P. 23.09.97.

<sup>36</sup> Para o investidor estrangeiro há grande facilidade em retirar seus recursos do país sob a forma de remessa de lucros e dividendos que ganharam isenção do Imposto de Renda a partir de 1996.

<sup>37</sup> No dia 23.10.97 a Bovespa registrou queda de 8,5%; Cingapura e Filipinas, 5%; Buenos Aires, 4,88%; Frankfurt, 4,66%; Cidade do México, 4,5%; Kuala Lumpur, 3,5%; Paris, 3,42%; Londres, 3,06%; Tóquio, 3,03%; Sydney, 2,53%; Nova York, 2,33%; Jacarta, 1%.

<sup>38</sup> O Banco Central de Hong Kong elevou a taxa de juro básica de 8,75% para 9,5%, provocando elevação generalizada nas taxas de juros dos demais segmentos do mercado financeiro. A taxa de juro interbancária (*overnight*) passou de 6% para 100% em menos de uma hora, chegando a atingir 300%. (F.S.P., 24.10.97).

A onda de desvalorização das bolsas de valores prosseguiu por alguns dias, sendo a Bovespa<sup>39</sup> uma das mais afetadas pela crise asiática. Na tentativa de aplacar os ânimos, a CVM alterou o horário de funcionamento da bolsa paulista para coincidir com a Bolsa de Valores de Nova York, para que o mercado operasse conjuntamente com a sua maior referência. Além disso, introduziu-se um mecanismo *anticrash* denominado de *circuit breaker* que interrompe as negociações por meia hora caso o índice da bolsa caia 10% e suspende o pregão se a queda for de 15%<sup>40</sup>.

Não foram apenas as bolsas de valores brasileiras que sofreram os efeitos de contágio da crise asiática, houve também grande saída de dólares do país que gerou pressões sobre a taxa de câmbio e demandou uma ação enérgica do Banco Central que praticamente dobrou as taxas de juros<sup>41</sup>.

Em setembro de 1997, as reservas internacionais correspondiam a 12 meses de importação de bens, em outubro houve uma perda de US\$ 8,3 bilhões (conceito caixa) e as reservas passaram a representar 10 meses de importação de bens.

Na tentativa de conter a crise cambial e das bolsas de valores, o governo divulgou medidas conjuntas da CVM, BNDES e Banco Central<sup>42</sup>. A CVM permitiu que as empresas recomprassem uma quantidade maior de títulos próprios (5% para 10% dos papéis em circulação). O BNDES direcionou R\$ 1 bilhão para financiar estas operações de recompra. O Banco Central reduziu os prazos mínimos para empréstimos tomados no exterior por bancos e empresas.

O saldo do Anexo IV foi negativo nos últimos cinco meses de 1997, sendo que em outubro esta conta registrou o maior saldo negativo de sua história (US\$ 1.289,22 milhões). Neste período, as saídas superaram as entradas em US\$ 3.113,31 milhões. Este saldo negativo representava 6,8% dos ativos da carteira dos investidores do Anexo IV (posição em julho de 1998).

<sup>39</sup> No dia 27.10.97, a Bovespa registrou a maior queda em um único dia (14,97%) desde a divulgação do Plano Collor I. Em 4 dias úteis (23.10.97 a 28.10.97), a Bovespa acumulou uma desvalorização de 19,36%; a BVRJ, 17,88%; Hong Kong, 22,1%; Buenos Aires, 16,2%; Frankfurt, 14,5%; Sydney, 14,30%; Paris, 10,4%; Cidade do México, 10,1%; Tóquio, 7,8%; Nova York, 6,7%. (F.S.P., 29.10.97).

<sup>40</sup> Em 1997, este mecanismo foi acionado três vezes, no dia 28.10.97, 7.11.97 e 12.11.97.

<sup>41</sup> A TBC (taxa básica do Banco Central) foi elevada de 1,58% para 3,05% a.m. e a Tban (taxa de assistência do Banco Central) de 1,76% para 3,23% a.m..

<sup>42</sup> Meados de novembro de 1997.

A crise asiática teve grande impacto não só sobre as bolsas de valores brasileiras, mas também gerou pressões e especulações contra a moeda brasileira, demandando medidas de grande impacto adotadas pelo governo (pacote fiscal, elevação das taxas de juros, entre outras) que produzirão efeitos sobre o lado real da economia brasileira no futuro.

Embora a relação entre o saldo negativo e os ativos da carteira dos investidores do Anexo IV e a relação entre saída de reservas e o total de reservas internacionais tenham sido inferiores ao que foram verificados durante a crise do México, pudemos observar que a crise dos países asiáticos demandou medidas de política econômica de maior impacto, como a duplicação das taxas de juros e adoção de um pacote de medidas fiscais.

### 3.3 Desempenho do Mercado Primário de Ações: 1991 a 1997

Apesar do excelente desempenho observado no mercado secundário de ações no período de 1991 a 1997, o número de empresas listadas na Bovespa diminuiu neste período, passando de 601 para 545. Em 1993, havia 829 empresas de capital aberto, deste total 70% eram empresas listadas em bolsa de valores. Esta participação caiu para 61% em 1997. (Tabela 21)

Tabela 21 - Brasil: Número de Companhias de Capital Aberto, Companhias Listadas em Bolsa e na Bovespa

1991 a 1997			
<i>Ano</i>	<i>Companhias de Capital Aberto</i>	<i>Companhias Listadas em Bolsa</i>	<i>Companhias Listadas na Bovespa<sup>1</sup></i>
1991	-	601	570
1992	-	597	565
1993	829	582	551
1994	835	585	559
1995	874	577	547
1996	925	589	554
1997	968	592	545

Nota: <sup>1</sup> no final de cada ano.

Fonte: CVM e Bovespa. (elaboração própria)

Vários autores<sup>43</sup> argumentaram que a abertura do mercado de capitais brasileiro aos investidores estrangeiros seria extremamente favorável, pois valorizaria os preços das ações negociadas, aumentaria a liquidez nas bolsas de valores e geraria estímulo para que outras empresas abrissem seu capital e houvessem novas emissões de ações. Desta forma, a abertura financeira geraria um círculo virtuoso, contribuindo para a capitalização das empresas, financiamento de investimentos e para o desenvolvimento econômico.

No entanto, o que observamos, no caso brasileiro, foi que o mercado primário de ações não obteve um desempenho tão vigoroso quanto o observado no mercado secundário. Se excluirmos a grande emissão de ações do Banco do Brasil em 1996 no valor de US\$ 8.003,10 milhões, notamos que o volume emitido entre 1991-1996 cresceu, aproximadamente, 40%. Este número é pequeno quando comparado a expansão ocorrida no mercado secundário de ações e descrita no item anterior.

Tabela 22 - Brasil: Emissões de Ações

jan/1991 a abr/1997 - (em US\$ milhões)

Mês\Ano	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>1</sup>	1993 <sup>2</sup>	1994 <sup>2</sup>	1995 <sup>1</sup>	1996 <sup>1</sup>	1997 <sup>1</sup>
Janeiro	16,58	139,22	11,46	0,00	497,23	91,32	344,47
Fevereiro	8,30	98,18	0,00	17,55	0,00	107,25	0,00
Março	43,64	43,07	42,33	109,28	152,69	16,65	48,98
Abril	64,92	113,98	58,04	139,24	0,00	140,98	286,98
Maio	46,96	440,28	2,56	120,56	21,84	8.003,10	
Junho	218,54	52,85	321,10	138,08	118,33	6,23	
Julho	115,03	15,70	41,91	74,26	297,53	0,00	
Agosto	59,27	26,19	2,92	84,82	467,12	247,37	
Setembro	55,28	101,06	0,16	433,22	259,52	114,07	
Outubro	71,94	0,00	26,88	988,93	12,72	255,55	
Novembro	92,68	0,00	62,74	32,73	89,10	9,43	
Dezembro	31,69	2,13	271,03	451,98	195,79	193,26	
Total Anual	824,84	1.032,68	841,13	2.590,70	2.111,90	9.155,2	680,43
Varição Anual	-	25,2%	-18,4%	208,0%	-18,5%	333,5%	

Notas: <sup>1</sup> valores convertidos em dólares pela cotação de venda da taxa de câmbio no dia de registro de ações junto à CVM

<sup>2</sup> valores convertidos em dólares pela cotação de venda da taxa de fechamento mensal

Fonte: CVM; 1991 a 1992: Gerência de Registros - CVM; 1993 a 1997: Informativo CVM, vários números. (elaboração própria).

<sup>43</sup> Costa (1993), Carter (1996)

Podemos notar que o incremento do número de emissões primárias de ações ocorreu em 1994, quando cresceram 208% em relação ao ano anterior. Sendo que 80% das emissões ocorreram no segundo semestre, após a implementação do Plano Real.

A estabilização da economia provocou um impacto inicial positivo sobre a emissão primária de ações, uma vez que influenciou o planejamento financeiro das empresas. No entanto, nos anos que se seguiram o volume de emissão de ações decresceu.

O mercado primário de debêntures apresentou maior dinamismo que o mercado primário de ações (Tabela 23). Em muitos casos, as empresas preferem emitir debêntures a ações, apesar das altas taxas de juros praticadas, pelo fato de que o primeiro opera como um título de dívida, já que na maioria dos casos são adquiridos por bancos, funcionando como se fosse uma operação de crédito.

Tabela 23 - Brasil: Número de Emissão de Ações e Debêntures

1991 a 1997 <sup>1</sup>		
<i>Ano</i>	<i>Ações</i>	<i>Debêntures</i>
1991	52	76
1992	28	39
1993	24	135
1994	48	74
1995	31	149
1996	24	195
1997	7	62

Nota: <sup>1</sup> até abril de 1997

Fonte: CVM; 1990 a 1992: Gerência de Registros - CVM; 1993 a 1997: Informativo CVM, vários números (elaboração própria).

Na década de 80, muitos analistas justificavam o pouco dinamismo do mercado primário de ações devido ao processo inflacionário que impedia o estabelecimento de programas de investimento de longo prazo. No entanto, pelos resultados observados nos anos 90, devemos procurar outras explicações para entender por que não ocorreu uma ampliação do mercado de ações, apesar do aprofundamento observado nas bolsas de valores e da estabilização econômica.

Tabela 24 - Brasil: Emissão de Debêntures

jan/1991 a abr/1997 - (em US\$ milhões)

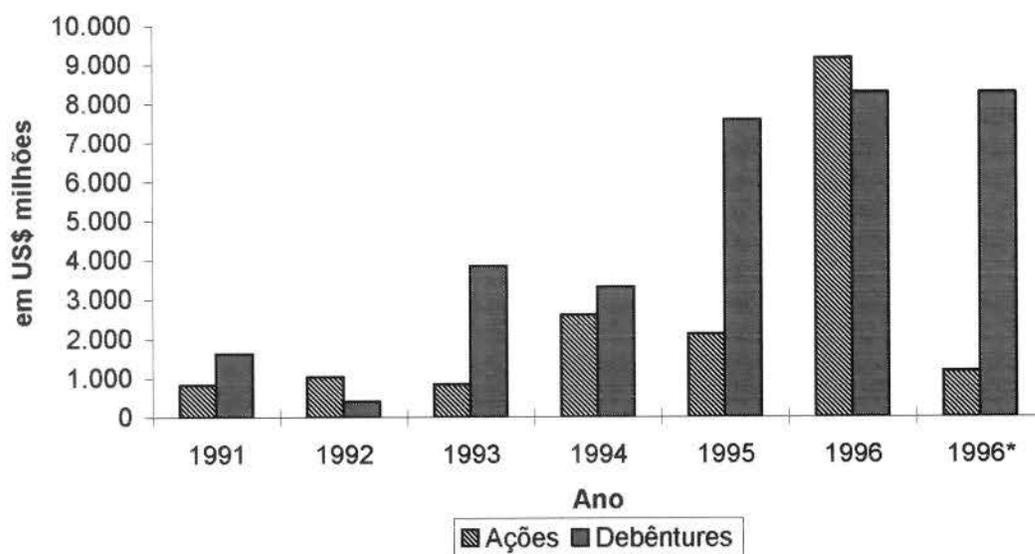
Mês\Ano	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>1</sup>	1993 <sup>2</sup>	1994 <sup>2</sup>	1995 <sup>1</sup>	1996 <sup>1</sup>	1997 <sup>1</sup>
Janeiro	48,44	20,77	67,20	70,87	625,44	468,94	1.130,25
Fevereiro	0,00	15,98	11,70	53,47	200,10	265,87	328,65
Março	2,93	20,00	0,00	169,65	63,99	1.276,10	939,40
Abril	68,05	2,22	134,00	58,14	397,16	185,92	192,54
Maio	42,52	3,93	7,40	0,00	1.185,35	404,65	
Junho	19,89	136,03	59,49	65,67	1.671,57	688,68	
Julho	144,71	11,74	2,84	14,41	903,99	404,45	
Agosto	63,69	35,04	462,69	11,00	397,20	615,79	
Setembro	130,15	17,96	955,39	243,86	400,09	1.276,66	
Outubro	214,50	79,16	887,85	203,74	577,47	534,25	
Novembro	69,09	18,33	465,48	230,95	136,68	829,93	
Dezembro	807,75	37,49	789,56	2.182,08	1.014,91	1.337,31	
<b>Total Anual</b>	<b>1.611,72</b>	<b>398,64</b>	<b>3.843,60</b>	<b>3.303,84</b>	<b>7.573,95</b>	<b>8.288,55</b>	<b>2.590,84</b>

Notas: <sup>1</sup> valores convertidos em dólares pela cotação de venda da taxa de câmbio no dia de registro de ações junto à CVM

<sup>2</sup> valores convertidos em dólares pela cotação de venda da taxa de fechamento mensal

Fonte: CVM; 1991 a 1992: Gerência de Registros - CVM; 1993 a 1997: Informativo CVM, vários números.

Gráfico 4 – Emissões de Ações e Debêntures (1991 a 1996)



\* Exclui-se a emissão de Ações do Banco do Brasil

O aprofundamento do mercado secundário de ações não gerou estímulos para o alargamento do mercado de capitais brasileiro que se daria através do aumento do número de empresas de capital aberto e do número de ações emitidas (mercado primário). Além disso, como argumenta Souza (1998), das empresas que abriram seu capital, muitas o fizeram objetivando atingir o mercado de ações internacional.

Há alguns fatores que podem ajudar a compreender porque o excelente desempenho do mercado secundário de ações não gerou estímulos para a expansão do mercado primário. Entre eles podemos citar: a) resistência à abertura de capital, os controladores de empresa não abrem o capital devido aos deságios em relação ao valor patrimonial exigido pelos investidores para subscrever as ações, estes, por sua vez, vêm-se desestimulados em virtude do tratamento dado ao acionista minoritário; b) elevada concentração de mercado nas bolsas de valores em torno de ações de empresas estatais em processo de privatização; c) existência de outras fontes de financiamento mais atraentes, tais como o BNDES, o lançamento de debêntures e, mesmo, o mercado financeiro internacional; d) a elevada taxa de juros praticada no mercado financeiro doméstico contribui para a elevação da rentabilidade exigida pelos investimentos produtivos, dificultando a elaboração destes projetos e a sua viabilização através do mercado de ações. (Souza, 1998).

Observamos que no período analisado, 1991 a 1997, o mercado secundário de ações teve grande dinamismo, o mercado de debêntures também contou com grande número de emissões, porém o mesmo não pode ser constatado no mercado de primário de ações.

## CAPÍTULO 4 - PRINCIPAIS INDICADORES DO MERCADO DE AÇÕES

Belluzzo e Coutinho (1996) destacam três características pertinentes ao mercado de ativos: a) profundidade, isto é, amplo mercado secundário que possa garantir negociabilidade a diferentes tipos de papéis; b) liquidez, ou seja, possibilidade de reversão rápidas das posições assumidas; c) volatilidade, freqüente alteração na expectativa de preço dos ativos. Neste capítulo, analisaremos alguns indicadores de bolsa de valores que podem corroborar para a avaliação do mercado secundário brasileiro quanto às características referidas acima.

### 4.1 Porcentagem dos Investidores Estrangeiros no Total Negociado na Bolsa de Valores

A porcentagem dos investidores estrangeiros no total negociado na bolsa de valores fornece-nos uma noção sobre a importância deste investidor para o mercado doméstico.

A participação média do investidor estrangeiro na Bovespa aumentou progressivamente no período que compreendeu 1993 a 1997 (Tabela 25), constituindo o segundo investidor mais importante deste mercado. Devido à importância que os investidores estrangeiros possuem no total negociado na Bovespa, seu comportamento acaba por influenciar os demais investidores e funcionam como líderes de mercado nas bolsas de valores brasileiras.

Tabela 25 - Bovespa: Participação por Tipo de Investidor no Total Negociado

Tipo de Investidor	1990 a 1997 - (%)							
	1990 <sup>1</sup>	1991 <sup>2</sup>	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Pessoa Física	29,7	19,0	19,9	10,7	9,0	10,1	9,3	9,8
Investidor Institucional	22,6	20,8	23,1	17,9	17,1	17,0	13,6	19,6
Investidor Estrangeiro	-	-	-	16,0	21,4	26,1	28,6	25,9
Empresas Privadas/Públicas	14,2	16,2	15,2	11,2	6,9	5,0	3,2	4,3
Instituição Financeira	17,1	44,0	41,9	44,2	45,5	41,6	45,1	40,1
Outros	16,4	-	-	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Notas: <sup>1</sup> Os dados se referem a dezembro de 1990

<sup>2</sup> Os dados se referem a dezembro de 1991

Fonte: Informe - Bovespa, 12/90, 12/91 e 12/92; Revista Bovespa 01/94, 01/95; Informe Técnico da Bovespa 12/95; 12/96; 12/97

## 4.2 Volume Negociado e Média Diária de Negociação

O volume negociado mede a quantidade de dinheiro movimentada na bolsa de valores, agrega o volume de compra e venda de ações. A média diária de negociação é o volume médio negociado em um pregão.

Tabela 26 - Bovespa: Número de Negócios, Volume Negociado e Média Diária de Negociação no Mercado à Vista e Total dos Mercados<sup>1</sup> da Bovespa

1991 a 1997 - (em US\$ milhões<sup>2</sup>)

Ano	Mercado à Vista			Total dos Mercados		
	Número de Negócios	Volume Negociado	Média Diária de Negociação	Número de Negócios	Volume Negociado	Média Diária de Negociação
1991	867.906	7.416,07	30,02	1.141.439	8.532,03	34,54
1992	1.186.104	16.166,72	65,45	1.677.719	18.179,82	74,05
1993	1.348.251	30.398,46	123,57	1.967.757	38.554,03	156,72
1994	1.758.984	70.058,68	285,95	2.506.554	88.205,75	360,02
1995	1.302.148	57.366,50	234,15	2.132.185	69.446,96	283,46
1996	1.283.739	86.557,08	349,02	2.322.894	97.761,56	394,20
1997	1.870.976	168.287,24	633,39	3.192.728	191.091,67	767,44

Notas: <sup>1</sup> Inclui os Mercados à Vista, à Termo, de Opções e Outros

<sup>2</sup> Valores convertidos em dólares pela taxa média mensal - cotação de venda do Bacen

Fonte: Bovespa - Informe Bovespa vários números e Informe Técnico GDP vários números

O volume negociado no mercado à vista na Bovespa passou de US\$ 4,45 bilhões em 1990 para US\$ 168,29 bilhões em 1997, ou seja, aumentou quase 38 vezes. A média diária de negociação no mercado à vista passou de US\$ 30,02 milhões em 1991 para US\$ 633,39 milhões em 1997. No entanto, o número de negócios realizados no mercado à vista não se elevou da mesma forma. O aumento no volume negociado foi acompanhado por um movimento de valorização dos preços das ações negociadas nas bolsas de valores, que pode ser observado através da valorização do índice Ibovespa, que entre 1992 e 1997, elevou-se em 291% (em dólar), houve um grande efeito-preço que contribuiu para elevar o volume negociado na bolsa de valores.

Privatizações de grandes empresas estatais nas bolsas de valores também contribuíram para elevar o volume e a média diária de negociação, já que a venda de ações que representavam controle acionário foi realizada através de operação *block trade*<sup>44</sup> e implicou em colocação no mercado secundário. A abertura financeira do mercado de capitais brasileiro aos

investidores estrangeiros foi outro fator que ajudou a explicar o considerável incremento obtido nos negócios em bolsas de valores.

Tabela 27 - Ranking Mundial de Capitalização de Mercado e Valor Total Negociado para 25 países, posição em dezembro de 1993

<i>Rank</i>	<i>Mercado</i>	<i>Total de Capitalização do Mercado (US\$ milhões)</i>	<i>Rank</i>	<i>Mercado</i>	<i>Valor Total Negociado (US\$ milhões)</i>
1	Estados Unidos	5.223.768	1	Estados Unidos	3.507.223
2	Japão	2.999.756	2	Japão	954.341
3	Reino Unido	1.151.646	3	Reino Unido	423.526
4	Alemanha	463.476	4	Taiwan*	346.487
5	França	456.111	5	Alemanha	302.985
6	Hong Kong	385.247	6	Coréia*	211.710
7	Canadá	326.524	7	França	174.283
8	Suíça	271.713	8	Suíça	167.880
9	Malásia*	220.328	9	Malásia*	153.661
10	África do Sul	217.110	10	Canadá	142.222
11	Austrália	203.964	11	Hong Kong	131.550
12	México*	200.671	12	Tailândia*	86.934
13	Taiwan*	195.198	13	Singapura	81.623
14	Holanda	181.876	14	Austrália	67.711
15	Coréia*	139.420	15	Holanda	67.185
16	Itália	136.153	16	Itália	65.770
17	Singapura	132.742	17	México*	62.454
18	Tailândia*	130.510	18	Brasil*	57.409
19	Espanha	119.264	19	Espanha	47.156
20	Suécia	107.376	20	Suécia	43.593
21	Brasil*	99.430	21	China*	43.395
22	Índia*	97.976	22	Israel	30.327
23	Bélgica	78.067	23	Turquia*	23.242
24	Israel	50.773	24	Índia*	21.879
25	Chile*	44.622	25	Dinamarca	20.989

\* indica que estes países estão incluídos no índice global da IFC

Fonte: Emerging Markets Data Base apud Emerging Stock Markets Factbook 1994 - IFC; países selecionados.

Para dimensionar e avaliar o nível de desenvolvimento das bolsas de valores brasileiras, podemos recorrer ao ranking da IFC (Tabela 27) sobre capitalização de mercado (item 4.3) e valor total negociado. Podemos observar que em 1993, os Estados Unidos negociaram US\$ 3.507.223 milhões, ocupando o primeiro lugar, as bolsas de valores deste país são

<sup>44</sup> Para maiores detalhes ver Anexo I desta dissertação.

consideradas as mais dinâmicas do mundo. O Brasil<sup>45</sup> ocupou a 18ª posição, atrás de vários países emergentes.

### 4.3 Taxa de Capitalização

A taxa de capitalização mostra a relação entre valor de mercado das companhias listadas em Bolsa e o PIB, ou seja, este indicador fornece-nos uma noção sobre o tamanho do mercado de capitais em relação ao tamanho da economia.

A taxa de capitalização na Bovespa passou de 11,29% em 1991 para 28,96% em 1996, ou seja, houve um crescimento de 156,5%. Este indicador teve grande crescimento nos anos de 1993 (91,15%) e 1994 (45,73%), quando o ingresso de recursos externos através do Anexo IV foi expressivo e quando foi implementado o programa de estabilização econômica.

Tabela 28 - Bovespa: Valor de Mercado e Taxa de Capitalização

1990 a 1996				
Ano	Valor de Mercado <sup>1</sup> US\$ bilhões	Variação (%)	PIB <sup>2</sup> US\$ bilhões	Taxa de Capitalização <sup>3</sup>
1990	15,4	-	445,9	3,45
1991	43,6	183,1	386,2	11,29
1992	45,3	3,9	374,3	12,09
1993	99,4	119,4	430,3	23,11
1994	189,1	90,2	561,3	33,68
1995	147,6	-21,9	718,5	20,54
1996	216,9	47,0	749,1	28,96
1997	255,4	17,8	-	-

Notas: <sup>1</sup> valores ao final de cada ano

<sup>2</sup> estimativas do Banco Central do Brasil - Boletim do Banco Central do Brasil, vários números

<sup>3</sup> valor de mercado das companhias listadas na Bovespa em relação ao PIB

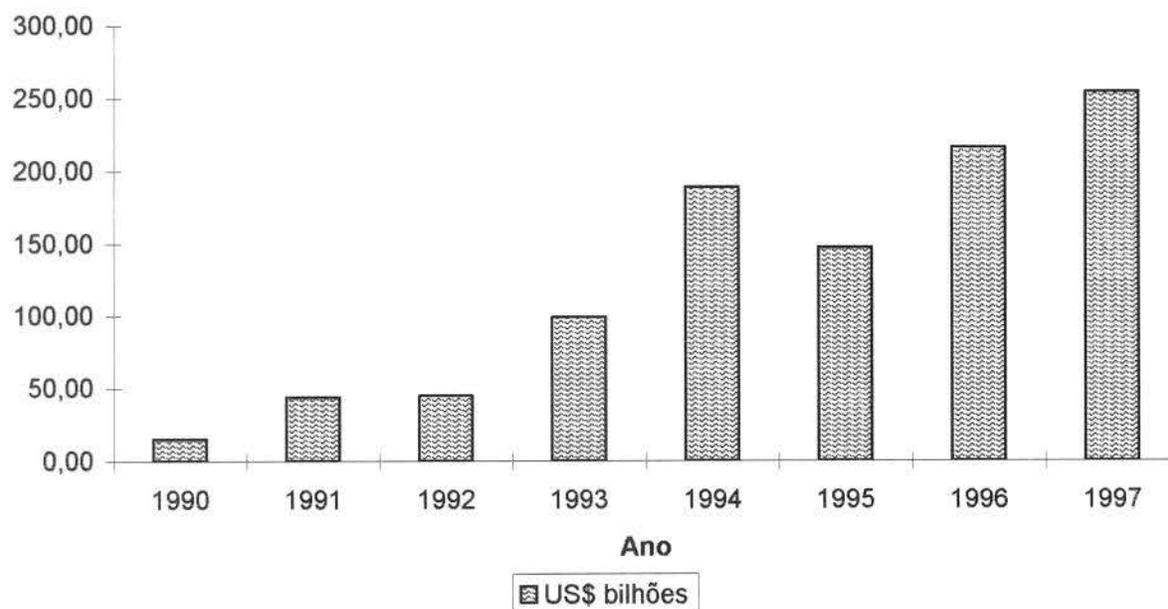
Fonte: Bovespa - Informe Técnico GDP, janeiro de 1997 - elaboração própria

Em 1995, a economia brasileira viveu um período de instabilidade econômica devido aos impactos da crise do México e à elevação das taxas de juros e à restrição ao crédito. Nos primeiros meses deste ano houve grande saída de recursos e o saldo líquido anual do Anexo IV

<sup>45</sup> O valor total negociado no Brasil difere daquele apresentado na Tabela 26, pois esta inclui tanto os dados da Bovespa quanto da BVRJ.

foi de apenas US\$ 528 milhões. O valor de mercado das companhias listadas em bolsa de valores decresceu 21,9%, voltando a se recuperar nos dois anos seguintes.

**Gráfico 5 – Valor de Mercado das Companhias Listadas na Bovespa  
(1990 a 1997)**



**Tabela 29 - Países Selecionados: Taxa de Capitalização**

<i>Países\Ano</i>	1990 a 1993			
	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
Argentina	5,2	14,5	17,6	13,5
Chile	48,8	89,3	98,6	85,4
Colômbia	3,3	9,6	9,4	20,5
México	15,9	35,8	41,3	45,4
Peru	2,4	4,1	10,4	14,9
Venezuela	17,5	20,7	22,9	8,7
Coréia	45,1	33,9	36,2	-
Malásia	113,7	124,4	163,1	-
Taiwan	63,2	70,2	36,0	-
Tailândia	29,7	39,0	56,4	-

Fonte: Para os países latino-americanos: Cepal (1995) "La inversión extranjera en América Latina y el Caribe". Para os países asiáticos: Emerging Stock Markets Factbook 1994, IFC.

Quando comparamos a taxa de capitalização da Bovespa com a de outros países (Tabela 29), podemos notar que este indicador é inferior ao de outros países emergentes. Por exemplo: em 1993, a taxa de capitalização do México foi de 45,4%, do Chile foi de 85,4% e do Brasil, no mesmo período, foi de 23,1%. Estes dados demonstram que o mercado secundário de ações brasileiro é ainda pequeno quando comparado a outros mercados emergentes.

#### 4.4 Indicadores de Liquidez: *Turnover* e Taxa de Negociação

Os indicadores de *turnover* e taxa de negociação fornecem-nos uma noção sobre a liquidez das bolsas de valores. A taxa de *turnover* mede a relação entre volume negociado no mercado à vista e valor de mercado das companhias listadas. A taxa de negociação (*share trade ratio*) mede a relação entre volume negociado no mercado à vista e o PIB.

Tabela 30 - Bovespa: Taxa de *Turnover* e Taxa de Negociação

1990 a 1997					
Ano	Volume Negociado no Mercado à Vista US\$ milhões	Valor de Mercado US\$ bilhões	PIB US\$ bilhões	Taxa de <i>Turnover</i>	Taxa de Negociação
1990	4,4	15,4	445,9	28,9	1,0
1991	7,4	43,6	386,2	17,0	1,9
1992	16,2	45,3	374,3	35,7	4,3
1993	30,4	99,4	430,3	30,6	7,1
1994	70,1	189,1	561,3	37,1	12,5
1995	57,4	147,6	718,5	38,9	8,0
1996	86,6	216,9	749,1	39,9	11,6
1997	168,3	255,4	-	65,9	-

Fonte: Bovespa (elaboração própria) e Banco Central do Brasil

Houve melhoria da liquidez na Bovespa segundo os dois indicadores. A taxa de *turnover* passou de 17% em 1991 para 65,9% em 1997. A taxa de negociação que era de 1,9% em 1991 passou para 11,6% em 1996.

Quando comparamos a liquidez da Bovespa com a de outros mercados emergentes notamos que estes indicadores são ainda bastante inferiores. Por exemplo, em 1993, a taxa de

*turnover* de Taiwan foi de 235,5%, ficando em primeiro lugar em relação às bolsas de valores do mundo todo. Os Estados Unidos ficaram em 12º lugar, com taxa de 72,3% e o Brasil em 34º lugar, com taxa de 32,6%<sup>46</sup>. Mas, no caso brasileiro, a liquidez é bastante concentrada em torno de poucas ações.

#### 4.5 Concentração de Mercado

Este indicador informa quais são as ações mais negociadas no mercado à vista da bolsa de valores. Se uma determinada ação movimentar a grande maioria dos negócios de uma bolsa de valores, isto indica que qualquer alteração nas expectativas dos investidores pode provocar mudanças bruscas nos índices de preço desta bolsa, deixando o mercado bastante vulnerável.

Tabela 31 - Bovespa: Concentração das Negociações no Mercado à Vista

Descrição	1990 a 1997							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
A maior	17,6	41,3	54,8	50,2	40,1	49,8	61,2	55,9
5 maiores	58,3	75,1	74,1	71,3	69,2	72,0	75,8	72,9
10 maiores	65,4	81,5	81,9	80,5	77,6	80,9	84,7	81,8
20 maiores	74,0	87,0	88,3	87,5	84,1	87,9	89,2	87,6
30 maiores	79,4	90,0	91,3	90,5	87,8	91,0	91,6	90,8
40 maiores	83,2	91,8	93,1	92,5	90,3	93,2	93,4	92,9
50 maiores	85,9	93,1	94,5	94,0	92,2	94,6	94,7	94,4
60 maiores	87,9	94,2	95,5	95,1	93,7	95,6	95,7	95,5
70 maiores	89,5	95,1	96,2	96,0	94,8	96,3	96,5	96,3
80 maiores	90,9	95,8	96,8	96,7	95,6	96,9	97,1	97,0
90 maiores	92,0	96,4	97,3	97,3	96,3	97,3	97,6	97,5
100 maiores	92,9	96,9	97,7	97,7	96,9	97,7	98,0	97,9

Fonte: Informe Bovespa 12/90, 12/91, 12/92, 12/95, 12/96 e 12/97; Revista Bovespa - 01/95

Em 1990, as dez maiores ações negociadas no mercado à vista na Bovespa concentravam 65% dos negócios, em 1997 passaram para 82%. A ação mais negociada em 1990 era “Petrobrás PP” que movimentava 17,6% dos negócios, em 1997 a ação mais negociada foi “Telebrás PN” que concentrou 55,9% das transações.

<sup>46</sup> Segundo a metodologia de cálculo da IFC, a estimativa de *turnover* para o Brasil inclui tanto dados da Bovespa quanto da BVRJ.

Tabela 32 - Bovespa: As dez ações mais negociadas no mercado à vista em relação ao volume total negociado 1997

<i>Ação/Tipo</i>	<i>Participação</i>	<i>Acumulado</i>
Telebrás PN	55,86	55,86
Petrobrás PN	5,45	61,31
Eletróbrás PNB	4,00	65,31
Telebrás ON	3,98	69,29
Eletróbrás ON	3,62	72,91
Vale R. Doce PN	2,36	75,27
Usiminas PN	2,14	77,41
Brahma PN	2,00	79,41
Cemig PN	1,25	80,66
Telesp PN	1,13	81,79

Fonte: Bovespa - Informe Técnico Bovespa 12/97

O processo de privatização do setor de telecomunicações e do setor elétrico têm atraído a atenção tanto de investidores estrangeiros quanto domésticos que se concentraram principalmente nestas ações para efetuarem suas negociações nas bolsas de valores brasileiras.

#### 4.6 Volatilidade

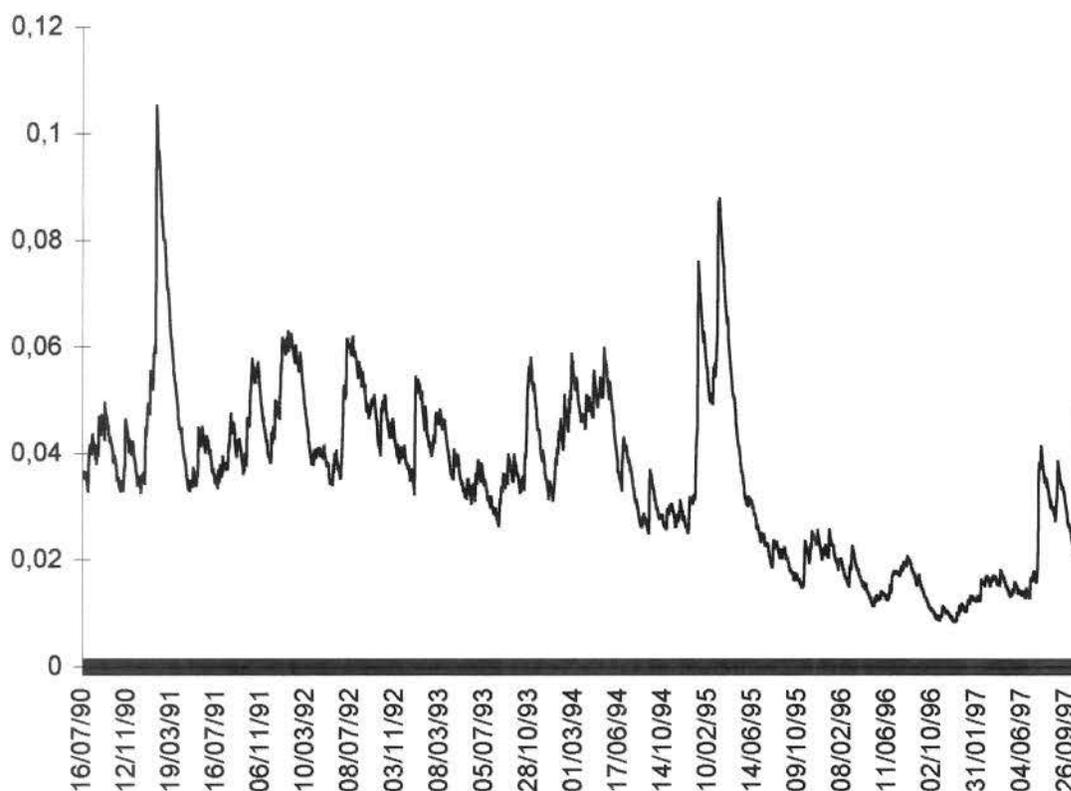
A volatilidade<sup>47</sup> é uma estimativa da variabilidade do retorno dos preços das ações negociadas nas bolsas de valores, num determinado período do tempo. É um indicador importante sobre a dinâmica dos preços das ações, principalmente no caso dos mercados emergentes que têm sido caracterizados como mercados voláteis quando comparados aos dos países desenvolvidos.

Observando o Gráfico 6, notamos que a volatilidade do Ibovespa no mês de fevereiro de 1991 foi superior a 0,1, isto ocorreu devido à implementação do Plano Collor II, que foi divulgado no dia 31 de janeiro do referido ano. No pregão seguinte ao anúncio das medidas de política econômica o Ibovespa valorizou 36%<sup>48</sup>.

<sup>47</sup> Para maiores detalhes sobre o cálculo deste indicador ver o Anexo III desta dissertação.

<sup>48</sup> No dia 31.01.91 o Ibovespa fechou em 47.480 pontos e no dia 04.02.91 fechou em 64.487 pontos.

Gráfico 6 – Volatilidade Ibovespa (1990 a 1997)



Nos primeiros meses de 1995, a volatilidade do Ibovespa voltou a crescer consideravelmente, devido às repercussões que a crise do México provocou sobre esta bolsa de valores. O auge da volatilidade neste período pode ser observado em março de 1995, quando ocorreu a primeira tentativa de ataque especulativo ao Plano Real.

Como vimos no item 3.2.2, entre dezembro de 1994 e março de 1995, o Ibovespa teve queda de 64,8% (em dólar) e houve uma grande saída de capital externo através do Anexo IV (neste período, o saldo do Anexo IV foi negativo em US\$ 2,5 bilhões). O movimento de venda de ações na Bovespa levou a uma desvalorização dos preços das ações, sendo que parte destas vendas foram feitas por investidores estrangeiros. Este rápido movimento de deflação de preços das ações refletiu-se no aumento da volatilidade do Ibovespa.

Após este conturbado período que ameaçou o plano de estabilização brasileiro, observamos que a volatilidade da Bovespa seguiu uma trajetória de queda até julho de 1997

quando ocorreu o ataque especulativo à moeda tailandesa e a variabilidade do Ibovespa voltou a elevar-se novamente.

Mais uma vez, o aumento da volatilidade do Ibovespa foi reflexo de quedas acentuadas nos preços das ações que ocorreram no segundo semestre de 1997. Como já mencionamos no item 3.2.3, o Ibovespa teve desvalorizações bruscas num único dia como foi observado no dia 15 de julho quando o Ibovespa teve queda (nominal) de 8,5% e no dia 27 de outubro quando caiu 15% (em termos nominais). Este aumento da volatilidade foi acompanhado por uma grande saída de capital através do Anexo IV (somente em outubro o saldo foi negativo em US\$ 1,3 bilhões). As vendas de ações pelos investidores estrangeiros contribuíram para a queda dos preços das ações e para o aumento da volatilidade nos dois momentos assinalados acima.

Podemos observar que a Bovespa tem vivido períodos de grande volatilidade em decorrência de fatores externos, como a crise do México e dos países asiáticos, o que demonstra a integração financeira dos mercados internacionais. Os fatores externos alteram as expectativas dos agentes estrangeiros e domésticos, desencadeando movimentos também no mercado brasileiro.

Como já foi discutido anteriormente, as negociações na Bovespa são bastante concentradas em torno de uma ação (a Telebrás), sendo que esta ação é a que possui maior liquidez no mercado. Devido a estes fatores, em momentos de incerteza, a Bovespa tende a apresentar períodos de grande volatilidade, já que é bastante influenciada pelas negociações em torno de poucas ações.

Verificamos que a integração internacional adquiriu peso crescente na explicação da variabilidade dos preços das ações e que a estrutura do mercado secundário de ações (concentração de mercado, liquidez entre outros) também influencia a exposição que o mercado doméstico tem em relação a fatores externos. Podemos inferir que a saída de capital estrangeiro da Bovespa tanto na crise do México quanto na crise dos países asiáticos contribuiu para a queda dos preços das ações e para o aumento da volatilidade destes preços.

#### 4.7 Taxa de Emissão Primária em Relação ao PIB

Este indicador nos dá uma idéia do tamanho do mercado primário de ações em relação ao tamanho da economia. Podemos observar que o mercado primário é muito pequeno representando apenas 1,27% em relação ao PIB em 1996, ano em que houve uma grande emissão de ações do Banco do Brasil, se excluirmos esta emissão, a taxa é reduzida para apenas 0,15% do PIB.

Como argumenta Sousa (1998: 182): “*O mercado primário de ações perdeu espaço para os leilões de privatização e os mecanismos de depositary receipts. Destacaram-se algumas operações com estatais, também referenciadas ao processo de privatização.*”

Este indicador do mercado primário de ações não demonstrou o mesmo dinamismo observado nos indicadores de bolsa de valores mostrados anteriormente em virtude dos pontos já assinalados anteriormente no item 3.3.

Tabela 33 - Brasil : Taxa de Emissão Primária  
em Relação ao PIB - 1991 A 1996

<i>Ano</i>	<i>Taxa de Emissão Primária</i>
1991	0,19
1992	0,27
1993	0,23
1994	0,60
1995	0,38
1996	1,27
1996*	0,15

Fonte: CVM e Banco Central

#### 4.8 Lançamento de ADR<sup>49</sup>: 1992 a 1997

A Tabela 34 apresenta informações sobre o programa de *depositary receipts* de algumas empresas brasileiras. A grande maioria destas empresas ingressaram no programa de DR nível I, sendo que a Aracruz, Copel, Pão de Açúcar, Multicanal e Unibanco são exceções, pois emitiram ADRs nível III e a Telebrás e a Brahma emitiram ADRs nível II. As empresas que se utilizam deste instrumento têm como principal objetivo o alongamento de prazos, a

redução de custos financeiros na captação de recursos no mercado de capitais e desejam tornar-se conhecidas nos mercados financeiros internacionais para futura captação de recursos.

Tabela 34 - Empresas Inscritas no Programa de *Depositary Receipts*, novembro de 1997

Companhia	Data do Programa	Nível	Tipo de Ação	Quantidade de Ação <sup>1</sup> (em milhares)	Ações no Programa em Relação ao Capital Social (%)			Valor de Mercado (US\$ milhões) <sup>2</sup>
					Ord.	Prefer.	Total	
Acesita	22/08/94 - 14/07/94	I	ON/PN	6.936.595	0,88	10,17	3,98	6,45
Agroceres	15/07/94	I	PN	1.000	-	0,06	0,04	0,01
Alpagartas	07/04/94	I	ON/PN	1.881	0,05	0,14	0,10	0,07
Aracruz	26/05/92	III	PNB	318.643	-	51,19	29,56	434,50
Bahia Sul	21/12/94	I	EPA	75	-	0,01	0,01	0,02
Belgo Mineira	21/11/95	I	EP	2.020	-	0,11	0,05	0,11
Bom Preço	30/10/96	144 A	PN	7.476	-	74,76	16,66	66,46
Bombril	24/05/94	I	PN	83.484	-	0,33	0,20	0,60
BR Distribuidora	10/10/95	I	EP	721.422	-	2,56	1,67	10,02
Bradesco	06/06/97	I	EP	3.926.640	-	0,84	0,41	27,45
Brahma	03/12/96 - 23/07/96	II	EO/EP	462.760	0,10	10,30	6,72	293,45
Brazil Realty	21/10/96	I	EP	21.826	-	54,23	29,00	39,56
Celesc	12/09/94 - 24/09/96	I	ON/PNB	74.621	-	16,26	9,70	56,03
Cemig	30/10/95 - 15/07/94	I	ON/PN	22.407.963	-	30,66	17,26	1.034,63
Cesp	23/02/94	I	EP	2.049.785	-	4,54	2,19	128,26
Ceval	22/09/94	I	EP	850.466	-	3,71	2,43	6,31
Cofap	23/07/96	I	EP	352	-	2,55	1,52	1,27
Copel	23/04/96 - 23/07/96	III	ON/PNB	26.853.126	0,18	20,67	9,81	381,68
Copene	12/01/93	I	EPA	127.569	-	11,26	7,17	25,87
CSN	10/11/93	I	EO	5.625.455	7,29	-	7,29	145,65
CTM Citrus	14/06/94	I	EP	500	-	0,11	0,06	0,01
Dixie Toga	24/06/97	REG D	PN	16.695	-	11,03	5,05	5,76
Eletrobrás	21/12/94	I	ON/BN	3.818.867	4,92	18,76	7,10	1.722,16
Escelsa	25/10/96	144 A	ON	82	1,79	-	1,79	12,66
Eucatex	11/01/94	I	PN	360	-	0,14	0,09	0,08
Globex	20/02/97 - 23/12/96	I	EO/EP	208	-	0,61	0,32	1,35
Iochpe-Maxion	17/05/94	I	EP	231.008	-	47,61	25,83	17,94
Klabin	17/11/94	I	PN	4.255	-	0,79	0,52	2,20
Latasa	14/05/97	144 A	ON	5.835	14,88	-	14,88	14,86

<sup>49</sup> Para maiores detalhes ver Anexo II desta dissertação.

Tabela 34 (Continuação)

Companhia	Data do Programa	Nível	Tipo de Ação	Quantidade de Ação <sup>1</sup> (em milhares)	Ações no Programa em Relação ao Capital Social (%)			Valor de Mercado (US\$ milhões) <sup>2</sup>
					Ord.	Prefer.	Total	
Lojas Americanas	21/06/95	I	PN	1.688.735	-	5,72	3,69	11,44
Lojas Arapuã	09/10/95	I	EP	2.789.004	-	26,97	9,02	10,83
Makro	03/03/97	I	EO	62.631	32,62	-	32,62	54,05
Marcopolo	24/09/96	I	PN	2.473	-	0,57	0,30	0,30
Multicanal	31/10/96	III	PN	148.839	-	33,47	15,06	77,07
Oxiten	28/03/96	I	PN	-	-	-	-	-
Pão de Açúcar	22/09/95	III	EP	13.980.661	-	71,97	20,12	199,09
Perdigão	17/10/96	I	PN	1.683.400	-	1,15	0,75	2,62
Petrobrás	12/11/96	I	PN	3.591.783	-	7,95	3,31	753,26
Eletrolux (Refrigar)	08/07/94	I	EP	6.119.115	-	7,13	4,75	10,72
Rossi Residencial	15/07/97	144 A	ON	27.222	7,60	-	5,06	32,89
Rhodia-Ster	21/12/94	144 A	ON	31.563	6,28	-	6,26	4,09
Suzano	22/11/93	I	PN	336	-	0,25	0,14	0,55
Teka	09/02/94	I	PN	15.000	-	0,06	0,04	0,00
Telebrás	21/10/92	II	PN	93.645.680	-	47,70	29,20	9.213,44
Tubarão	04/07/94	144 A	BN	235.059	-	0,82	0,49	3,31
Unibanco S.A.	19/05/97	III	PN	27.781.253	-	58,37	29,18	824,78
Unibanco Holding	19/05/97	III	PN	27.781.253	-	140,33	59,67	824,78
Usiminas	19/09/94	144 A	PN	22.106	-	0,00	0,00	134,50
Vale	17/02/94	I	PN	24.873	-	17,95	6,40	418,60
Votorantin Celulose	30/11/92	I	PN	1.586.763	-	12,80	5,19	32,87

<sup>1</sup> inscritas no programa de DR

<sup>2</sup> valor de mercado em novembro de 1997, valores convertidos pela taxa média do dólar do mês - dólar flutuante, cotação de venda do Bacen.

Fonte: Custodiantes e CVM - Informativo CVM - novembro de 1997

Em novembro de 1996 a CVM regulamentou a BDR (*Brazilian Depositary Receipts*), instrumento através do qual as empresas estrangeiras podem negociar seus papéis nas bolsas de valores brasileiras. Esta é uma medida para enfrentar a concorrência internacional entre as bolsas de valores, em resposta à tendência de internacionalização da emissão de ações. Atualmente, somente as ações da empresa petrolífera argentina YPF são negociadas na Bovespa, mas sua liquidez é muito baixa.

O acompanhamento deste movimento de transferência de ações de empresas brasileiras para as bolsas de valores internacionais não é tarefa fácil, pois a CVM tem controle somente sobre o primeiro estágio do lançamento de ADR que corresponde ao registro e aprovação das empresas que querem ingressar neste programa. Após esta fase, a CVM não tem controle

sobre o número de ações que estão sendo transferidas para serem negociadas nas bolsas de valores internacionais.

Muitas empresas brasileiras que abriram seus capitais nos últimos anos, o fizeram objetivando alcançar os mercados financeiros internacionais. Este fato traz importantes implicações para o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico cuja ampliação pode não ocorrer devido a transferência de emissão de ações de empresas brasileiras para outros mercados. No entanto, até o presente momento tem se observado que o lançamento de ADRs beneficiou a negociação de ações destas empresas nas bolsas de valores domésticas, pois o ingresso de uma empresa no mercado de capitais internacional dá a ela maior credibilidade também no mercado doméstico, além de ampliar o número de possíveis investidores.

O processo de abertura financeira dos mercados de capitais tem acirrado a concorrência entre as bolsas de valores que passaram a temer a possibilidade de transferência de negociação de ações para as bolsas de valores internacionais.

No primeiro semestre de 1997, as ações da Telebrás ficaram em segundo lugar no *ranking* dos ADRs mais negociados na Bolsa de Nova York em quantidade de ações e foi o mais negociado em dólares (Tabela 35).

Tabela 35 – Bolsas de Valores Americanas: Os dez ADRs mais negociados

1º Semestre de 1997			
<i>Empresa</i>	<i>País</i>	<i>Bolsa de Valores</i>	<i>Qtda de Ações Negociadas (milhões)</i>
Telefônos de México	México	NYSE	276,4
Telebrás	Brasil	NYSE	268,3
LM Ericsson	Suécia	Nasdaq	267,3
ADT Limited	Bermuda	NYSE	126,3
Nokia Corp.	Finlândia	NYSE	124,7
Glaxo Wellcome	Reino Unido	NYSE	107,2
YPF	Argentina	NYSE	95,2
Hanson	Reino Unido	NYSE	93,2
Royal Dutch Petroleum	Holanda	NYSE	90,0
The News Corp	Austrália	NYSE	82,3

Fonte: Citibank e outros bancos depositários in Gazeta Mercantil (18.08.97)

O processo de internacionalização da negociação de ações trouxe temor de esvaziamento das bolsas de valores domésticas com a transferência de ações das empresas brasileiras para as principais bolsas de valores do exterior. Este movimento ainda não pode ser

comprovado. Mas, podemos notar que o número de empresas que ingressaram no programa de ADR cresceu nos últimos anos, pois este instrumento auxilia as empresas brasileiras a tornarem-se conhecidas no exterior e amplia os instrumentos disponíveis para a captação de recursos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pudemos observar ao longo deste capítulo que a Bovespa, a bolsa de valores brasileira mais importante, teve excelente desempenho à despeito da crise do México e da crise Asiática. No entanto, este mesmo desempenho não foi observado no mercado primário de ações. Ou seja, o dinamismo do mercado secundário não provocou efeitos da mesma magnitude sobre o mercado primário.

Esta conclusão levanta outras questões que devem ser colocadas para que se busquem outros condicionantes para a ampliação do mercado de capitais brasileiro e para a discussão sobre a convergência internacional em relação a um padrão de financiamento calcado no mercado de capitais, nos moldes do modelo de financiamento da economia norte-americana (*capital market oriented*). Deve-se estar atento para a estrutura de financiamento das empresas no Brasil, sobre o controle acionário e os custos de financiamento do investimento no mercado financeiro doméstico e internacional.

Apesar do importante papel desempenhado pelos investidores estrangeiros nas bolsas de valores brasileiras, não podemos atribuir somente a estes o excelente desempenho observado entre 1991 e 1997 e descrito neste capítulo. Devemos destacar também, o processo de privatização que atraiu a atenção dos investidores estrangeiros, a estabilização da economia que tornou as aplicações em bolsa de valores bastante atrativas, a política cambial que permitiu a redução do risco cambial para os investidores estrangeiros e o esforço regulatório do mercado de capitais brasileiro que apontou na direção de uma maior integração internacional.

Observamos que houve um aprofundamento do mercado secundário de ações no Brasil. O volume negociado e a média diária de negociação se elevaram no período analisado. A liquidez medida tanto pela taxa de *turnover* quanto pela taxa de negociação mostrou que houve incremento neste indicador, fato que beneficiou e atraiu mais investidores para este mercado.

O valor de mercado das companhias listadas em bolsa aumentou o que beneficiou as empresas que desejavam efetuar aumento de capital através da emissão de ações, pois estas estão valorizadas no mercado o que, por sua vez, diminuiu o custo da captação de recursos

junto a terceiros. A taxa de capitalização também cresceu, o que demonstrou que houve um crescimento do mercado secundário de ações.

Houve um aumento da volatilidade no mercado de ações no período da crise do México e dos países asiáticos em virtude do aumento da integração dos mercados. A atuação dos investidores institucionais globais é um dos fatores que ajudam a explicar porque uma turbulência financeira ocorrida num mercado distante pode se espalhar para outros. Estes investidores podem precisar liquidar posições em determinado mercado para cobrir perdas em outros, precipitando um processo de desvalorização de preços dos ativos em outros mercados que a princípio podem não estar relacionados ao foco originário da instabilidade financeira. Dependendo da intensidade ou das expectativas geradas devido ao processo de deflação de ativos (por exemplo: desvalorização das bolsas de valores) e do movimento de saída de capitais, podem ocorrer pressões para uma desvalorização da taxa de câmbio que demandará medidas de política econômica, tais como um aumento da taxa de juros para evitar uma fuga de capitais e diminuir as pressões no sentido da desvalorização cambial.

À despeito da melhoria do desempenho de alguns indicadores de bolsa de valores, notamos que a negociação na bolsa de valores tornou-se ainda mais concentrada. Esta alta concentração traz preocupações, principalmente se atentarmos para o fato de que as empresas que detêm a grande maioria dos negócios, ou seja constituem ações de empresas com grande liquidez no mercado, estão em processo de privatização. Questiona-se a possibilidade de haver uma retração das negociações em bolsa de valores esgotado o processo de privatização.

Além disso, a alta concentração do mercado em torno de algumas poucas ações inibe a negociação de ações de outras empresas que temem que suas ações tenham pouca liquidez nas bolsas de valores.

Os investidores estrangeiros contribuíram para que houvesse as mudanças referidas acima. O ingresso de capital estrangeiro nas bolsas de valores aumentou o volume negociado e a média diária de negociação, o que tende a dar maior liquidez às negociações. Também deu impulso ao movimento de inflação de preços das ações, expressos tanto na valorização do Ibovespa quanto no incremento do valor de mercado das companhias listadas em bolsa.

Além das mudanças referidas acima, a participação de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro permitiu uma maior profissionalização dos agentes

intermediadores do mercado que passaram a adotar uma análise mais técnica para atender a demanda destes investidores que são rigorosos na análise da informação tanto sobre o mercado de capitais quanto sobre a economia brasileira<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Os investidores estrangeiros procuram saber tudo sobre as empresas das quais estão adquirindo ações, por isso demonstrativos contábeis, balanços anuais e quaisquer outras informações sobre o setor de atuação da empresa são muito importantes. Isso requer uma análise de investimento mais especializada e menos vinculada a informações privilegiadas (*inside information*).

## CONCLUSÕES

No primeiro capítulo desta dissertação analisamos a configuração dos mercados financeiros internacionais sob os quais se deu a reinserção dos mercados emergentes no início dos anos 90. Observamos que estes mercados sofreram significativas mudanças a partir dos anos 80 que resultaram na atual caracterização. Demos destaque a três transformações principais: a securitização do crédito, a globalização financeira e o desenvolvimento do mercado de ativos.

O processo de securitização do crédito representou a incorporação de elementos anteriormente característicos do mercado de capitais (crédito direto) aos tradicionais instrumentos de crédito (indireto). O mercado secundário de títulos cresceu e adquiriu liquidez. O desenvolvimento de instrumentos financeiros de características híbridas tornou a separação anteriormente existente entre mercado monetário, de crédito e de capitais menos nítida.

Acompanhando este processo de securitização do crédito, vários países industrializados (por exemplo: Estados Unidos, Japão, Inglaterra, França entre outros) implementaram medidas de abertura de seus mercados financeiros domésticos. Na verdade, este processo representou uma adaptação das regulamentações dos citados países aos novos instrumentos disponíveis para o financiamento nos mercados financeiros internacionais.

A liberalização dos mercados financeiros domésticos dos principais países industrializados contribuiu para a globalização financeira ao permitir uma maior integração entre eles. Houve uma descompartmentalização dos mercados financeiros domésticos, pois ficou mais difícil distinguir os mercados doméstico e internacional.

Vale lembrar que as mudanças ocorridas foram orientadas sob a busca da liquidez e da rentabilidade, procurando diminuir os riscos financeiros. Estes três elementos tornaram os atuais mercados financeiros internacionais mais voláteis e instáveis.

Destacamos também o crescimento do mercado de ativos e o ciclo de preços. O movimento de elevação dos preços no mercado de ativos pode ser desencadeado pela expectativa de valorização de determinado título financeiro. A confirmação da valorização dos

ativos assegura a continuidade deste processo especulativo, pois mais investidores são atraídos. Muitos destes investidores passam a atuar com posições alavancadas, favorecendo ainda mais o ciclo de inflação de preços dos ativos.

Este ciclo altista provoca um efeito-riqueza, pois os agentes econômicos (empresas, bancos e famílias) detentores de riqueza financeira valorizada ampliam seus gastos, impulsionando o aquecimento da economia.

Mas, qualquer sinal de mudança da expectativa dos agentes econômicos relevantes pode desencadear a reversão do ciclo inflacionário de preço dos ativos. Existem investidores que desempenham papel estratégico nos atuais mercados financeiros internacionais, atuam como líderes de mercados, suas expectativas influenciam outros agentes e suas decisões de alocação de carteira, muitas vezes, são mimetizadas.

Caso ocorra uma ruptura na base convencional de avaliação dos líderes de mercados e estes decidam liquidar suas posições nos mercados, pode ser desencadeada um “onda” de venda dos ativos e pode-se dar início a uma espiral deflacionária no mercado de ativos. Este movimento deflacionário também provoca um efeito-riqueza, uma vez que os investidores vêem sua riqueza financeira ser rapidamente destruída.

Quanto mais brusco e repentino for o movimento de deflação, maior é o risco sistêmico, pois estes movimentos costumam explicitar situações de fragilidade financeira que podem implicar em crise cambial, se houver grande perda de reservas internacionais, e em crise bancária, se os bancos incorrerem em grandes desvalorizações patrimoniais.

Sob a atual configuração dos mercados financeiros internacionais, os investidores institucionais são uns dos principais agentes e atuam como líderes de mercado. Por esta razão, sua estratégia de alocação de carteira tem grande relevância.

Os investidores institucionais dos países industrializados desempenharam um importante papel no redirecionamento dos fluxos de capitais para os países emergentes no início dos anos 90. Como analisamos no capítulo 2, grande parte destes fluxos vieram sob a forma de fluxo de carteira cujos principais demandantes foram os investidores institucionais.

Houve vários fatores que contribuíram para a reinserção financeira dos países emergentes. Destacamos os fatores externos como determinantes em primeira instância do redirecionamento dos fluxos de capitais para os mercados emergentes.

A crise do México, que ocorreu em dezembro de 1994, demonstrou que os fatores externos exercem grande influência sobre o movimento dos fluxos de capitais. Foi demonstrado que uma alteração no cenário financeiro internacional (elevação das taxas de juros internacionais) pode provocar um redirecionamento dos fluxos de capitais. Por sua vez, a grande saída de capital dos mercados emergentes pode implicar numa crise de liquidez para os países emergentes que dependem de grande afluxo de capital externo para equilibrar suas contas externas.

Além dos determinantes externos, demos atenção para dois outros fatores que exerceram influência sobre o redirecionamento dos fluxos de capitais para os países emergentes. O primeiro, já mencionado anteriormente, é a estratégia de alocação de carteira do investidor global que os leva a adquirir vários ativos dos mercados emergentes. Esta estratégia foi possibilitada pela alteração da regulamentação de vários países industrializados que passou a permitir que os investidores institucionais adquirissem ativos de países emergentes.

O segundo, refere-se ao processo de abertura financeira implementado em muitos destes países. A liberalização financeira dos países emergentes representou uma adaptação das regulamentações às novas formas de captação de recursos externos, sobretudo aos fluxos de carteira tanto em títulos quanto em ações.

**Podemos concluir que a liberalização financeira dos mercados emergentes criou o aparato institucional favorável à reinserção financeira nos mercados internacionais e, sob a vigência de condições internacionais propícias, foi possível novamente captar recursos externos.**

Outro elemento da discussão levantada sobre a reinserção financeira dos mercados emergentes diz respeito a relação entre fluxo de capitais e ciclo de preço dos ativos emergentes. Um aumento da demanda por ativos dos mercados emergentes, expresso nos fluxos de capitais para estes países, pode contribuir para a valorização dos preços dos ativos neste mercado. O desencadeamento do processo inflacionário no mercado de ativos emergentes atrai mais investidores tanto estrangeiros quanto domésticos realimentando este processo.

No entanto, **a saída de fluxo de capital externo pode desencadear um movimento deflacionista no mercado de ativos dos países emergentes. Como os investidores**

**estrangeiros atuam como líderes de mercado, suas atitudes podem ser mimetizadas por outros investidores o que acentua a espiral deflacionista de preços. Este movimento aumenta a volatilidade destes ativos e pode explicitar uma situação de fragilidade financeira (se os agentes financeiros estiverem muito alavancados) e/ou de vulnerabilidade externa (se houver grande perda de reservas).**

Observamos, no caso brasileiro, que após a liberalização do mercado de capitais houve grande valorização dos preços das ações negociadas nas bolsas de valores brasileiras. Não podemos atribuir somente aos investidores institucionais estrangeiros a expressiva valorização dos preços das ações brasileiras, mas podemos argumentar que a participação destes agentes desencadeou o processo de inflação dos preços das ações brasileiras que posteriormente foi alimentado pelo redirecionamento das aplicações dos investidores domésticos para o mercado acionário.

A abertura financeira do mercado de capitais brasileiro tornou-o mais suscetível à influência de fatores externos como se observou tanto no período que sucedeu a crise mexicana quanto a asiática. Da mesma forma que o afluxo de capital externo pode dar início a um processo de inflação de preços de ativos de determinado mercado, também pode deflagrar a reversão deste processo.

**Podemos concluir que os fluxos de capitais exercem grande influência sobre o ciclo de preços dos ativos emergentes. A abertura financeira potencializa o risco de contágio de crises externas, em especial para os países que estão expostos a um maior nível de abertura.**

Apesar da abertura financeira do mercado de capitais brasileiro ter se restringido ao mercado secundário de ações e à negociação de recibos de depósito, houveram vários impactos positivos demonstrados por vários indicadores de bolsa de valores apresentados no capítulo 4.

No período analisado, de 1991 a 1997, as bolsas de valores brasileiras tiveram um excelente desempenho, apesar dos efeitos de contágio da crise do México (dezembro de 1994 ao primeiro trimestre de 1995) e dos países asiáticos (2º semestre de 1997). Houve aumento no volume negociado, taxa de capitalização de mercado, valor de mercado das companhias

listadas em bolsa, nos indicadores de liquidez (taxa de *turnover* e taxa de negociação de ações) entre outros.

Além disso, houve maior aperfeiçoamento dos profissionais que atuavam na área de mercado de capitais, aperfeiçoamento dos sistemas de negociação, liquidação e custódia de ações.

No entanto, entre os fatores negativos que prevaleceram, podemos destacar a concentração de negócios em bolsas de valores que se acentuou no período analisado. O número de empresas listadas em bolsa de valores retraiu-se um pouco. Estes fatores demonstraram que apesar do excelente desempenho do mercado secundário de ações ainda persistem problemas que limitam a expansão da negociação de ações.

As mudanças que ocorreram no mercado de capitais brasileiro, assinaladas nos parágrafos anteriores, não podem ser atribuídas exclusivamente ao processo de liberalização deste mercado. Houveram outros fatores que realimentaram o impulso inicial dado pela participação estrangeira.

Entre estes fatores, destacamos o processo de privatização de grandes empresas estatais que atraíram não só a atenção de investidores estrangeiros, mas também de investidores domésticos. Além disso, como o processo de privatização de empresas se deu através da oferta de um bloco de ações (operação *block trade*) no mercado secundário, estas contribuíram para mascarar certas estatísticas de bolsas de valores, tais como volume negociado e média diária de negociação.

O excelente desempenho do mercado secundário de ações, observado nos anos de 1991 a 1997, não provocou repercussões da mesma magnitude sobre o mercado primário. Se excluirmos a grande emissão de ações feita pelo Banco do Brasil em 1996, observamos que entre 1991 e 1996 houve um crescimento de 40% no volume de emissão de ações, sendo que o incremento na emissão de ações ocorreu, sobretudo, em 1994, após a implementação do Plano Real. Além disso, embora tenha crescido o número de empresas de capital aberto, houve uma diminuição no número de companhias listadas em bolsa de valores o que demonstra o pequeno interesse das empresas em tornar suas ações negociáveis no mercado secundário. Vale ressaltar ainda que algumas empresas que abriram seu capital nos anos 90 o fizeram visando o lançamento de recibos de depósito nas bolsas de valores internacionais.

A expansão do mercado primário de ações envolve outros fatores e não deve ser tratado apenas sob a ótica da demanda, nem tão pouco deve-se associar, simplesmente, sua limitação ao fato de haver um mercado secundário restrito.

A opção pelo mercado de capitais como fonte de recursos para a alavancagem de capital está atrelada à decisão de investimento do empresário e à estrutura de financiamento determinada por este. Há poucos estudos empíricos sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras, mas o que constatamos é que existe uma preferência, além de incentivos, à captação de recursos externos, principalmente, através da emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais.

As empresas brasileiras financeiras e não-financeiras, com bom crédito nos mercados internacionais, têm aproveitado as boas condições nestes mercados (grande liquidez, taxa de juros menores vis-à-vis as taxas domésticas) e os incentivos do governo (cuja política econômica tem sido orientada para uma maior captação de recursos externos) para lançarem títulos nos mercados financeiros internacionais e captarem recursos a menores custos em relação àqueles obtidos no mercado doméstico. Este fato pode ser comprovado através dos dados de captação de recursos externos que mostraram que os empréstimos em moeda (que incluem títulos e notas financeiras) cresceram consideravelmente no período analisado.

As empresas brasileiras também têm mostrado interesse pela colocação de ações nas bolsas de valores internacionais através da emissão de recibos de depósito, em especial os ADRs. No início de 1998, havia 46 empresas brasileiras inscritas no programa de ADR. Deste total, apenas 5 empresas (Aracruz, Copel, Multicanal, Pão de Açúcar e Unibanco) haviam emitido ADR Nível III que representa uma real captação de recursos nos mercados financeiros internacionais. A grande maioria das empresas que lançaram ADR optaram pelo Nível I, tinham por estratégia tornarem-se conhecidas nestes mercados, para posteriormente emitirem títulos e captarem recursos mais facilmente.

O processo de internacionalização de negociação de ações ainda está em curso e não é possível vislumbrar suas implicações para o mercado de capitais doméstico, pois os argumentos e observações empíricas são por vezes contraditórios. Alguns temem que este processo acabe por “esvaziar” as bolsas de valores domésticas devido à transferência das negociações de ações para o exterior, no entanto, até o presente momento, este processo tem

se mostrado positivo para as empresas que vêem a cotação de suas ações se elevarem no mercado doméstico. Podemos concluir que este processo tende a tornar as bolsas de valores mais interligadas e suscetíveis à volatilidade em decorrência de fatores externos.

**Concluimos que a abertura financeira do mercado de capitais brasileiro provocou um relativo aprofundamento do mercado secundário de ações traduzido no aumento dos indicadores: volume negociado, média diária de negociação, valor de mercado das companhias listadas em bolsa, liquidez, maior número de investidores participantes do mercado, além de melhores formas de negociação, liquidação e custódia de ações, maior especialização dos profissionais da área de mercado de capitais. Mas, este aprofundamento foi relativo, pois prevalece a concentração de mercado e existem poucas ações com grande liquidez.**

**A dinâmica gerada no mercado secundário não repercutiu sobre o mercado primário de ações, não ocorreu a ampliação do mercado de capitais brasileiro. Quanto às perspectivas para o futuro, vislumbramos que se as condições internacionais continuarem favoráveis às empresas brasileiras crescerá o número de lançamento de ADRs no exterior e haverá maior concorrência entre as bolsas de valores internacionais.**

## **Anexo I: Regulação, Estrutura e Funcionamento do Mercado de Capitais Brasileiro**

O mercado de capitais brasileiro é formado pelas seguintes instituições: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instituição responsável pela fiscalização e regulamentação deste mercado; instituições financeiras que fazem a distribuição e intermediação de valores mobiliários<sup>51</sup>; e bolsas de valores e mercado balcão, onde ocorrem as negociações (operações de compra e venda) de títulos e valores mobiliários.

A CVM foi instituída pela Lei nº 6.385 de 7/12/1976, é o órgão governamental encarregado de supervisionar, normatizar e estimular o funcionamento do mercado de capitais brasileiro. Esta instituição regulamenta e fiscaliza a atuação de investidores, intermediários financeiros<sup>52</sup>, bolsas de valores, e companhias abertas<sup>53</sup>, sendo responsável pelo monitoramento das negociações com valores mobiliários e seus derivativos<sup>54</sup>.

Cabe à CVM, entre outras atribuições, zelar para que não ocorram operações fraudulentas; condições artificiais de oferta, demanda e preços; e qualquer outro tipo de irregularidade. Este órgão pode realizar inspeções nas instituições que apresentarem indícios de fraude e, se for necessário, pode instaurar inquéritos administrativos e aplicar penalidades e multas aos infratores.

A regulamentação do mercado de capitais brasileiro não é feita apenas pelos órgãos reguladores do governo, parte desta tarefa é delegada às bolsas de valores que são denominadas “instituições auto-reguladoras”<sup>55</sup>. Esta atribuição é garantida pela Resolução nº

---

<sup>51</sup> São considerados valores mobiliários os seguintes títulos: ações; debêntures; bônus de subscrição; notas promissórias (*commercial papers*); quotas de fundos imobiliários; certificados de investimento audio-visual; recibos de depósito de ações (*depository receipts*); *warrants*; índices representativos de ações.

<sup>52</sup> Os fundos de ações estão sob supervisão da CVM. No entanto, os fundos de renda fixa são regulamentados e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil.

<sup>53</sup> Companhia aberta ou empresa de capital aberto são empresas cujas ações podem ser negociadas em bolsa de valores ou mercado balcão.

<sup>54</sup> Quanto aos derivativos, a CVM é responsável apenas por aqueles cujos ativos-objetos são classificados como valores mobiliários, entre eles temos: os contratos a termo de ações; as opções sobre ações; os contratos futuros de índices de ações; e contratos futuros sobre ações individuais.

<sup>55</sup> As bolsas de mercadoria e futuro também são instituições auto-reguladoras e esta atribuição é garantida pela Resolução nº 1.645/89 do CMN.

1.645/89 do Conselho Monetário Nacional (CMN). A forma de regulamentação adotada no Brasil é denominada de “Regulamentação Mista”.

A auto-regulação praticada pelas bolsas de valores engloba as seguintes atividades: regulamentar as atividades que ocorrem tanto no pregão de bolsa como nos sistemas eletrônicos de negociação; supervisionar e fiscalizar as atividades de seus membros; estabelecer mecanismos para que as previsões legais sejam cumpridas; proteger o investidor, entre outras. Desta forma, baseado no preceito de assegurar a integridade do próprio mercado e de seus investidores, as bolsas de valores mantêm um fundo de garantia para salvaguardar a liquidação de operações efetivadas no âmbito deste mercado.

Em setembro de 1994, a CVM regulamentou a Instrução nº 220 (15/09/94) cujo objetivo era estender a auto-regulação através da delegação em cascata. Desta forma, cada instituição ou participante do mercado de capitais passa a possuir um tarefa a ser desempenhada do ponto de vista da regulamentação e fiscalização do mercado de títulos e valores mobiliários.

Como já foi referido anteriormente, as bolsas de valores são responsáveis pela fiscalização e estabelecimento de regras para a atuação das sociedades corretoras. Estas, por sua vez, devem estabelecer regras e parâmetros para atender as ordens efetuadas por seus clientes, manter um cadastro de clientes e orientá-los, da melhor forma possível, sobre os riscos do mercado de ações. Quanto aos clientes, estes devem receber por escrito as regras que determinam o seu modo de atuação no mercado de capitais e precisam assinar um documento assegurando a veracidade das informações fornecidas para o cadastro.

Embora a auto-regulamentação do mercado de capitais represente um passo importante para a regulamentação e supervisão do mercado, os órgãos reguladores do governo ainda possuem um papel maior a desempenhar, pois as linhas gerais do funcionamento do mercado de capitais são estabelecidas por estes: “Mesmo estimulando a auto-regulação, cabe ao governo estabelecer as linhas gerais para os participantes dos mercados, disponibilidade de acesso às informações das empresas que operam em bolsas, proteção ao investidor, fiscalização e penalidades e outros.” (Ferreira, 1995: 170).

A regulamentação do mercado de capitais brasileiro ainda enfrenta várias dificuldades, principalmente quando se observa o surgimento de instrumentos híbridos interligando o

mercado de crédito, de capitais, derivativos e a crescente participação das companhias de seguro e dos fundos de pensão. Este fato tende a tornar difícil as atividades das entidades regulatórias se não houver um esforço conjunto para disciplinar as atividades no mercado de capitais.

Entre as instituições financeiras que fazem a distribuição e intermediação de valores mobiliários estão as sociedades distribuidoras e sociedades corretoras. As sociedades distribuidoras fazem a intermediação de ações e outros títulos no mercado primário enquanto as sociedades corretoras fazem a intermediação das operações em bolsas de valores.

As corretoras de valores são instituições financeiras membros das bolsas de valores e estão autorizadas a negociarem valores mobiliários em pregão. Os demais participantes do mercado devem efetuar suas negociações com valores mobiliários através das corretoras de valores.

No Brasil, existem 9 bolsas de valores:

- Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ);
- Bolsa de Valores do Extremo Sul (BVES), situada em Porto Alegre;
- Bolsa de Valores da Bahia - Sergipe - Alagoas (BVBSA);
- Bolsa de Valores de Minas Gerais - Espírito Santo - Brasília (BOVMESB);
- Bolsa de Valores do Paraná (BVP);
- Bolsa de Valores de Pernambuco - Paraíba (BVPP);
- Bolsa de Valores Regional (BVRg) que engloba os estados do Ceará, Piauí e Maranhão;
- Bolsa de Valores de Santos (BVSt).

A Bovespa é a principal bolsa de valores do Brasil e também é considerada a maior da América Latina. Em 1996, esta bolsa foi responsável por, aproximadamente, 85% das negociações em bolsa de valores no país.

Segundo dados da Bovespa (1996), em julho de 1996, havia 129 corretoras em atividade, das quais 78 eram corretoras membros e 51 eram corretoras permissionárias<sup>56</sup>. Estas corretoras podem efetuar suas negociações com valores mobiliários através do pregão viva-voz ou pelo sistema eletrônico de negociação (CATS - *Computer Assisted Trading System*) que foi introduzido em 1990.

No pregão viva-voz da Bovespa são negociadas apenas as ações de maior liquidez, enquanto no sistema eletrônico de negociação são realizadas operações com as demais ações. Tanto no pregão viva-voz quanto no sistema eletrônico podem ser realizadas operações no mercado à vista, a termo e de opções. Nessa bolsa a negociação no pregão se dá através sistema denominado *trading post* ou pregão contínuo, os negócios são realizados de modo contínuo e há postos de negociação que agrupam os títulos, segundo determinados critérios. Há outra maneira de organizar as operações de compra e venda no pregão viva-voz, através do sistema *call system*, onde é fixado um intervalo de tempo para a negociação de cada título. No entanto, este último sistema é inadequado para bolsas que possuem um número elevado de operações.

Em 1991 foi criado o Sistema Eletrônico de Negociação Nacional (SENN) que engloba as demais bolsas de valores brasileiras, excetuando a Bovespa. O SENN é administrado pela Comissão Nacional de Bolsa de Valores (CNBV) e operacionalizado pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Através deste sistema são negociadas ações no mercado à vista, as ordens de operação (compra e venda) são feitas através das mesas de operações das corretoras membros e autorizadas a operar neste sistema.

Nos sistemas eletrônicos de negociação, as ordens de compra e venda podem interferir nas operações do pregão viva-voz e vice-versa.

Existem vários índices de bolsa de valores no Brasil que procuram avaliar o desempenho e a variabilidade das ações negociadas nestes mercados. Abaixo, no Quadro 2, são detalhadas alguns dos principais índices de bolsa.

---

<sup>56</sup> Sociedades corretoras permissionárias são corretoras associadas a outras bolsas de valores e que não possuem título patrimonial da Bovespa, mas são autorizadas a negociar no pregão desta. Há dois tipos de corretoras permissionárias: corretora permissionária plena que pode atuar nos dois sistemas de negociação e corretora permissionária do sistema eletrônico de negociação que só pode efetuar seus negócios através deste sistema.

## Quadro 2 – Índices de Bolsa de Valores

O **Ibovespa** é um índice da Bolsa de Valores de São Paulo, seu valor absoluto corresponde ao valor (monetário) de uma carteira teórica de ações que procura refletir os negócios efetuados no mercado à vista nesta bolsa. A sua variação expressa a taxa de lucratividade (retorno) desta carteira teórica de ações.

A carteira teórica do **Ibovespa** foi criada em 1968 com valor 100. Como metodologia de cálculo deste índice, pressupõe-se que não se faz nenhuma aplicação adicional nesta carteira, apenas os dividendos recebidos são reinvestidos e acrescenta-se os valores obtidos com a venda de direitos de subscrição. Além disso, as ações recebidas como bonificação são incorporadas à carteira de ações.

O **Ibovespa** é um índice do tipo Laspeyres-Preço onde o preço de cada ação é ponderado pelo respectivo volume negociado. As ações que compõem o índice representam 80% do volume negociado no mercado à vista nos últimos 12 meses e devem ter sido negociados em 80% dos pregões. O **Ibovespa** é subdividido em Grupo I e II. O Grupo I contém as ações mais negociadas na Bovespa segundo um critério de dispersão enquanto as demais ações estão representadas no Grupo II.

A carteira teórica de ações é reavaliada a cada quatro meses (janeiro, maio e setembro) com base nos negócios efetuados nos 12 meses anteriores.

Quando o **Ibovespa** se aproxima dos 100.000 pontos são realizados ajustes que tem por objetivo melhorar a visualização do índice. Nos anos 90, o índice foi dividido por 10 nas seguintes datas: 12/01/90, 28/05/91, 21/01/92, 26/01/93, 27/08/93, 10/02/94 e 03/03/97. No entanto, a metodologia de cálculo deste índice não foi alterada.

Desde 1986 o **Ibovespa** é negociado no mercado futuro de índice da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F). Em 1996, a Bovespa iniciou a negociação de opções sobre este índice.

Em 1996, a Bovespa criou o **IEE**, índice do setor de energia elétrica, que tem por objetivo mensurar a lucratividade das empresas deste ramo de atividade. A carteira inicial deste índice foi composta por 9 empresas cujas ações representavam 98,8% do volume total de ações negociadas na Bovespa e pertencentes a este setor da atividade econômica.

Há um outro índice de Bolsa de Valores, o **FGV-100** que é divulgado pela Fundação Getúlio Vargas. A carteira de ações deste índice é composta por empresas privadas não-financeiras, sendo que o critério de seleção é baseado no patrimônio das empresas cujas ações são negociadas em Bolsa. A grande maioria das empresas que compõem o **FGV-100** são negociadas na Bovespa. O **FGV-100** pode ser considerado um índice menos “concentrado” do que o **Ibovespa**, onde predominam as grandes empresas estatais.

Há outros índices de Bolsa de Valores como: o **IBV** que mede a lucratividade da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; o **ISENN** que mede a lucratividade do Sistema Eletrônico de Negociação Nacional; há também o **IBA**, índice brasileiro de ações divulgado pela Comissão Nacional de Bolsas de Valores, possui uma carteira diversificada e de abrangência nacional.

Em março de 1996, a CVM regulamentou o mercado de balcão organizado para títulos e valores mobiliários que visa facilitar a capitalização de pequenas e médias empresas através do mercado de capitais. Entre as facilidades proporcionadas por este mercado temos: menores

exigências legais e requisitos para o negociação de valores mobiliários; presença de *market makers* cujo objetivo é dar liquidez ao mercado; fundo de garantia para assegurar as operações neste mercado entre outras.

As empresas formadoras de mercado (*market maker*) são associadas especiais que têm a obrigação de fazer ofertas de compra ou venda para certas ações, de forma permanente e contínua para garantir liquidez do mercado.

Em junho de 1996, criou-se a Sociedade Operadora do Mercado de Acesso (SOMA), operacionalizada pela BVRJ que começou efetivamente a atuar em novembro desse ano. No final de 1996, a SOMA havia movimentado um volume de recursos na ordem de R\$ 186 milhões, sendo a média diária de negociação de R\$ 5 milhões. (CVM: 1997) Estes valores são ainda pouco representativos quando se observa o volume negociado na Bovespa ou mesmo através do SENN.

Existem ainda outras instituições que dão suporte ao funcionamento do mercado de capitais, são as empresa especializadas que cuidam da custódia de valores mobiliários e da liquidação de operações realizadas neste mercado. No Brasil, existem três empresas principais que se encarregam destas atividades: Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP); Caixa de Liquidação de São Paulo S.A. (CALISPA); Câmara de Liquidação e Custódia S.A. (CLC). Na Bovespa, a custódia é feita por esta mesma instituição e a liquidação financeira das operações é feita pela CALISPA. Na BVRJ e no sistema SENN, a liquidação e custódia é feita pela CLC.

Além das empresas especializadas na custódia de títulos, esta atividade pode ser exercida pelas bolsas de valores, como é o caso da Bovespa, por instituições bancárias e corretoras de valores. As empresas que oferecem o serviço de custódia, zelam pela guarda e administração de títulos e valores mobiliários, incumbindo-se da apropriação de direitos vinculados aos valores mobiliários e da concessão de informações sobre a movimentação dos títulos.

Sobre as atividades de custódia e liquidação de operações reside parte da eficiência das bolsas de valores: “*A pronta liquidação das operações, com a respectiva entrega dos títulos e do dinheiro, permite maior velocidade de transferência além de colaborar para satisfação dos investidores.*” (Rudge et alli, 1996).

Os procedimentos operacionais (liquidação física e financeira) para a efetivação de uma negociação realizada numa sessão de pregão ou através do sistema eletrônico de negociação no mercado à vista são descritos no Quadro 3:

Quadro 3 – Procedimentos Operacionais de uma Negociação no Mercado à Vista

**dia D:** é efetuada a negociação de um lote padrão de ações no pregão ou através do sistema eletrônico de negociação.  
**D+1 e D+2:** ocorre a liquidação física, ou seja, a corretora do vendedor entrega as ações.  
**D+3:** ocorre a liquidação financeira, ou seja, o comprador paga o valor das ações e as recebe.

Como mencionamos anteriormente, a CVM também está encarregada de fiscalizar e regulamentar a atuação das companhias abertas, são estas que emitem títulos e valores mobiliários que serão negociados no mercado de capitais. As companhias abertas são regulamentadas Lei nº 6.404 de 15/12/1976, também conhecida como Lei das S.As. A abertura de capital de uma empresa através de ações pode se dar de duas formas: através de operações de *underwriting* ou *block trade*.

Uma companhia aberta deve atender a uma série de requisitos, principalmente, no que diz respeito a atualização e divulgação de informações ao mercado (*disclosure*). Entre as informações que devem ser fornecidas periodicamente à CVM e ao mercado financeiro, de modo geral, temos: publicação anual de demonstrações financeiras<sup>57</sup> em jornais de grande circulação e envio à CVM de demonstrativos financeiros trimestrais, estes dados contábeis devem seguir os padrões contábeis pré-estabelecidos; divulgação das deliberações acordadas na Assembléia de Acionistas, no conselho administrativo e qualquer outra informação relevante para os acionistas ou que possam afetar o preço dos valores mobiliários.

As companhias abertas podem negociar os seguintes tipos de ações: ações ordinárias que dão direito a voto aos seus detentores; preferenciais que são ações sem direito a voto, mas possuem preferência na distribuição de dividendos; nominativa, é um tipo de ação cuja transferência precisa ser registrada no Livro Registro das Ações Nominativas; escriturais, dispensam o registro de propriedade, este tipo de ação é transferido através da emissão de extratos junto às instituições depositárias. Existem ainda outras siglas que indicam se o

<sup>57</sup> As demonstrações financeiras devem ser autidatas por auditores independentes registrados na CVM.

detentor daquele tipo de ação tem direito a bonificação, dividendo, subscrição, entre outros direitos.

Segundo a legislação brasileira, o número de ações preferenciais não pode ultrapassar  $2/3$  do total de ações emitidas pela empresa. Se não forem distribuídos dividendos por três anos consecutivos, as ações preferenciais passam a ter direito à voto. Porém, como não há um valor mínimo para a distribuição de dividendos, o que ocorre na prática é que no terceiro ano, acaba-se pagando um valor simbólico aos acionistas como dividendos e os proprietários de ações preferenciais não participam da gestão da empresa. Há bastante controvérsia a respeito da questão sobre ações preferenciais e ordinárias no mercado de capitais brasileiro. (Ferreira, 1995: 150 e Velloso, 1991).

A atividade de *underwriting* ou subscrição de ações é a emissão de novas ações com o objetivo de captar recursos para uma empresa. Trata-se, portanto, de uma operação no mercado primário, pois ocorre a transferência de recursos do investidor para a empresa. Após o lançamento de ações, estas podem ser negociadas no pregão da bolsa ou mercado balcão no qual a empresa esteja devidamente registrada. Neste momento, ocorre uma transferência de recursos de um investidor para outro investidor, trata-se de uma operação no mercado secundário.

A subscrição de ações pode ser feita de duas formas: subscrição particular ou pública. Na subscrição particular, apenas os atuais acionistas podem subscrever as ações, porém estes podem vender os direitos de subscrição a outros investidores interessados. Na subscrição pública, a operação é intermediada por uma instituição financeira.

As operações *block trade* consistem na venda de um lote de ações pertencentes a um acionista ou a um grupo de acionistas através de leilão realizado, geralmente, em bolsa de valores. Esta é uma operação que ocorre no mercado secundário, pois há a transferência de recursos do investidor para o acionista e não para a empresa.

Existem algumas vantagens e outras desvantagens para as empresas de capital aberto. Entre as vantagens, temos: captação de recursos através da emissão de valores mobiliários; diminuição da necessidade de endividamento junto à terceiros; os acionistas da empresa podem negociar sua participação na empresa através das bolsas de valores; maior exposição no

mercado devido à necessidade de *disclosure*; separação entre propriedade e gestão da empresa, com maior profissionalização desta, entre outras.

Entre as desvantagens, temos: os custos relacionados à abertura de capital (tais como: taxas pagas à CVM e às bolsas de valores; contratação de auditoria independente; divulgação de informações da empresa ao mercado, entre outros) e custos relativos à distribuição de dividendos aos acionistas; conflitos entre os gestores da empresa e os acionistas (*corporate governance*<sup>58</sup>).

---

<sup>58</sup> Sobre esta questão ver Rabelo (1997)

## **Anexo II: Regulamentações dos Fluxos de Capital em Ações**

A primeira legislação regulamentando os fluxos de capitais em ações data de meados da década de 70 e permitia a formação de sociedades de investimento de capital estrangeiro, cuja finalidade era a aplicação em emissões primárias de valores mobiliários de companhias abertas brasileiras. Esta primeira tentativa não surtiu o efeito desejado, pois o período mínimo de permanência exigido para o capital externo era elevado (três anos), além de altas taxas de impostos que incidiam sobre esta categoria de investimento. (Ferreira, 1995 e Bovespa (a)).

Na segunda metade dos anos 80, o governo implementou uma série de medidas que objetivaram atrair os capitais estrangeiros para as bolsas de valores brasileiras de uma maneira mais efetiva, através dos denominados Anexos I, II e III da Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional (CMN) de 20/03/87.

O anexo I da Resolução 1.289/87 regulamentou as Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro (SICE). Estas sociedades devem preencher requisitos de capital mínimo, prazos e exigências de diversificação de carteira. A alocação de carteira deve seguir a seguinte orientação: no mínimo 50% dos recursos globais da carteira devem ser aplicados em ações ou debêntures conversíveis em ações de empresas de capital nacional; o restante pode ser investido em moedas de privatização e derivativos, entre outros. As ações devem pertencer às companhias listadas em bolsa de valores e podem ser adquiridas nesse recinto ou por subscrição. Os ganhos de capital são isentos de imposto de renda, mas o pagamento de dividendos é taxado em 15%.

O anexo II da Resolução 1.289/87 regulamentou os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro (FICE). Estes fundos são constituídos no Brasil sob a forma de condomínios abertos (fundos abertos) cujas cotas são adquiridas por investidores estrangeiros. Estes fundos, embora não tão restritos quanto o anexo anterior, também devem atender a certas restrições de capital mínimo, prazos e diversificação de carteira.

Os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro devem alocar, no mínimo, 70% de seus recursos em ações que podem ser adquiridas em bolsa, mercado balcão ou por subscrição. O restante pode ser aplicado em outros valores mobiliários de companhias abertas, moedas de

privatização, mercados de futuros e outros. Os ganhos de capital são isentos do pagamento do imposto de renda, mas o rendimento obtido é taxado em 15%.

O anexo III da Resolução 1.289/87 regulamentou a Carteira de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM) mantida no Brasil por investidores estrangeiros. Este anexo disciplinou o denominado *country fund* ou fundo-país que são fundos de investimento fechado constituídos no exterior com o objetivo de aplicar em ações de países emergentes. Estes também devem cumprir requisitos de capital mínimo e exigências de diversificação de carteira, sendo que a regra tributária é a mesma dos anexos anteriores.

Em 1991, de acordo com as propostas de desregulamentação e liberalização financeira que estavam sendo implementadas pelo governo Collor, regulamentou-se a Resolução nº 1.832 do CMN em 31 de maio deste ano, representando a inclusão do Anexo IV à Resolução nº 1.289. Por este instrumento, investidores institucionais estrangeiros (incluem-se nesta categoria fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras, fundos mútuos de investimento constituídos no exterior) podem investir no mercado de valores mobiliários e de derivativos brasileiros.

Este anexo merece destaque entre os demais por ser um instrumento mais flexível e ter menos requisitos legais: *“No caso dos investimentos estrangeiros no mercado acionário, a desregulamentação propiciada pelo Anexo IV gerou uma resposta firme dos investidores institucionais externos que aproveitaram também o baixo valor de mercado de ações frente ao valor patrimonial, além do cenário favorável propiciado pelo início do processo de privatização, a despeito de um cenário macroeconômico ainda instável. Em agosto de 1993, já havia cerca de 809 investidores institucionais com recursos nas bolsas brasileiras.”* (Ferreira, 1995: 140).

O Anexo IV tornou-se rapidamente o principal instrumento utilizado pelos investidores estrangeiros para efetuarem suas aplicações em valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro. Este anexo acabou absorvendo o Anexo III, pois os fundos-país também são considerados investidores institucionais. O número de FICEs em atuação caiu ao longo dos anos 90, mas mesmo assim, existem alguns destes em atividade.

Houveram várias alterações nas regulamentações que regem os anexos I, II, III e IV. Em 30 de junho de 1992, o CMN autorizou a aplicação de recursos financeiros destes anexos no

mercado de derivativos, desde que seja para realizar operações de “hedge”. No final de 1993, este órgão proibiu a aplicação em ativos de renda fixa e, também, operações realizadas no mercado de derivativos que resultassem em rendimentos pré-determinados.

Para compensar a proibição das aplicações em renda fixa, o CMN regulamentou os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro através da Resolução nº 2.034. Atualmente, apenas através destes fundos os investidores estrangeiros têm acesso ao mercado de renda fixa brasileiro, sendo que estas carteiras podem ser constituídas de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, pelo Banco Central do Brasil e outros ativos de renda fixa de empresas ou instituições com sede no país.

A adoção desta medida provocou um impacto negativo sobre o mercado de debêntures, já que a regulamentação destes Fundos de Renda Fixa restringem a aplicação em valores mobiliários de uma mesma empresa em no máximo 10%.

Há ainda os *depository receipts* (DR) regulamentados pela Resolução nº 1.927 de 18 de maio de 1992 e incorporado como Anexo V à Resolução nº 1.298, através deste instrumento as ações de empresas brasileiras podem ser negociadas nas bolsas de valores internacionais. Há três modalidades principais de DRs: o ADR ou *American Depository Receipts* que é um recibo de ações de uma empresa brasileira negociado no mercado acionário dos Estados Unidos; o GDR ou *Global Depository Receipts* que pode ser negociado em outros mercados que não o dos Estados Unidos; e o IDR ou *International Depository Receipts* que é negociado, basicamente, no mercado europeu.

De um modo mais detalhado, temos que: “*ADR são certificados negociáveis emitidos por um banco comercial norte-americano (conhecido como depositário). Cada certificado representa ações de uma companhia não norte-americana depositadas junto ao custodiante do depositário (geralmente um banco no país de origem da companhia não norte-americana). O custodiante (ou nomeado) do depositário aparece nos livros de registro do emissor não norte-americano como o proprietário registrado de todas as ações depositadas, originadoras de ADR. Como proprietário registrado, o custodiante (ou nomeado) do depositário recebe, em nome deste último, os dividendos pagos pelo emissor não norte-americano a seus acionistas e está autorizado a exercer o direito de voto relativamente às ações depositadas nos termos do programa de ADR.*” (Moreland, 1995).

Existem quatro níveis de ADR: nível I, II, III e restrito. No programa de ADR nível I, as ações (já existentes) são negociadas no mercado balcão dos Estados Unidos, também conhecido como “*pink sheets*”. Segundo alguns analistas há algumas vantagens em lançar ADR nível I: a emissão é barata (não há taxa de *underwriting*); a empresa pode familiarizar-se com o mercado de capitais internacional e tornar-se conhecida dos investidores estrangeiros; e expande a liquidez do papel da empresa. (Dantas, 1994)

Além disso, o programa de ADR nível I tem menores exigências legais em relação aos programas de nível II e III, não é preciso atender às normas contábeis americanas, nem preencher todos os requisitos de transparência da *Securities and Exchange Commission* (SEC), entidade similar a CVM no Brasil.

O programa de ADR nível II permite que as ações sejam negociadas no Sistema Nacional de Mercado, o NASDAQ (*National Securities Dealing Association Quotation*) ou em Bolsas de Valores como NYSE (*New York Stock Exchange*) ou AMEX (*American Stock Exchange*). Para que este programa seja implementado é preciso atender a alguns requisitos: as demonstrações financeiras dos emissores devem estar de acordo com as normas contábeis norte-americanas (US GAAP); e os emissores devem continuamente divulgar relatórios referentes a seus negócios (*1933 Act* e o *1934 Act*).

O programa de ADR nível III permite que a empresa emita novas ações no mercado acionário norte-americano. As exigências são maiores tanto no que se refere às demonstrações financeiras que devem ser apresentadas nos termos da US GAAP, quanto em relação aos requisitos para obtenção de aprovação junto a SEC. Este programa é o mais desejado pelas empresas brasileiras, pois representa uma ampliação real de sua capitalização junto ao mercado acionário norte-americano.

Quanto ao ADR restrito, este programa tem menores exigências quanto à divulgação de informações e segue uma regra denominada de 144A. A colocação de papéis através deste instrumento é privada e realizada junto a um grupo selecionado de investidores institucionais, denominados de “*qualified institutional buyers*”. (Carvalho, 1991)

Para que uma empresa emita novas ações nas bolsas de valores norte-americanas é preciso que estas superem pelo menos três obstáculos: o primeiro, refere-se à obtenção de registro junto à SEC; o segundo, diz respeito à confecção de um prospecto das operações

entre o emissor, banco custodiante e depositário; o terceiro, trata-se do denominado *road show* onde é feita uma apresentação da empresa aos investidores estrangeiros.

Após o *road show* é estabelecido o preço de emissão (*pricing*), o volume ofertado e fecha-se o contrato, no qual os bancos pertencentes ao “pool” de *underwriting* garantem a compra dos papéis que não forem aceitos. O ingresso no mercado de capitais internacional é um longo caminho a ser percorrido e está restrito a poucas empresas brasileiras, devido às exigências feitas tanto pela *SEC* como pelas próprias bolsas de valores onde serão negociadas os ADRs (Ver Tabela 36).

Tabela 36 - Requisitos e custos das bolsas de valores americanas - 1991

	<i>NYSE</i>	<i>AMEX</i>	<i>NASDAQ</i>
Número de ações	2.500.000	1.000.000	500.000
Patrimônio Líquido ou capital	US\$ 100 milhões	US\$ 25 milhões	US\$ 4 milhões
Receita Bruta anual	US\$ 25 milhões	US\$ 7,5 milhões	US\$ 750 mil
Custo típico de listagem da ação	US\$ 100 mil	US\$ 10 mil	US\$ 25 mil

Fonte: The Bank of New York apud Carvalho (1991).

O investidor estrangeiro que adquirir um DR poderá convertê-lo em ações e vendê-las no mercado brasileiro, esta operação é denominada de *flow back*. Assim, o investidor estrangeiro entrega os DRs ao banco depositário no exterior e recebe do banco custodiante no Brasil as respectivas ações. Este mecanismo permite a arbitragem de preços entre os mercados doméstico e internacional.

Da mesma forma, investidores estrangeiros podem adquirir ações de empresas listadas no programa de DR nas bolsas de valores brasileiras, transformá-las em DRs e negociá-las nas bolsas internacionais, esta operação também é conhecida como *in flow*. Os investidores domésticos também podem entregar as ações de uma empresa listada no programa de DR ao banco custodiante no Brasil e obter DR do banco depositário no exterior, para negociar as ações no mercado internacional.

Além dos instrumentos detalhados acima, existem outros pelos quais é possível acessar o mercado de capitais brasileiro, tais como: Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro (FPCE); Fundo de Conversão - Capital Estrangeiro; e Aplicações em Quotas de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (AQFI).

### Anexo III: Volatilidade

A volatilidade da Bolsa de Valores de São Paulo foi calculada para uma série de dados diários do Ibovespa (índice de fechamento), num período que compreende o dia 16.07.90 a 31.10.97.

Utilizamos um modelo de média móvel ponderada exponencialmente para calcular a volatilidade diária do Ibovespa. Este modelo tem sido bastante utilizado no mercado financeiro e possui vantagens em relação às outras metodologias de cálculo de volatilidade. Em relação a um modelo de média móvel fixa, este modelo possui duas vantagens principais: em primeiro lugar, a volatilidade reage mais rapidamente aos choques recentes, pois o passado recente possui um peso maior em relação às informações mais distantes; em segundo lugar, no período que segue um choque (grande retorno), a volatilidade declina exponencialmente na medida em que o peso da observação deste choque decresce.

O pressuposto implícito da utilização de um modelo de média móvel ponderada exponencialmente é que o processo de variância é não-estacionário, ou seja, que varia ao longo do tempo.

A volatilidade foi calculada da seguinte forma:

$$\sigma = \sqrt{(1-\lambda) \sum \lambda^{t-1} (r_t - \bar{r})^2}$$

Este modelo de média móvel é ponderado pelo parâmetro  $\lambda$ , sendo que  $0 < \lambda < 1$ . Este termo determina o peso relativo que é aplicado às observações (ou retornos) e a efetiva quantidade de dados utilizados para calcular a volatilidade.

Segundo J.P.Morgan (1996), o valor ótimo de  $\lambda$  para séries de volatilidade diária é 0,94. A determinação adequada do valor de  $\lambda$  é importante para determinar o número efetivo de observações históricas que estão sendo utilizadas para estimar a volatilidade, com este valor são utilizadas 75 dias de observações históricas.

Existem outras formas de calcular a volatilidade. No entanto, optamos pela metodologia descrita acima pelo fato desta estar sendo bastante utilizada empiricamente por várias instituições financeiras como forma de gerir riscos financeiros.

## Bibliografia

- Alexander, G. & Francis, J.** Porftólio Analysis. Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1986.
- Akyuz, Y.** Financial Liberalization: the key issues. UNCTAD Bulletin, nº 20., maio/junho de 1993.
- Annual Report.** Basiléia: BIS, vários números.
- Baer, M.** O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- Baer, M.** Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento?. Novos Estudos Cebrap. São Paulo: CEBRAP, nº 42, julho, 1995.
- Baumann, R.** Uma Visão Econômica da Globalização. In Baumann, R. (org) O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro, Campus: 1996.
- Belluzzo, L. G. de M.** O Declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'globalizados'. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP. IE, nº 4, junho/1995.
- Bovespa.** Mercado de Capitais - Introdução. São Paulo: Bovespa, 1997.
- Bovespa.** Perfil. São Paulo: Bovespa, 1996.
- Bovepa.** Guia para Investir no Mercado Acionário Brasileiro.
- Braga, J. C. de S.** A Financeirização da Riqueza. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 2, ago/1993.
- Canuto, O. e Laplane, M.** Especulação e instabilidade na globalização financeira. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 5, dez/1995.
- Carneiro, D. D. e Garcia, M. G. P.** Private International Capital Flows to Brazil. Serie Financiamiento del Desarrollo. Santiago: Cepal, 1995.
- Carvalho, M. C.** Como vender ações nos EUA. Gazeta Mercantil, 15.07.91
- Carter, L. W.** IFC's experience in promoting emerging market investment funds. IFC lessons of exprience series. Washington, D. C.: The World Bank and International Finance Corporation, 1996.
- Carter, M.** Financial innovation and financial fragility. Journal of Economic Issues, vol. XXIII, nº 3, setembro de 1989.

- Carter, M.** Uncertainty, liquidity and speculation: a Keynesian perspective on financial innovation in debt markets” - Journal of Pos-keynesian, winter 1991-92, vol. 14, nº 2.
- Chesnais, F.** A Mundialização do Capital. São Paulo: Xamã, 1996.
- Cintra, M. A. M.** Uma visão crítica da teoria da repressão financeira. Campinas: UNICAMP. IE, 1993. (Dissertação de Mestrado)
- Conjuntura Econômica.** Rio de Janeiro: FGV, vários números.
- Costa, C. A. J. da** Capital Estrangeiro no Brasil: 1987/1994. Revista Brasileira de Mercados de Capitais, vol. 19 nº 47, 1994.
- Costa, F. N.** Fundos de Pensão e financiamento do desenvolvimento imobiliário, em infraestrutura, empresas emergentes e risco tecnológico. In: Seminário Internacional Fundos de Pensão e Desenvolvimento na América Latina, 1997, São Paulo. Fundos de Pensão – Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina. Campinas: IE/UNICAMP e ABRAPP, 1997.
- Costa, F. N.** Seqüência *boom*-crise no capitalismo contemporâneo. Leituras de Economia Política, Campinas, nº 3, dezembro de 1996.
- Coutinho, L.** A Fragilidade do Brasil em Face da Globalização. In Baumann, R. (org) O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro, Campus: 1996.
- Culpeper, R.** La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: El papel de los inversionistas norteamericanos. In: French-Davis, R. et Griffith-Jones, S. (orgs) Las Nuevas Corrientes Financieras Hacia La América Latina – Fuentes, Efectos y Políticas. Santiago: Fondo de Cultura Económica Chile, 1995.
- CVM.** Mercado de Capitais e a Comissão de Valores Mobiliários. <http://www.cvm.org.br>
- Davis, E. P.** Financial market activity of Life Insurance Companies and Pension Funds. Bis Economic Papers, nº 21, janeiro de 1988.
- Davis, E. P.** Pension Funds. Nova York: Oxford University Press Inc., 1995.
- Davis, E. P.** The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour. In: The Future of the Financial System. Sydney: Reserve Bank of Australia, 1996 (mimeo).
- Dow, S.** Post Keynesian monetary theory for an open economy. Journal of Post Keynesian Economics, vol. IX, nº 2, inverno 1986-87.

**Elton, E. J. e Gruber, M. J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. Nova York: John Wiley and Sons, 1981.

**Emerging Stock Markets Factbook. International Finance Corporation, 1994**

**Ferreira, C. K. L.** O Financiamento da Indústria e Infra-Estrutura no Brasil: Crédito de Longo Prazo e Mercado de Capitais. Campinas: UNICAMP.IE, 1995. (Tese de Doutorado).

**Financial Times**, vários números.

**Folkerts-Landau, D. et alli.** International Capital Markets Developments, Prospects, and Policy Issues. World Economic and Financial Surveys. Washington: IMF, agosto de 1995.

**Folkerts-Landau, D. et alli.** International Capital Markets Developments, Prospects, and Policy Issues. World Economic and Financial Surveys. Washington: IMF, setembro de 1996.

**Gazeta Mercantil**, vários números.

**Global Development Finance.** World Bank, 1996 e 1997

**Goldeinstein, L. e Leme, M. C. da S.** Mobilidade de capital, âncoras nominais e estabilização. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 5, dez/1995.

**Goodhart, C. E.** Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 4, junho de 1995.

**Gonçalves, R. (1996)** Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa na Economia Brasileira. In: Baumann, R. (org) O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro, Campus: 1996.

**Griffith-Jones, S. (1995)** Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina. Hechos y planteamientos. in French-Davis, R. et Griffith-Jones, S. (orgs) Las Nuevas Corrientes Financieras Hacia La América Latina – Fuentes, Efectos y Políticas. Santiago: Fondo de Cultura Económica Chile, 1995.

**Guttman, R.** How credit-money shapes the economy: the United States in a global system. New York: M. E. Sharpe, 1994.

**Guttman, R. (1997)** The strategic role of pension funds. In: Seminário Internacional Fundos de Pensão e Desenvolvimento na América Latina, 1997, São Paulo. (mimeo).

**Institutional Investor**, vários números.

**Jornal Folha de São Paulo.** São Paulo: vários números.

- Kalotay, K. e Alvarez, A. M.** Emerging Stock Markets and the Scope for Regional Cooperation. Discussion Paper, nº 79, fevereiro de 1994. UNCTAD.
- Kregel, J. A.** Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. Economia e Sociedade. Campinas: IE/UNICAMP, nº 7, dezembro, 1996
- Keynes, J. M.** A teoria geral do emprego, dos juros e da moeda. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os Economistas)
- Kurtzman, J.** A morte do dinheiro: como a economia eletrônica desestabilizou os mercados e criou o caos financeiro. São Paulo: Atlas, 1995.
- Leite, H. de P. e Sanvicente, A. Z.** Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros. São Paulo: Atlas, 1994.
- Lima, M. L. L. M. P.** Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: condição de inserção dos países do grupo da América Latina. São Paulo: Bienal, 1997.
- Managing capital flows in East Asia (1996).** Development in Practice. World Bank: 1996.
- Margarido, S. P.** Fluxos de Capitais para a Economia Brasileira na Primeira Metade da Década de 90: Construção de Novos Vínculos Financeiros Externos e Emergência de Novos Riscos. Campinas: UNICAMP.IE, 1997. (Dissertação de Mestrado).
- Mckinnon, R. I.** Money and capital in economic development. Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1973.
- Minsky, H. P.** Las razones de Keynes. México: Fondo de Cultura Económica.
- Minsky, H. P.** Can "it" happen again?. New York: M. E. Sarpe, 1982.
- Minsky, H. P.** The financial instability hypothesis: a clarification. In Feldstein, M. (org.), The risk of economic crisis. Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- Miranda, J. C.** Incerteza, Antecipação e Convenção. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 2, agosto, 1993.
- Mobius, M.** O Guia do Investidor para Mercados Emergentes. São Paulo: Makron Books, 1996.
- Moreland, A. D.** Como estabelecer um programa de ADR. São Paulo: Gazeta Mercantil, 12, 13 e 14 de maio de 1995.
- Plihon, D.** A ascensão das finanças especulativas. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 5, dezembro, 1995.

**Plihon, D.** Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira. Economia e Sociedade. Campinas: UNICAMP.IE, nº 7, dezembro, 1996.

**Portugal Jr., J. G.** (org.) Gestão Estatal no Brasil: Limites do Liberalismo 1990-92. São Paulo: FUNDAP, 1995

**Prates, D. M.** Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A Economia Brasileira na Década de Noventa. Campinas: UNICAMP.IE, 1997. (Dissertação de Mestrado).

**Quartely Review.** Nova York: Federal Reserve Bank of New York, verão de 1993, vol. 18, nº 2.

**Rabelo, F. M.** Fundos de pensão, mercado de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes. In: Seminário Internacional Fundos de Pensão e Desenvolvimento na América Latina, 1997, São Paulo. Fundos de Pensão – Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina. Campinas: IE/UNICAMP e ABRAPP, 1997.

**Relatório do Banco Central do Brasil**, vários números.

**Rudge, L. F. e Cavalcante, F.** Mercado de Capitais. Belo Horizonte: CNBV, 1996.

**Santis e Imrohoroglu** Stocks returns and volatility in emerging financial markets. Journal of International Money and Finance, vol. 16, nº 4, pp. 561-579, 1997.

**Shaw, E. S.** Financial deepening in economic development. New York: Oxford University Press, 1973.

**Soros, G.** A Alquimia das Finanças. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

**Souza, L. A.** O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 1987-97. Campinas: UNICAMP.IE, 1998. (Tese de Doutorado).

**Turner, P. e Takeda, M.** The liberalization of Japan's financial markets: some major themes. BIS Economic Papers - nº 34. Bis, novembro, 1992.

**Velloso, J. P. dos R.** (org.) A modernização do capitalismo brasileiro: reforma do mercado de capitais. Rio de Janeiro: José Olympio, 1991.

**Wien, B. e Koenen, K.** George Soros (entrevista). Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

**Word Debt Tables - External Finance for Developing Countries. World Bank, 1996**

**Zysman, J.** Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial growth. Londres, Martin Robertson, 1983.

## Siglas

ADR – American Depositary Receipt  
Amex – American Stock Exchange  
AQFI – Aplicações em Quotas de Fundo de Investimento em Empresas Emergentes  
BDR – Brazilian Depositary Receipt  
BNDES – Banco de Desenvolvimento Econômico e Social  
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo  
BOVMESB – Bolsa de Valores de Minas Gerais – Espírito Santo – Brasília  
BVBSA – Bolsa de Valores da Bahia – Sergipe – Alagoas  
BVES – Bolsa de Valores do Extremo Sul  
BVP – Bolsa de Valores do Paraná  
BVPP – Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba  
BVRg – Bolsa de Valores Regionais  
BVRJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro  
BVSt – Bolsa de Valores de Santos  
CALISPA – Caixa de Liquidação de São Paulo S.A.  
CATS – Computer Assisted Trading System  
CETIP – Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos  
IFC – International Finance Corporation  
CLC – Câmara de Liquidação e Custódia S.A.  
CMN – Conselho Monetário Nacional  
CNBV – Comissão Nacional de Bolsa de Valores  
CTVM – Carteira de Títulos e Valores Mobiliários  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
FGV-100 – Índice de 100 ações da Fundação Getúlio Vargas  
FICE – Fundo de Investimento de Capital Estrangeiro  
FPCE – Fundo de Privatização de Capital Estrangeiro  
FRFCE – Fundo de Renda Fixa de Capital Estrangeiro  
GDR – Global Depositary Receipt

IBA – Índice Brasileiro de Ações  
Ibovespa – Índice de Bolsa de Valores de São Paulo  
IBV – Índice de Bolsa de Valores  
IDE – Investimento Direto Externo  
IDR - International Depositary Receipt  
IEE – Índice do Setor de Energia Elétrica  
ISENN – Índice do Sistema Eletrônico de Negociação Nacional  
NASDAQ – National Securities Dealing Quotation  
NBC-E – Notas do Banco Central (em dólar)  
NTN-D – Nota do Tesouro Nacional (em dólar)  
NYSE – New York Stock Exchange  
PIB – Produto Interno Bruto  
PNB – Produto Nacional Bruto  
SEC – Securities and Exchange Commission  
SENN – Sistema Eletrônico de Negociação Nacional  
SICE – Sociedade de Investimento Estrangeiro  
SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Acesso  
Tban – Taxa de Assistência do Banco Central  
TBC – Taxa Básica do Banco Central