

Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento

Sub-projeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico

Relatório 2. O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez

André Martins Biancareli

Índice

| | |
|---|-----------|
| Introdução | 5 |
| II.1. O sistema financeiro brasileiro em uma perspectiva comparada..... | 9 |
| II.2. O movimento de abertura e liberalização no sistema financeiro brasileiro..... | 25 |
| II.3. As finanças domésticas e os ciclos de liquidez | 33 |
| II.3.1. Os efeitos do ciclo internacional de liquidez sobre o mercado de crédito..... | 35 |
| II.3.2. O mercado de capitais brasileiro, os ciclos de liquidez e a “revolução” em curso..... | 43 |
| II.3.2.1. <i>Visão geral</i> | 45 |
| II.3.2.2. <i>O mercado de debêntures</i> | 53 |
| II.3.2.3. <i>O mercado de ações</i> | 59 |
| II.4. Conclusões e perspectivas..... | 73 |
| Bibliografia | 76 |

Sumário executivo

Este subprojeto de pesquisa tem como grande objetivo a descrição e a análise das condições financeiras diante das oscilações cíclicas na liquidez internacional. Feita a caracterização do ambiente financeiro internacional nos planos estrutural e conjuntural, bem como da participação do Brasil nos ciclos internacionais de liquidez (no relatório I), cabe aqui apresentar o comportamento do sistema financeiro doméstico diante deste pano de fundo. Para tanto, se dividiu o trabalho em moldes semelhantes aos já utilizados na primeira etapa: parte-se de uma visão estrutural e comparativa e chega-se na explicitação dos impactos que as mudanças no ambiente externo acarretam internamente, sempre tendo como horizonte temporal o período de inserção do país na chamada “globalização financeira” (a partir de 1990). No caso deste relatório, também se resumiu os principais traços das mudanças no marco regulatório que permitem essa integração financeira, muito mais intensa do que nas décadas anteriores.

No plano estrutural, e tomando como contraste uma amostra relevante das chamadas “economias emergentes”, o sistema financeiro brasileiro surge como marcado principalmente por deficiências no cumprimento de suas tarefas essenciais para o desenvolvimento do país. A despeito de suas inegáveis qualidades em diferentes aspectos – a sofisticação e a complexidade (em termos de produtos e mercados existentes), o seu papel no funcionamento do sistema brasileiro de pagamentos – ele se mostra problemático em uma série de indicadores tratados pela literatura como fundamentais. É relativamente pouco desenvolvido; ligeiramente menos

“livre” do que a média mas longe de ser “reprimido”; com valores baixos e equilibrados para a profundidade do mercado de crédito e de capitais; este pequeno e pouco líquido como a maioria dos casos (com destaque apenas para o mercado de títulos públicos); aquele com graus intermediários de concentração, estatização (e internacionalização) mas marcado essencialmente pela ineficiência.

Isto tudo tomando como base os valores médios dos indicadores desde o princípio da década de 1990. Coincide com esta data, aproximadamente, uma série de medidas de desregulamentação e liberalização das relações financeiras do país com o exterior – em geral encaminhadas *ad hoc*, sem um processo mais amplo de discussão ou de revisão na legislação. Dos três níveis em que se organiza a abertura financeira – *inward transactions*, *outward transactions*, e conversibilidade da moeda – o Brasil avançou muito mais no primeiro e no segundo, em etapas sucessivas que têm início ainda no governo Sarney e se estendem até mudanças recentes tomadas pelo governo Lula. Pode-se dizer que há portanto um caminho estrutural de abertura, ininterrupto, ainda que pontuado por instrumentos conjunturais de controle em determinadas circunstâncias. Mais importante, tais alterações impactam profundamente o comportamento dos diferentes segmentos que compõem o sistema financeiro brasileiro, cada vez mais vinculado, em diferentes dimensões, às oscilações cíclicas na liquidez internacional dirigida a países em desenvolvimento.

Dividindo a apresentação destes impactos nos dois grandes segmentos do sistema – o mercado de crédito e o mercado de capitais – observa-se realidades distintas entre si e ao longo dos dois grandes ciclos já descritos no primeiro relatório: 1990-2002 (com duas fases distintas: 1990-1997; e 1998-2002) e a partir de 2003, ainda na fase ascendente.

No mercado de crédito, os efeitos diretos do ambiente financeiro internacional sobre a oferta interna de financiamento bancário – i. e., a captação no exterior dos bancos para repasses domésticos – aparece com pouca importância, principalmente no ciclo mais recente, apesar da expressiva melhora nas condições de acesso e de uma explosão na tomada de recursos externos por parte destes agentes em 2007. Mais importantes parecem ser os efeitos indiretos, relativos à influência das oscilações cíclicas da liquidez internacional sobre variáveis-chave da macroeconomia brasileira. Estas, em conjunto com as outras dimensões que determinam o comportamento dos bancos, ajudam a explicar o comportamento cíclico do crédito bancário doméstico, que apresenta trajetória semelhante ao ciclo externo. Ainda sobre esta modalidade, a despeito do forte crescimento recente e das boas perspectivas para o futuro (também

dependentes em alguma medida da liquidez internacional), ressalte-se a permanência de deficiências conhecidas: baixa profundidade, alto custo, concentração no crédito ao consumo.

Já em relação ao mercado de capitais, tanto os impactos diretos e indiretos dos ciclos externos são mais fortes, como as diferenças entre os dois ciclos são muito mais explícitas. Há no período recente (principalmente de 2004 a meados de 2007) uma explosão nas captações de recursos por meio de emissões, primárias e secundárias, de ações, debêntures e outros títulos. Além disso, há uma série de outros indicadores que parecem indicar uma mudança estrutural no porte e nas condições de operação do mercado brasileiro de capitais. A análise aqui realizada desta “revolução” – sem negar o contraste com a realidade anterior – destoa do tom excessivamente otimista que têm predominado no debate corrente. Pelo lado das causas das mudanças, a ênfase é maior (como está explícito ao longo de todo o trabalho) na influência da participação dos investidores estrangeiros, sua movimentação cíclica e seus determinantes mais externos do que internos. E, em relação às suas conseqüências, enumera-se uma série de dúvidas e deficiências que, tanto no mercado de debêntures quanto no de ações, sugerem ser ainda um tanto precipitado encarar o mercado de capitais como alternativa – concreta e acessível ao conjunto das empresas – para o financiamento do investimento produtivo no país.

Quando se integram as ressalvas quanto às causas e as conseqüências por enquanto disponíveis, o tom de cautela se reforça. E ajuda a questionar as expectativas quanto ao futuro próximo das relações financeiras no Brasil – principalmente diante da perspectiva de elevação ao patamar de *investment grade* – que, em manifestações mais otimistas, chegam a sugerir a superação de debilidades estruturais da economia brasileira (e das formas articuladas para fazer frente a elas) relativas ao financiamento de longo prazo.

Projeto de Pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento.

Subprojeto II: Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico

Relatório 2: O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez

André Martins Biancareli

Introdução

Para que os objetivos deste subprojeto de pesquisa fossem atendidos, se programou uma divisão de tarefas bastante nítida: feita a caracterização do ambiente financeiro internacional nos planos estrutural e conjuntural, bem como da participação do Brasil nos ciclos internacionais de liquidez (no relatório I), cabe agora descrever e analisar o comportamento do sistema financeiro doméstico contra este pano de fundo.

Tome-se aqui, como ponto de partida, uma definição de livro-texto: “sistemas financeiros são definidos pelo conjunto de mercados financeiros existentes numa dada economia, pelas instituições financeiras participantes e suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder público nesta atividade”¹. Relações financeiras são, pela mesma fonte e num sentido estrito, aquelas que se estabelecem entre os “agentes superavitários” (ofertantes de recursos, que despendem uma quantidade menor do que sua renda ou riqueza) e os “agentes deficitários” (demandantes, que precisam complementar sua renda ou riqueza para efetuar seus gastos).² O Banco Central do Brasil define o sistema financeiro brasileiro da forma mais ampla e completa possível, dividindo em órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores, como mostrado na Tabela 1.

Outra forma de organizar o sistema, mais enxuta e que se concentra nos “operadores”, é a divisão nos dois grandes mercados que o compõem: o **mercado de crédito** (composto pelo crédito concedido, ou intermediado, pelos bancos comerciais, “instituições financeiras captadoras de depósitos à vista”) e o **mercado de capitais** (que abrange as duas modalidades de bolsas, compreendendo o lançamento e a negociação dos diferentes tipos de instrumentos

¹ Carvalho *et al.* (2000), p. 293.

² Em uma definição mais ampla, deveriam ser incluídas as dimensões de diversificação de riscos, diversificação de *portfólio* e operações típicas do sistema de pagamentos. Sem ignorar estes aspectos, o foco aqui é o mais limitado.

diretos de financiamento, ou as relações “desintermediadas”³ entre o credor e o devedor, por meio de ações, debêntures e outros papéis privados). Neste relatório, seguiu-se esta segunda divisão e este foco, que estão na base da divisão estabelecida por Zysman (1983) entre sistemas baseados em crédito e em mercado de capitais.

Tabela 1: Organização do sistema financeiro nacional

| Órgãos normativos | Entidades supervisoras | Operadores | | |
|---|--|---|--|---|
| Conselho Monetário Nacional - CMN | Banco Central do Brasil - Bacen | Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista ¹ | Demais instituições financeiras ² | Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros ³ |
| | Comissão de Valores Mobiliários - CVM | Bolsas de mercadorias e futuros | Bolsas de valores | |
| Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP | Superintendência de Seguros Privados - Susep | Sociedades seguradoras | Sociedades de capitalização | Entidades abertas de previdência complementar |
| | IRB-Brasil Resseguros | | | |
| Conselho de Gestão da Previdência Complementar - CGPC | Secretaria de Previdência Complementar - SPC | Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) | | |

Fonte: Banco Central do Brasil

1. Bancos Múltiplos, Bancos Comerciais, Caixa Econômica Federal, Cooperativas de Crédito;

2. Agências de Fomento, Associações de Poupança e Empréstimo, Bancos de Desenvolvimento Bancos de Investimento, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Companhias Hipotecárias, Cooperativas Centrais de Crédito, Sociedades Crédito, Financiamento e Investimento, Sociedades de Crédito Imobiliário, Sociedades de Crédito ao Microempreendedor;

3. Administradoras de Consórcio, Sociedades de arrendamento mercantil, Sociedades corretoras de câmbio, Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, Sociedades de crédito imobiliário, Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

Para além destas definições, é importante deixar claro, de partida, as referências teóricas que balizam todo esse estudo.

A literatura convencional sobre sistemas financeiros e sua integração internacional tem determinadas concepções bastante conhecidas. Em relação aos países em desenvolvimento, os argumentos têm uma espécie de ponto de partida na idéia de insuficiência de poupança doméstica causada pelos elementos de “repressão financeira”, passam pela necessidade da contribuição da poupança externa para o desenvolvimento, e sempre acabam sendo retomadas

³ As aspas aqui referem-se ao fato de que, rigorosamente, o intermediário financeiro (banco, nas suas variadas formas) não perde totalmente o seu papel, e continua sendo relevante na colocação de títulos privados junto ao público. Para mais detalhes, ver Freitas (1997).

as prescrições de uma “seqüência ótima” nas providências de liberalização (interna, primeiramente) e abertura. As manifestações mais recentes deste ideário – que tem suas origens nos textos clássicos de Shaw (1973) e McKinnon (1973) e passam, entre outros, por vários trabalhos de Edwards (1984, 1989) – podem ser encontradas nos mesmos autores que atualmente tentam defender a agenda da abertura financeira depois dos ataques que esta vem sofrendo desde o período de crises em países emergentes.

De acordo com a argumentação de Kose *et al.* (2006), os benefícios da abertura financeira seriam muito mais de natureza indireta do que por meio da “contribuição da poupança externa” – e entre tais efeitos está justamente o desenvolvimento dos sistemas financeiros locais. Tratando especificamente dos mercados de ações Bekaert & Harvey (2003) desenvolvem um modelo que sustenta teoricamente os efeitos dinamizadores da atração dos estrangeiros,⁴ e são dos poucos autores a identificar evidências empíricas robustas das relações entre integração financeira e crescimento em países em desenvolvimento. Antes destes, porém, Cho (1986) já havia alertado para a necessidade do desenvolvimento do mercado de capitais como etapa prévia e necessária para que os processos de liberalização na linha preconizada pelo modelo Shaw-McKinnon não redundassem em crises decorrentes dos problemas de assimetria de informações característicos do setor. Trata-se, no fundo, da defesa da superioridade do sistema de tipo anglo-saxão, como última etapa do desenvolvimento financeiro das economias. Também recentemente, autores como de la Torre *et al.* (2007) têm se debruçado sobre as especificidades dos mercados de capitais dos países em desenvolvimento (particularmente dos latino-americanos), com conclusões que igualmente apontam na direção da integração – também das negociações com ações – aos mercados financeiros centrais.

Na perspectiva teórica à qual o presente trabalho se alinha, as concepções e conclusões são bastante distintas. Não se trata de negar a importância do desenvolvimento financeiro para o crescimento e o desenvolvimento – idéia já sustentada por vários autores clássicos e com evidências empíricas bastante robustas⁵ – mas sim de questionar estas duas linhas auxiliares que

⁴ O raciocínio pode ser resumido da seguinte maneira: quando se transita de um mercado segmentado para um integrado, o resultado natural seria a entrada maciça de investidores estrangeiros (aproveitando os benefícios da diversificação internacional das carteiras). Essa entrada levaria a um aumento permanente dos preços das ações negociadas no mercado local e, com isso, a uma queda nos retornos esperados nesse tipo de aplicação – o que também significa uma redução no custo do capital obtido por esta via. Assim, as emissões primárias de ações seriam incentivadas e o investimento, beneficiado, ampliando a taxa de crescimento econômico.

⁵ As evidências empíricas das relações entre *finance and growth* têm no texto de King & Levine (1993) o exemplo provavelmente mais notório. Do mesmo círculo de autores ver também Levine & Zervos (1998), entre outros. Para uma abordagem crítica desta literatura, ver Arestis & Demetriades (1997).

emanam da visão liberal: a da superioridade do mercado de capitais enquanto mecanismo de financiamento, e a dos efeitos exclusivamente positivos associados à integração às finanças internacionais desreguladas típicas da época da globalização.

Quando se parte de um arcabouço macroeconômico distinto, baseado no circuito *finance-investimento-poupança-funding*, as decisões de alocação da poupança são importantes não como pré-requisitos ao investimento, mas enquanto elementos de consolidação financeira das posições curtas assumidas no início do processo por bancos e empresas – papel cumprido, nos sistemas mais desenvolvidos, pelo mercado de capitais. Aqui, a adequação do sistema financeiro é avaliada não em termos abstratos, mas sim em sua capacidade de sustentar esse circuito com o menor nível possível de fragilidade financeira dos agentes e, diante desse critério, arranjos institucionais distintos (baseados em crédito, com elevada participação estatal, proximidade banco-indústria, mecanismos de crédito seletivo, bancos de desenvolvimento etc.) seriam plenamente justificáveis diante de realidades distintas daquelas dos países mais avançados.⁶

Esse seria o caso dos países em desenvolvimento, nos quais as medidas de liberalização, longe de garantirem o aprofundamento, a eficiência e o desenvolvimento das estruturas responsáveis pelo *funding*, também não resolvem adequadamente as deficiências relativas ao *finance*. Mais do que isso, quando à liberalização no plano interno se soma a abertura, integrando estruturas financeiras com características e tamanhos muito distintos, os diferenciais de juros podem provocar absorção excessiva de recursos do exterior e vulnerabilidade externa, e a presença de investidores estrangeiros nos diminutos mercados de títulos e ações elevariam os níveis de volatilidade e especulação.

Reforça-se assim, com a análise dos seus desdobramentos internos, a mesma postura crítica já resumida no relatório inicial em relação à integração descuidada dos países periféricos à globalização financeira. Dito de outro modo, o raciocínio de fundo é que a abertura e a liberalização acabam expondo não apenas as contas externas do país, mas também seus problemáticos mecanismos internos de financiamento, aos já descritos ciclos de liquidez para economias emergentes, comandados por fatores exógenos a estas economias.

A experiência da economia brasileira – que, desde o início da década de 1990, já passou por um ciclo completo e se encontra atualmente em plena fase de auge de um segundo – é um

⁶ Studart (1995 e 1999). Outros autores que buscam um referencial teórico, distinto do paradigma da liberalização, para analisar os sistemas financeiros a partir da adequação da institucionalidade à realidade na qual está inserida, são Arestis, Nissanke & Stein (2003).

caso privilegiado para observação e análise a partir destas concepções. Análise que se mostra tão mais desafiadora quanto mais fortes são os efeitos, à primeira vista totalmente positivos, da excepcional onda de liquidez enfrentada no presente momento pelos emergentes em geral e pelo Brasil em particular.

Isto posto, o relatório está organizado em quatro seções além desta Introdução. Na próxima procede-se, tal qual realizado para o perfil da inserção financeira externa no primeiro relatório, a uma análise comparativa da situação do sistema financeiro brasileiro durante a época da globalização, tendo como contraste o universo das demais “economias emergentes”. Na seção II.2 recupera-se as grandes linhas do processo de abertura financeira posta em prática no Brasil desde finais dos anos 1980 até as mudanças mais recentes. Na seção II.3 detalha-se o comportamento deste sistema diante dos ciclos internacionais de liquidez, dividindo-se as informações entre o mercado de crédito e o de capital. E, finalmente, na seção II.4 realiza-se um balanço dos principais resultados a partir de especulações sobre as perspectivas futuras.

II.1. O sistema financeiro brasileiro em uma perspectiva comparada

O objetivo desta seção é construir, em moldes semelhantes ao realizado na seção II.1 do primeiro relatório, um quadro comparativo da situação brasileira – agora referente às condições financeiras domésticas e não mais à integração financeira internacional – diante do grupo de economias denominadas “emergentes”. Tal como lá, o propósito é fornecer uma visão estrutural da situação, em um prazo mais longo, já que a descrição da oscilação das condições financeiras domésticas, ao longo dos ciclos internacionais de liquidez, é tarefa da seção II.3.

A intenção foi utilizar a mesma base de comparação antes empregada – a amostra de 29 economias emergentes, excluídas as praças financeiras asiáticas.⁷ Porém, nem sempre isso foi possível, dadas as limitações da disponibilidade de dados comparáveis. Para quase toda esta parte da pesquisa, utilizou-se a base de dados sobre estrutura financeira disponibilizada e constantemente atualizada por três pesquisadores do departamento de *Finance and Private Sector Research* do Banco Mundial: Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt e Ross Levine, a partir do artigo

⁷ As justificativas para esta opção podem ser encontradas na página 9 do primeiro relatório. Os países são os seguintes, divididos por região: China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coréia, Tailândia; Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai, Venezuela; Bulgária, Rep. Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Eslováquia e Turquia; Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia.

original dos mesmos autores (Beck, Demirgüç-Kunt & Levine, 2000).⁸ Em tal base são apresentados números de 211 países, num total de 27 variáveis, no período de 1960 a 2005. Infelizmente, porém, para o grupo de economias aqui focado, os dados apresentam uma série de lacunas, tanto em termos temporais quanto de variáveis não informadas. Particularmente grave é a ausência de uma série de informações a respeito da China.

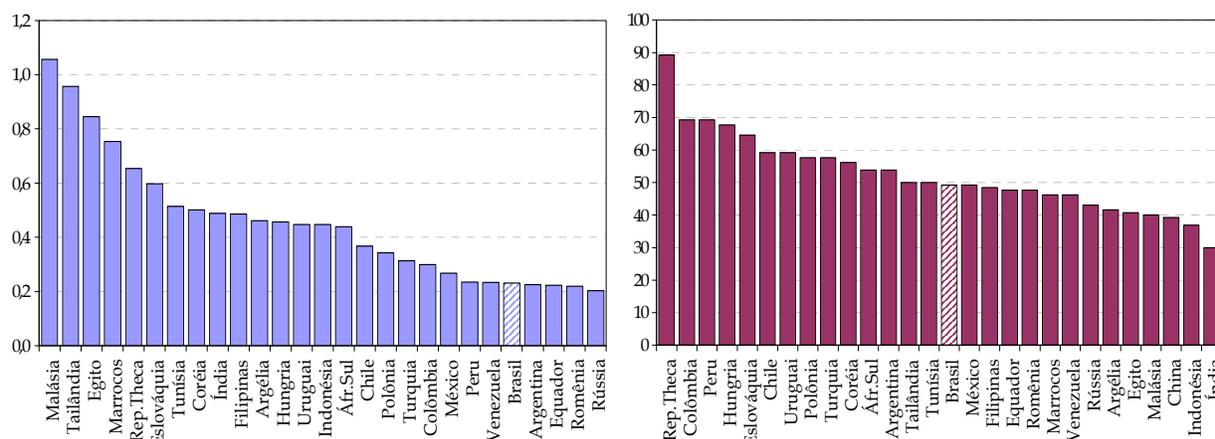
A despeito disso, trabalhou-se sempre com o máximo de países disponíveis para cada tema, por meio das médias para o período aqui julgado mais relevante: a partir de 1990. Evidentemente, esta média é composta apenas com os dados disponíveis, nos casos de países em que as séries são mais recentes (o que se verifica principalmente para as “economias em transição” do Leste Europeu).

Ainda em termos metodológicos, seguiu-se aqui, para dividir a descrição dos sistemas financeiros, uma divisão sugerida por um destes autores em um outro trabalho (Demirgüç-Kunt, 2006): indicadores de tamanho do sistema financeiro; de “liberdade”; de profundidade; e de eficiência e/ou estruturas de mercado. Em paralelo a esta seqüência, a velha questão das estruturas financeiras alternativas já comentada: sistemas baseados em bancos (ou mercados de crédito) *versus* sistemas baseados em mercados de capitais. Extraí-se assim não apenas um quadro geral destas características nas chamadas economias emergentes, mas também uma idéia mais precisa da posição brasileira neste quadro comparativo. Repete-se aqui (e ao longo de todo o relatório) a opção por apresentar os dados preferencialmente na forma de gráficos.

Inicia-se pela questão do tamanho do sistema financeiro – para o qual tradicionalmente se utiliza o indicador M2/PIB para comparar, da maneira mais ampla possível, o total de ativos financeiros existentes em cada economia (no caso, de passivos líquidos, emitidos seja por intermediários privados, seja pelo banco central, na forma da base monetária). No Gráfico 1, as médias deste indicador, para todos os casos em que os dados permitem, são apresentadas em ordem decrescente na figura esquerda, com o destaque para os números brasileiros.

⁸ A página na Internet do setor de pesquisa se localiza em <http://econ.worldbank.org/programs/finance> e a base em <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> .

Gráfico 1: M2/PIB, média 1990-2005; e “Índice de Liberdade Financeira”, média 1995-2006



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*; Heritage Foundation. Elaboração própria.

Observa-se uma grande diversidade entre as economias retratadas, desde a Malásia (1,06) até a Rússia (0,2), com nítido predomínio dos asiáticos entre as economias com maior grau de desenvolvimento financeiro (na qual também se situam africanos como Egito, Marrocos e Tunísia, e europeus como República Tcheca e Eslováquia). Entre os latino-americanos, o melhor situado é o Chile, e ainda assim com um indicador abaixo da média do conjunto (0,37 contra 0,45), e todos os outros mostram relações inferiores a 0,3. A posição do Brasil neste primeiro quesito é de bastante timidez: 23º entre os 27 casos analisados, com um indicador de apenas 0,23.⁹

Representadas na parte direita do mesmo Gráfico 1, estão as médias de um outro indicador, bem mais subjetivo, da estrutura financeira de uma economia. Calculado pela *Heritage Foundation* anualmente a partir de 1995, o “índice de liberdade financeira” procura quantificar a abertura relativa dos sistemas bancário e financeiro de cada país em cada momento, levando em conta critérios como: extensão da regulação governamental sobre os serviços financeiros, grau de intervenção estatal nos bancos e outros agentes financeiros, dificuldade de abrir e operar firmas neste setor (tanto para residentes como para estrangeiros), e

⁹ Como pano de fundo, uma análise conjunta de todos os 160 países para os quais é possível calcular esta média, mostraria o Brasil na 124ª posição, em um *ranking* que iria de Luxemburgo (relação de 3,02) até a República Democrática do Congo (0,05). Entre as maiores economias, encontramos o Japão (terceiro colocado, com 1,83), o Reino Unido (17º; 0,91); Alemanha (20º; 0,81); Canadá (29º; 0,75); França (40º; 0,65) e Estados Unidos (45º; 0,61). Destaque-se portanto que a posição de Malásia e Tailândia chama a atenção mesmo quando esse universo maior é usado como comparação: ocupam respectivamente a 11ª e a 15ª posições.

influência estatal na alocação do crédito.¹⁰ O indicador resultante varia entre 0 (sistema totalmente reprimido) e 100 (influência governamental insignificante, a mais alta liberdade em que se poderia chegar, respeitadas as necessidades de supervisão e regulação prudencial características do setor).¹¹

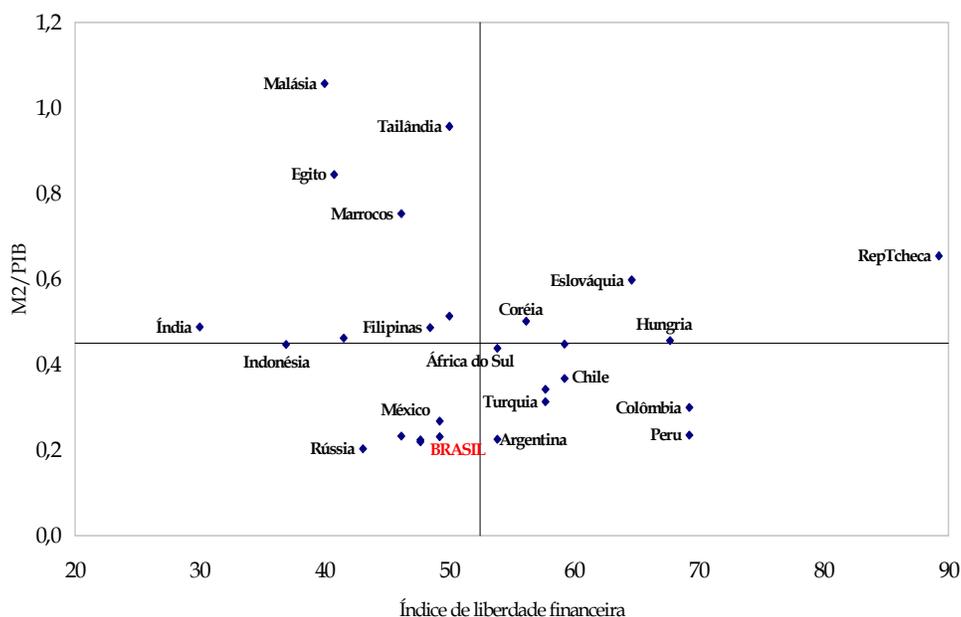
Os resultados quanto a este indicador, entre as economias emergentes, são curiosos: os sistemas mais “reprimidos” aparecem nas grandes economias asiáticas (à exceção da Coreia), e há vários latino-americanos e ex-socialistas do leste europeu entre os mais “livres”. A posição brasileira – índice 50 entre 1995 e 2006, caindo para 40 em 2007 – situa-se ligeiramente abaixo da média deste conjunto, e seria qualificada como de “considerável influência governamental” sobre o sistema financeiro, passando no último ano para “forte influência”.

Outro aspecto digno de nota é a pouca relação que os dados até aqui mostram entre “liberdade” e desenvolvimento financeiro: a ordem decrescente das duas figuras do Gráfico 1 é bastante diferente, e no Gráfico 2, que divide o universo em quatro quadrantes de acordo com as médias, mostra-se que há mais economias emergentes “mais livres e menos desenvolvidas” e “menos livres e mais desenvolvidas” do que a distribuição que se poderia esperar das previsões teóricas da literatura da liberalização: quanto maior a liberdade, maior o desenvolvimento financeiro. De todo modo, a posição brasileira neste quadro assemelha-se à de duas outras grandes economias emergentes – tal qual Rússia e México, o país é menos livre do que a média, e menos desenvolvido em termos do total de passivos líquidos em relação ao PIB.

¹⁰ Evidentemente, esta medição decorre de maneira direta das idéias originais sobre “repressão” e “liberalização” financeiras, já comentadas, e que integram uma visão bem mais ampla e negativa sobre o papel do Estado na economia. Este índice é parte de um conjunto de dez dimensões da “liberdade econômica” (as outras nove são definidas como *business freedom*, *trade freedom*, *monetary freedom*, *freedom from government*, *fiscal freedom*, *property rights*, *investment freedom*, *freedom from corruption* e *labor freedom*) calculadas pela Fundação. As séries de dados, a metodologia e outras publicações e análises relativas ao tema podem ser encontradas em <http://www.heritage.org/index/>.

¹¹ Apenas a título de exemplo a situação de maior liberdade financeira é descrita assim: “*Independent central bank supervision and regulation of financial institutions are limited to enforcing contractual obligations and preventing fraud. Credit is allocated on market terms. The government does not own financial institutions. Financial institutions may engage in all types of financial services. Banks are free to issue competitive notes, extend credit and accept deposits, and conduct operations in foreign currencies. Foreign financial institutions operate freely and are treated the same as domestic institutions.*” Pelos últimos números, constantes do relatório de 2007, dentre as 157 economias analisadas, as financeiramente mais livres (todas com índice 90) são Austrália, Bahrein, Dinamarca, Estônia, Hong Kong, Irlanda, e Reino Unido. No outro extremo, a Coreia do Norte recebia índice 0; e Bielo-Rússia, Myanmar, Cuba, Irã, Síria e Turcomenistão não passavam do índice 10.

Gráfico 2: Tamanho e “liberdade” dos sistemas financeiros em PEDs: médias comparadas.



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*; Heritage Foundation. Elaboração própria.

Mas este indicador de desenvolvimento financeiro ainda é muito amplo e, em alguns aspectos, inadequado. De maneira complementar, a literatura sobre estrutura financeira costuma também medir a profundidade (e a atividade) dos dois grandes segmentos de qualquer sistema: mercado de crédito e mercado de capitais. Como *proxy* do primeiro, emprega-se a relação entre o total de crédito ao setor privado fornecido pelos “bancos comerciais” (ou *deposit money banks*, na definição da base de dados utilizada) e o PIB – medida que se diferencia do indicador mais amplo utilizado acima tanto por excluir o banco central e seu passivo principal (a base monetária) como por considerar o crédito fornecido pelos bancos apenas ao setor privado. Seria uma medida do “grau de cumprimento” de uma das funções básicas do sistema financeiro (nas concepções mais convencionais): a “canalização das poupanças” do emprestador para o tomador.¹² Em relação ao mercado de capitais, a medida mais ampla é a capitalização total das empresas listadas nos mercados de ações, também em relação ao produto.

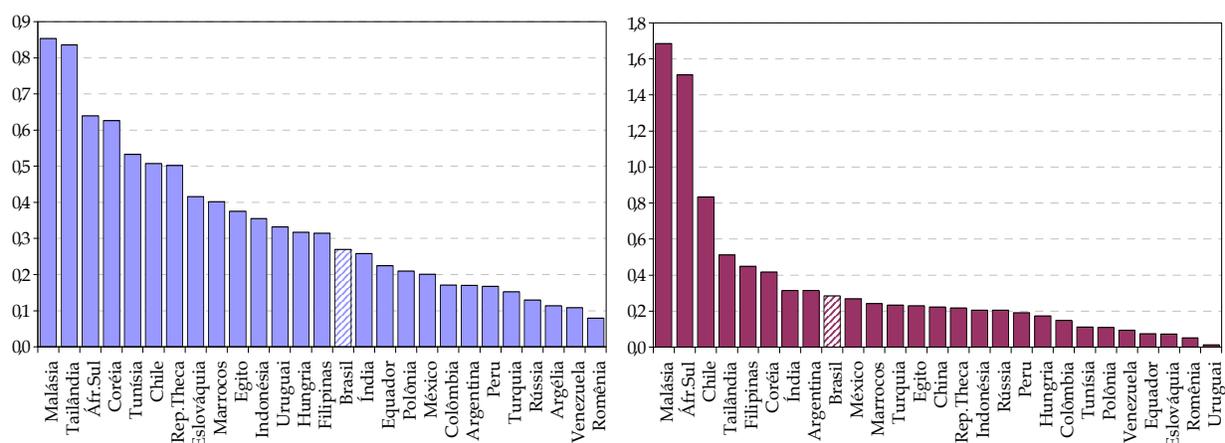
São estes os números que vão representados nas duas figuras do Gráfico 3. Acentua-se o contraste entre países e regiões emergentes; enquanto alguns traços antes sugeridos são

¹² Novamente a ressalva: em uma perspectiva mais ampla, o crédito bancário não se enquadraria nesta definição de intermediação, já que constitui criação de moeda.

realçados, novos aspectos aparecem de maneira muito nítida neste outro ângulo de observação. E, enfim, a posição relativa da economia brasileira não se altera muito.

No que se refere ao tamanho do mercado de crédito (figura esquerda), há novamente os dois *outliers* asiáticos (Malásia e Tailândia) que inflam a média total (0,34) – patamar acima do qual só se encontra um latino-americano (o Chile) e abaixo do qual se situa, de asiático, apenas a Índia. Além da manutenção desta diferenciação regional, destaque-se também a ótima posição relativa de África do Sul, Tunísia e outros países africanos, e a mediocridade dos resultados de Rússia e Turquia. O Brasil, seguindo o perfil da sua região, encontra-se na metade inferior deste *ranking*, com relação de 0,27.¹³

Gráfico 3: Tamanho e atividade do mercado financeiro: Crédito bancário/PIB e capitalização/PIB, médias 1990-2005



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*. Elaboração própria.

Ressalte-se, sempre, que se trabalha aqui com as médias de 1990 a 2005, e que este e os outros indicadores variam bastante ao longo do tempo (como será analisado em detalhes na seção II.3): para o caso brasileiro, este número varia entre um mínimo de 0,19 em 1992 e um máximo de 0,30 em 1995.

No que se refere ao principal indicador do mercado de capitais (figura direita do Gráfico 3), o que antes era diversidade entre os emergentes se transforma em uma diferença abissal, e

¹³ Novamente um rápido panorama do total das 160 economias em que é possível calcular esta média: o país com maior relação crédito/PIB é a Suíça (com índice 1,6) e o pior é novamente a República Democrática do Congo (com indicador 0,01). No bloco das maiores relações encontram-se de novo várias praças financeiras asiáticas (Hong Kong em terceiro, com 1,47; Cingapura em 11º, com 0,94) e algumas das economias mais desenvolvidas: Reino Unido (5º; 1,22), Japão (6º; 1,13) e Alemanha (7º; 1,07). A liderança de Malásia e Tailândia entre os emergentes aqui selecionados se transforma na 17ª e 18ª posições respectivamente. E a posição brasileira nesse *ranking* global é a de número 75.

dois países não-asiáticos (África do Sul e Chile, que também figuravam no topo da lista do crédito) se inserem entre Malásia e Tailândia entre os mais desenvolvidos neste aspecto. A média aqui - 0,34 - é novamente muito inflada pelos dois ou três resultados mais altos, já que apenas os cinco primeiros superam este patamar. E a Coreia, o sexto mercado de ações mais profundo da lista, apresenta uma capitalização sobre o PIB de apenas um quarto da verificada na Malásia. De fato, os três primeiros apresentam números comparáveis e até superiores aos países avançados cujos sistemas financeiros tipificam um padrão anglo-saxão ou baseado no mercado de capitais.¹⁴ E, assim, o contraste entre a Ásia e a América Latina aqui fica um pouco turvado justamente pelas exceções chilena, e, no outro extremo, indonésia e mesmo chinesa. Quanto ao Brasil, tanto a posição (nono entre 27) como o valor (0,28) o colocam em lugar de maior destaque do que nos outros quesitos, mas ainda abaixo da média e muito longe dos números dos primeiros da lista. Para não citar a grande oscilação verificada neste indicador ao longo do período (traço fundamental, retomado na seção II.3).¹⁵

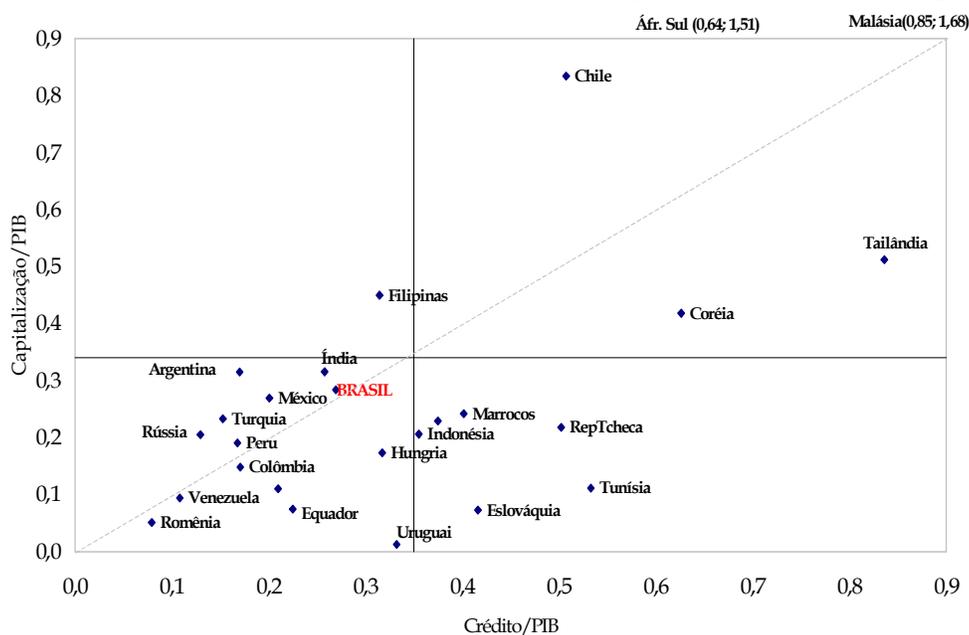
Mas, para além destas peculiaridades dos números do mercado de capitais, a comparação com os resultados do mercado de crédito (Gráfico 4) explicita outras facetas relevantes da organização financeira doméstica nos países emergentes - e da prevalência de uma ou outra estrutura em cada economia. Novamente dividindo o universo observado em quatro quadrantes segundo as médias (e apenas indicando as coordenadas mas excluindo do desenho, por razões de escala, África do Sul e Malásia), tem-se um quadro em que predomina de forma absoluta o que poderia ser chamado de baixa profundidade em ambos os mercados: do total de 26 economias representadas, exatamente a metade encontra-se no terceiro quadrante, enquanto apenas Filipinas se localiza no quarto (capitalização relativamente alta e mercado de crédito relativamente baixo), cinco (Coreia, Tailândia, Chile, África do Sul e Malásia) são superiores às médias em ambos os quesitos, e outras seis destacam-se do conjunto pela profundidade do crédito mas não do mercado de ações.

¹⁴ Pelos cálculos realizados nos moldes aqui seguidos, o mercado de ações mais capitalizado em relação ao PIB é o de Hong Kong (2,77) seguido pelo da Suíça (1,76). Em seguida, na terceira e na quarta posições já vêm Malásia e África do Sul, bem antes do Reino Unido (sétima posição; 1,30) e dos Estados Unidos (oitava; 1,09). O Chile seria o 14º desta lista, acima de países que, apesar de descritos na literatura como "baseados em mercados de crédito" (quase sempre com alto grau de participação estatal), estão entre as economias mais desenvolvidas do planeta: Japão (19º; 0,74); França (26º; 0,57) e Alemanha (29º; 0,37) - esta última já atrás inclusive de Tailândia (28º) e Coreia (36º). Nesta lista maior, o mercado de ações brasileiro seria o 49º entre 114.

¹⁵ Apenas para adiantar, a capitalização no caso brasileiro vai, em uma trajetória algumas vezes interrompida, de 6,7% do PIB em 1990 para 51% em 2005.

Além disso, predomina a estrutura baseada nos mercados de crédito: em 15 das 26 economias este é, da forma como aqui medido, mais profundo que o mercado de ações. Entre as 11 em que a capitalização deste supera o volume de crédito, apenas em alguns poucos casos - Chile, África do Sul e Malásia entre os mais profundos; Argentina e Rússia entre os menos - esta predominância é significativa, fazendo a relação entre os dois indicadores ser superior a 1,5.¹⁶

Gráfico 4: Estruturas financeiras alternativas: Crédito bancário/PIB e capitalização/PIB, médias comparadas



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*. Elaboração própria.

Mas, acima de tudo isso, o recado principal é o de que as profundidades das duas estruturas financeiras parecem caminhar juntas no universo das economias emergentes. A posição brasileira - mercado de ações em patamar muito próximo ao de crédito; inferior (mas não muito) às médias do conjunto para os dois indicadores - pode ser definida como um caso típico de país em desenvolvimento, latino-americano (ou, em termos mais amplos, não-asiático), cujos indicadores relativos ao tamanho e profundidade do mercado financeiro guardavam, segundo os dados aqui analisados, longa distância daqueles verificados em economias com grau semelhante de desenvolvimento econômico mas que nesse aspecto se enquadravam no perfil de

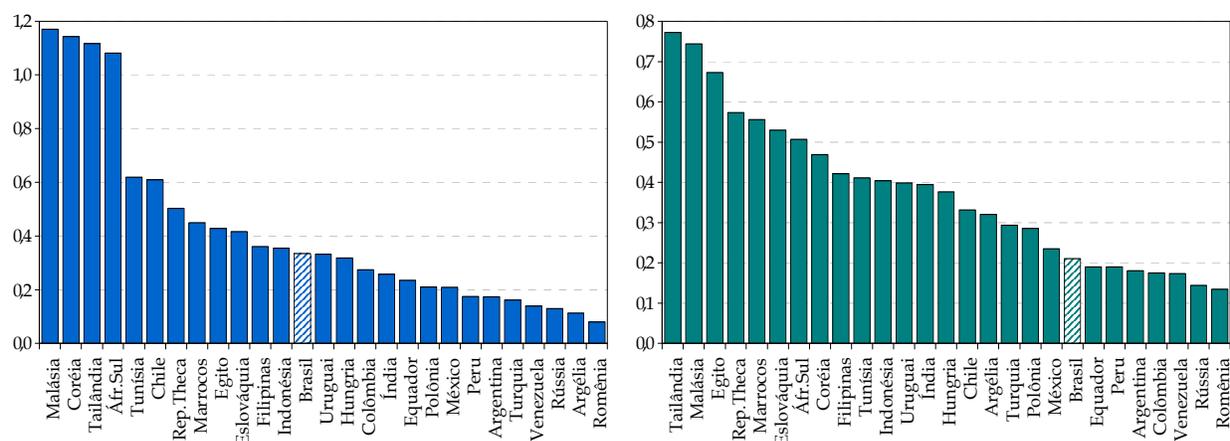
¹⁶ Do total global, o mercado de ações predomina em 39 das 104 economias possíveis de se analisar. A relação entre os dois indicadores em alguns dos casos aqui destacados (2,4 vezes na África do Sul; 2 vezes na Malásia; 1,9 na Argentina e 1,6 no Chile) é comparável à verificada nos Estados Unidos (2,8 vezes) e bem superior à existente no Reino Unido (1,1 vez).

países desenvolvidos. Esta distância, como também já foi possível verificar, parece ter menos relação com um suposto grau de “liberdade” nas finanças domésticas do que seria de se prever pela visão convencional.

Dado este pano de fundo, é possível avançar um pouco mais na descrição comparativa, agora detalhando alguns aspectos interessantes de cada um destes mercados de forma separada.

Em primeiro lugar, em relação ao mercado de crédito, as informações presentes na base de dados aqui utilizada permitem um refinamento das medidas de tamanho e atividade. Na figura esquerda do Gráfico 5, o crédito total para o setor privado – não apenas o ofertado pelos bancos comerciais – em relação ao PIB, é representado. Além dos tradicionais bancos de depósito, Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) incluem aqui também as *bankline institutions* (subdivididas em intermediários que aceitam depósitos sem fornecer instrumentos de transferência destes, como bancos de poupança; e intermediários que captam recursos no mercado por meio de títulos negociáveis), as companhias de seguros, os fundos de pensão privados, os outros fundos de investimento coletivo, e os bancos de desenvolvimento.

Gráfico 5: Mercado de crédito em PEDs: Crédito total/PIB e depósitos bancários/PIB, médias 1990-2005



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*. Elaboração própria.

Apesar de semelhante, esse indicador revela algumas diferenças importantes em relação ao apresentado no Gráfico 3, restrito ao crédito dos bancos comerciais. Os países nos quais o acréscimo destes outros intermediários mais eleva a relação crédito/PIB – o que, por si só, também indica um maior grau de sofisticação das estruturas financeiras – são, na seqüência, Coréia (aonde a diferença é de mais da metade do PIB), África do Sul, Malásia, Tailândia e Chile

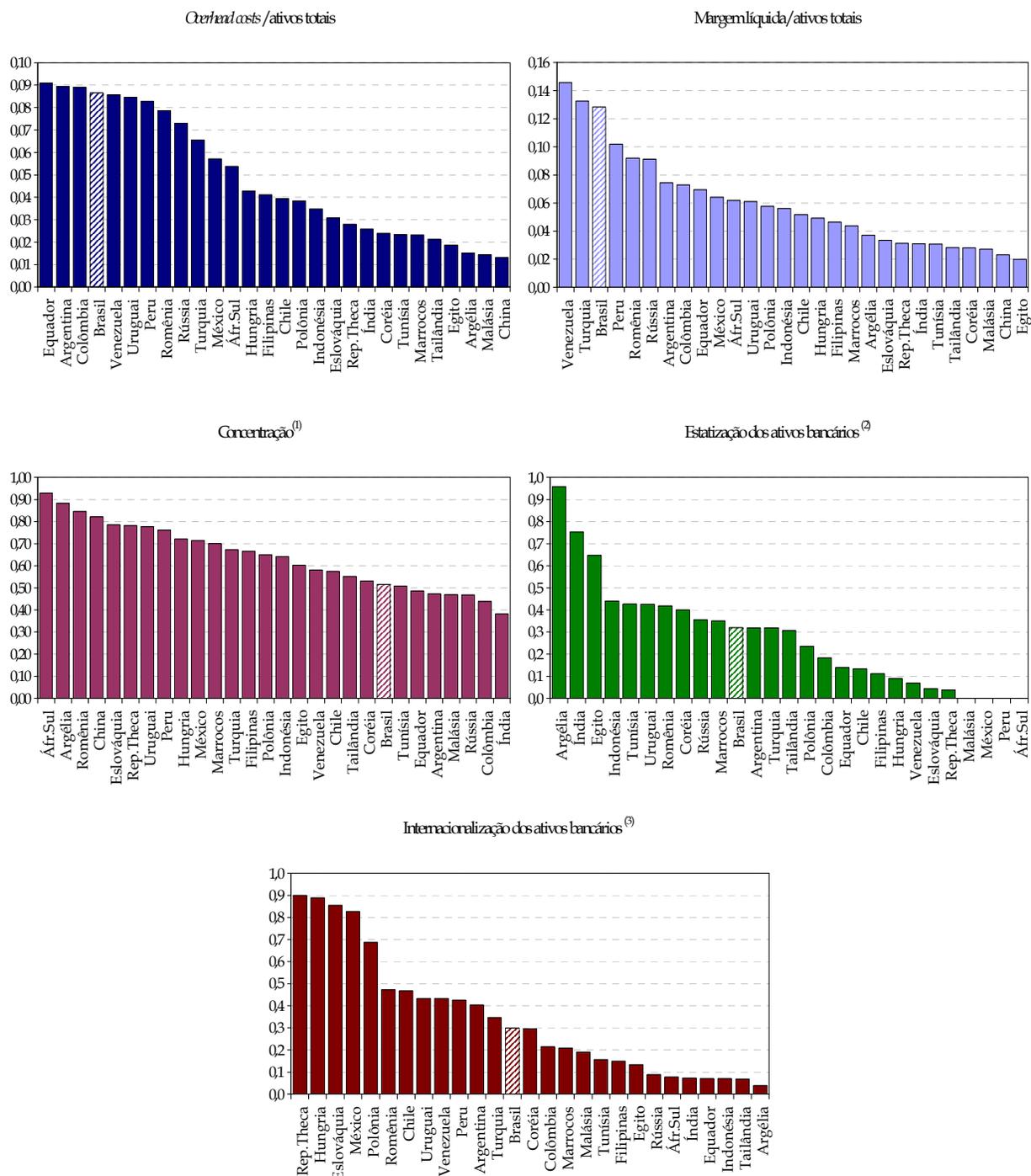
(todos com tal diferença superior a 10% do produto), não por acaso aproximadamente o mesmo grupo que vinha liderando os outros indicadores já arrolados. Por outro lado, no caso da República Tcheca, outro dos destaques até aqui, esta diferença é nula, apontando a virtual inexistência do crédito concedido por intermediários financeiros não-bancários.¹⁷ No Brasil, a relação crédito/PIB passa de 27% no conceito mais restrito para 33,5% no mais amplo – indicando que há um longo caminho a ser percorrido por estes agentes financeiros mais sofisticados, ou mesmo pelo BNDES, para se equiparar à importância que assumem em outras economias emergentes.

Por sua vez, o outro indicador apresentado no Gráfico 5 (a relação entre depósitos bancários e o produto), também mostra que no caso brasileiro – e nos latino-americanos em geral, com a curiosa exceção neste caso do Uruguai – o espaço para ampliar o acesso aos serviços bancários é enorme. A situação nestes países só não é pior do que a verificada em exemplos de “tragédia financeira” como Rússia e Romênia, e ficam todos com índices inferiores à metade daqueles encontrados mesmo em economias como Egito, Marrocos e Eslováquia.

Um último conjunto de informações sobre o sistema bancário (ou sobre o mercado de crédito em geral) se refere às suas condições de eficiência e às estruturas de mercado nas quais opera. Sem pretender entrar nos muitos detalhes que cada uma destas dimensões envolve, o Gráfico 6 apresenta as médias para cinco importantes indicadores relacionados a estas temáticas: custos indiretos (*overhead costs*)/ativos totais e margem líquida (ou *spread*)/ativos totais como *proxies* para a eficiência dos sistemas bancários; e os grau de concentração, de participação estatal e de participação estrangeira no total de ativos do sistema.

¹⁷ Registre-se ainda que, neste caso, apesar (ou por causa?) do maior índice, já registrado, de “liberdade financeira”, a elevada média da relação crédito bancário/PIB (0,5) esconde uma forte oscilação: de 0,69 em 1994, ela cai até 0,29 em 2003, com leve recuperação até os 0,33 de 2005.

Gráfico 6: Mercado de crédito em emergentes: indicadores de eficiência e estrutura selecionados, médias 1995-2005



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*.; Levine, Caprio Jr. & Barth (2001). Elaboração própria.

(1) Parcela dos ativos totais do sistema bancário detida pelos três maiores bancos.

(2) Parcela dos ativos do sistema bancário detida pelos bancos cujo capital é em pelo menos 50% de propriedade estatal. Para maiores detalhes, ver texto e nota de rodapé.

(3) Parcela dos ativos do sistema bancário detida pelos bancos cujo capital é em pelo menos 50% de propriedade estrangeira. Para maiores detalhes, ver texto e nota de rodapé.

Nos dois indicadores de eficiência, a posição de inferioridade dos países latino-americanos (principalmente) e europeus em relação aos asiáticos é muito patente. Na relação entre custos indiretos e ativos totais, abaixo da média do conjunto (0,049) estão todos os asiáticos (inclusive os mais desenvolvidos Malásia e Tailândia, com valores inferiores à metade desta média) e novamente o Chile como única exceção latino-americana. Já quanto ao ganho líquido com juros em proporção aos ativos totais, o quadro se repete: os latino-americanos têm, em média, *spread* 2,5 vezes maior que os asiáticos. Combinando estes dois critérios, o sistema financeiro chinês aparece como o mais eficiente – o que deve ser encarado com todas as cautelas necessárias, dadas as suas peculiaridades – seguido por Egito, Malásia e Tailândia. Curiosamente, se olharmos para o *ranking* de “liberdade financeira” mostrado no Gráfico 1, veremos que estes mesmos três países ocupam, em ordem inversa, da 24^a à 26^a posições de um total de 28 casos – acrescentando mais alguns graus de conflito com as concepções teóricas convencionais já comentadas.¹⁸

Ao Brasil, como é notório, cabe papel de destaque bastante negativo: o país tinha, na média do período analisado, o terceiro maior *spread* e a quarta maior relação entre custos e ativos totais. Na análise combinada, o país só superava a Venezuela em termos de eficiência no mercado de crédito.

Dois outros indicadores importantes são mostrados ainda nas figuras do Gráfico 6. De um lado, o grau de “estatização dos ativos financeiros” (i.e., a parcela de tais ativos detida pelos bancos públicos), e de outro o índice homólogo para os bancos estrangeiros. Tais medidas constavam das primeiras versões da base de dados de Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000), mas nas sucessivas atualizações deixaram de aparecer (os últimos dados disponíveis referem-se ao ano de 1997). Para suprir essa lacuna, recorreu-se a outra fonte de informação, do mesmo departamento do Banco Mundial: o relatório de Levine, Caprio Jr. & Barth (2001), sobre a regulação do setor bancário ao redor do mundo, feita com base em questionários respondidos pelas autoridades de cada país (entre as questões estavam justamente essas informações apresentadas). O problema é que apenas duas versões destes resultados estavam disponíveis para consulta: o mais recente, de 2003 e que contém dados em geral relativos ao final de 2001; e um mais antigo e menos abrangente ainda, lançado em 2001 cujas informações remetem ao final

¹⁸ Entre as economias financeiramente mais livres (na ordem, República Tcheca, Peru, Hungria e Eslováquia), as posições neste *ranking* combinado de eficiência são, respectivamente, 9^o; 25^o; 15^o e 10^o.

de 1999.¹⁹ Optou-se então por trabalhar com os dados mais recentes – não são, portanto, as médias de 1990-2005 que vinham sendo utilizadas – com exceção dos casos de Argentina e Turquia.²⁰ Novamente, faz bastante falta a ausência de dados relativos a algumas economias importantes, principalmente a chinesa.

Com base nestes números, pode-se afirmar, também de certa forma em contradição com as concepções convencionais sobre liberalização e “repressão” financeira, que os resultados quanto à ineficiência não parecem decorrer diretamente das estruturas de mercado em que operam os sistemas de crédito. Se em termos de concentração dos ativos bancários – aqui medida como a parcela detida apenas pelos três maiores bancos – não há um nítido perfil regional (e nem ficam de pé as teorias segundo as quais essa seria a grande responsável pela ineficiência do sistema bancário brasileiro); em termos de estatização e internacionalização o quadro é um pouco distinto, mas igualmente questiona as afirmações mais liberais. A parcela comandada pelos bancos estatais parece em média um pouco mais elevada nos países asiáticos que nos latinos e europeus – ainda que Argélia, Índia e Egito sejam exemplos extremos de estatização, e por outro lado Malásia (contrastando com o perfil regional), México, Peru e África do Sul exibam indicadores nulos. E, em termos de desnacionalização, com bastante nitidez os “países em transição” do Leste Europeu e os latinos que mais avançaram nas reformas liberalizantes apresentam patamares muito distintos de todos os asiáticos.

Sobre o caso brasileiro, que segue o perfil da sua região, não se encontra um grau de concentração muito elevado contra esse pano de fundo, a participação estatal nos ativos é apenas ligeiramente superior à média (0,32 contra 0,28) e 30% dos ativos bancários se encontravam (nesta medida) nas mãos de bancos controlados por estrangeiros, diante de uma média de 32% para o conjunto dos emergentes. Isto tudo novamente sugere que dificilmente serão encontradas nestes aspectos da estrutura de mercado as causas e/ou as possíveis soluções (em qualquer direção) para os traços (relativos) mais marcantes do nosso mercado de crédito

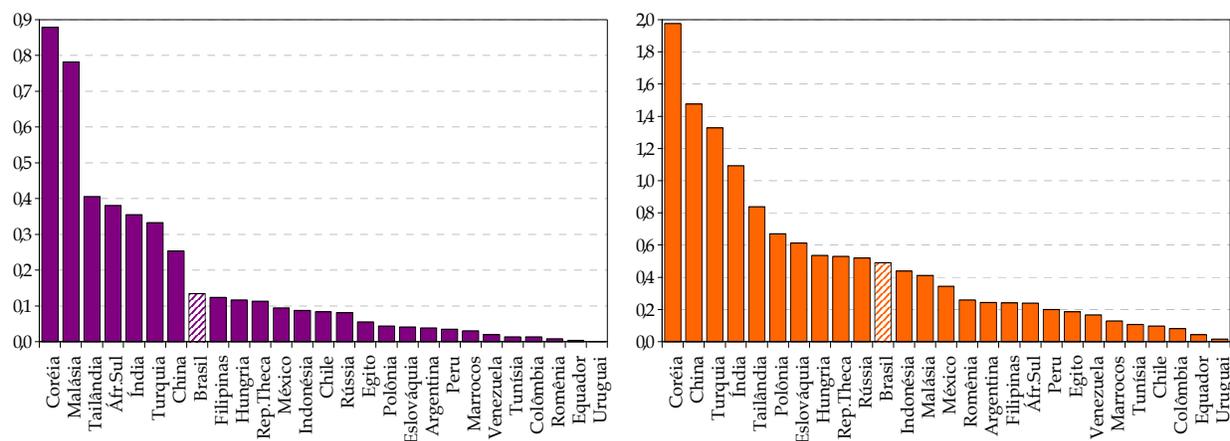
¹⁹ Análises, metodologia, atualizações e a própria base de dados podem ser encontrados em: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>. Nesta página, a informação em julho de 2007 era a de que os dados estavam sendo atualizados.

²⁰ Nestes dois casos, muito provavelmente em razão das crises financeiras – que significaram também a brusca saída de vários investidores no setor bancário – os indicadores relativos à internacionalização apresentaram uma queda muito acentuada da primeira para a segunda sondagens: de 66% para 3,5% na Turquia; e de 49% para 32% na Argentina. Para amenizar tal quebra, utilizou-se a média destas duas informações disponíveis. Nos outros casos, as alterações não são muito relevantes, e a amostra da primeira pesquisa é bastante inferior.

aqui resumidos: a baixa profundidade, o escasso acesso aos serviços bancários e a acentuada ineficiência.

Resta um olhar mais detalhado sobre os mercados de capitais nas economias emergentes. Sobre estes, o Gráfico 7 traz informações relativas aos mercados de ações que complementam os dados já mostrados no Gráfico 3 (capitalização sobre PIB). Do lado esquerdo, o volume negociado anualmente em relação ao PIB, e do direito este mesmo volume em relação à capitalização total do mercado (o giro ou o *turnover* do mercado, como indicativo da liquidez). A disparidade de resultados e, portanto, os graus muito distintos de desenvolvimento do mercado acionário são a marca geral. O predomínio das mesmas nações asiáticas que já vinham se destacando nos outros itens analisados e a companhia dos não-asiáticos África do Sul e Chile são outros traços marcantes.

Gráfico 7: Mercado de ações em emergentes: volume negociado/PIB e volume negociado/capitalização (*turnover ratio*) médias 1990-2005



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*. Elaboração própria.

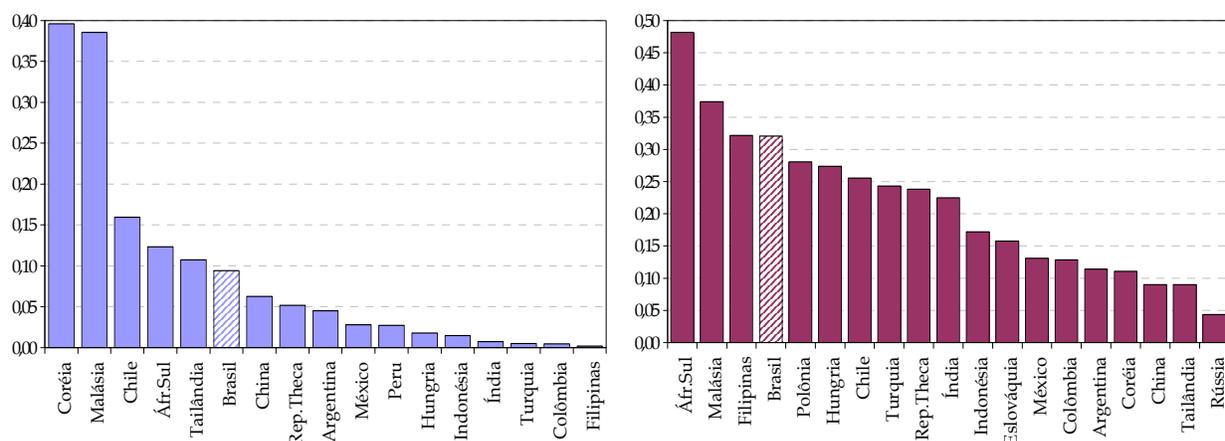
Em ambos os índices, o mercado coreano se equipara às maiores bolsas do mundo (o que também ocorre, para o primeiro indicador, com a Malásia)²¹. Chama a atenção aqui também a performance chinesa (cujos dados para vários dos outros indicadores estão ausentes) e turca (que, nos indicadores relativos ao mercado de crédito, tinha desempenho bastante tímido, em

²¹ O maior volume negociado em relação ao PIB, pela média aqui calculada, se encontra em Taiwan (2,4), seguida pela Suíça (1,5), Hong Kong (1,4), Estados Unidos (1,4) e Holanda (0,89), chegando à Coreia, com a Malásia na nona posição. Quanto à liquidez do mercado (volume sobre capitalização), na sequência de duas pequenas economias (Macedônia e Quirguistão), encontra-se Taiwan (relação de 2,6) e logo depois a Coreia (com China e Turquia aqui ocupando a sexta e a sétima posições). Nestes dois *rankings* globais, o Brasil ocupa o 37º e o 36º lugares, respectivamente.

posições quase sempre próximas às do Brasil²²). Este, por sua vez, apresenta indicadores próximos às médias para esse conjunto de economias: enquanto o valor negociado em geral representa 17% do PIB, no caso brasileiro este valor é de 13% (o que também significa um quinto do verificado na Coreia); e a *turnover ratio* brasileira é aproximadamente igual à verificada na média dos 27 países: 0,5 (o que, novamente em relação à bolsa coreana, representa apenas um quarto).

Porém, o mercado de capitais não se resume à negociação de ações. No Gráfico 8 apresenta-se o indicador de tamanho ou profundidade para o mercado dos títulos de renda fixa privados (lado esquerdo) e público (lado direito). Há um rol muito menor de economias com dados disponíveis para calcular as médias (principalmente no primeiro caso), o que não impede de identificar as principais características de cada um destes mercados (e as diferenças ente eles).

Gráfico 8: Mercado de títulos privados e públicos em mercados emergentes: capitalização/PIB, médias 1990-2005



Fonte: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) *Financial Structure Dataset*. Elaboração própria.

No que se refere aos títulos privados – cujo desenvolvimento costuma ser associado aos mesmos determinantes daquele do mercado de ações – os líderes são os mesmos de outros indicadores já mostrados, com Coreia e Malásia apresentando patamares, novamente, próximos aos de algumas das economias mais desenvolvidas. As “ilhas” de desenvolvimento financeiro na América Latina e na África também marcam presença, e nota-se os baixíssimos graus de desenvolvimento deste mercado em economias como Índia e Turquia (que já tinham se destacado em outros indicadores). Apesar de ser o sexto nesta lista de 17, o mercado de títulos

²² Ressalte-se que no indicador mais amplo de profundidade do mercado acionário (capitalização/PIB) os números da Turquia são relativamente baixos, ocupando a 12ª posição entre 27 emergentes.

privados brasileiros apresentava no período um grau de capitalização de cerca de um quarto do coreano e, numa comparação mais próxima, de pouco mais da metade do chileno.

O mesmo não pode ser dito, no entanto, do mercado de títulos públicos. Aqui sim os números brasileiros se destacam, junto com África do Sul, Malásia e Chile (que possuem grande mercado de títulos privados) mas também ao lado de países como Filipinas, Hungria e Turquia – aonde um mercado parece inibir o outro, o que é reforçado (no sentido oposto) pelo caso da Coréia (grande mercado privado, reduzido de dívida pública). E não parece haver qualquer traço distintivo entre regiões emergentes.

Este é um componente bastante peculiar do sistema financeiro: apesar de o endividamento público também ser uma canalização de recursos de agentes superavitários para o deficitário (no caso o setor público), não há como igualar este aos outros indicadores de desenvolvimento financeiro. Não apenas pelo elemento citado acima – o tamanho e as condições de funcionamento do mercado de títulos públicos podem inibir o aprofundamento das relações financeiras entre os agentes privados²³ – mas também porque a tomada de recursos pelo Estado junto ao mercado obedece a uma lógica totalmente distinta daquela dos demandantes privados de financiamento, e é sujeita a uma série de condicionantes de outra natureza (como as diretrizes de política fiscal e monetária, as expectativas dos agentes quanto à solvência do setor público etc.). Por esta razão, o mercado de dívida pública não será, aqui e no decorrer da análise mais específica do caso brasileiro, ao longo dos ciclos de liquidez, objeto de atenção mais detalhada.²⁴

Em suma, o retrato do sistema financeiro brasileiro por esse ângulo é pouco alentador. Não se discute a sua sofisticação nem a sua complexidade (em termos de produtos e mercados existentes); tampouco se questiona o cumprimento dos seus papéis no sistema de pagamentos. A despeito destas inegáveis qualidades, parecem claras as suas deficiências quando exposto ao contraste com outras economias emergentes: relativamente pouco desenvolvido; ligeiramente menos “livre” do que a média mas longe de ser “reprimido”; com valores baixos e equilibrados para a profundidade do mercado de crédito e de capitais; este pequeno e pouco líquido como a maioria dos casos (com destaque apenas para o mercado de títulos públicos); aquele com graus intermediários de concentração, estatização (e internacionalização) mas mercado essencialmente

²³ No segundo relatório do subprojeto VIII (Freitas, 2007b) esta questão é discutida em seus impactos sobre o crédito bancário no Brasil.

²⁴ O subprojeto V trata da dívida pública brasileira no contexto atual em seu segundo relatório (Lopreato, 2007).

pela ineficiência. É sobre esta situação estrutural que incidem as oscilações cíclicas da liquidez internacional disponível para economias emergentes, como será detalhado na seção II.3. Antes disso, porém, é importante registrar, ainda que de forma resumida, o caminho das modificações no marco regulatório que encaminharam a abertura e a liberalização financeiras no país.

II.2. O movimento de abertura e liberalização no sistema financeiro brasileiro²⁵

Segue-se, nessa seção, a divisão sugerida por Akyüz (1993) e adotada por Prates (1997) entre outros, que separa a abertura financeira da economia em três níveis. O primeiro nível, chamado de *inward transactions* (ou ingresso de recursos externos), compreende a captação de recursos no exterior pelos residentes no país e a entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico. O segundo, no sentido oposto, se refere às *outward transactions*, ou seja, à posse de ativos externos e às transferências de capital ao exterior por parte de residentes, e também às emissões de passivos e o endividamento de não-residentes no mercado doméstico. Por fim, o terceiro nível é o da conversibilidade interna da moeda, relativo à posse e às relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país. As mudanças no marco regulatório brasileiro, nessa ordem, serão apresentadas para cada um dos níveis, reservando um grau de detalhamento maior para o primeiro – no qual os progressos foram mais acentuados. Mais do que detalhes normativos específicos, o que se busca é o sentido geral das mudanças e o movimento (também marcado por medidas tópicas, conjunturais) em direção à realidade atual.

Em relação ao primeiro nível (*inward transactions*), o caminho geral das mudanças na legislação brasileira foi o de adaptá-la à nova realidade da época da “globalização financeira”²⁶. E, adiantando, esse caminho se dá por instrumentos “estruturais” (ampliação dos canais institucionais e das possibilidades internas de alocação dos recursos estrangeiros), sempre no mesmo sentido de abertura; e “conjunturais” – medidas de mais fácil reversão, manipuláveis de acordo com as variações cíclicas na oferta de divisas. O destaque aqui é para os movimentos do primeiro tipo.

Iniciando pelas **captações de recursos no exterior**, há no início da década de 1990 um nítido movimento de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo. No

²⁵ Esta seção é uma versão ligeiramente modificada e atualizada de Biancareli (2003, cap. 1, seção 1.1). Além das fontes lá citadas, ver Prates (2006) e Cintra (2007).

²⁶ Já discutida no primeiro relatório, e que pode ser resumida em alguns dos seus traços gerais: emergência de novos atores – principalmente os chamados investidores institucionais, como *hedge funds*, fundos mútuos e fundos de pensão –, novos instrumentos e formas ampliadas de diversificação de riscos, perda de espaço dos empréstimos bancários tradicionais para a finança direta, consolidando o predomínio da securitização e da diversificação internacional das carteiras de grandes investidores.

âmbito das instituições financeiras, o passo fundamental foi a ampliação das captações externas para repasse interno, regidas pela Resolução 63 do Conselho Monetário Nacional (datada originalmente de 1967). Além dos empréstimos bancários tradicionais, tais operações passaram a englobar também a emissão de *commercial papers*, bônus e *notes*.²⁷ Adicionalmente, no mesmo sentido de ampliar a atratividade desse endividamento, permitiu-se que os recursos captados e ainda não repassados internamente fossem aplicados em NTN-Ds, eliminando assim o risco cambial da operação - isso em adição aos procedimentos de *hedge* no exterior, cuja regulamentação se iniciara em janeiro daquele ano. Tais mecanismos de proteção diziam respeito também aos outros instrumentos de captação por empresas brasileiras, não destinados ao repasse, regulamentados entre 1991 e 1992: a securitização de exportações, os títulos conversíveis em ações, e os certificados de depósito.²⁸ Uma última forma importante de captação, esta de renda variável, autorizada nesse período foram os Recibos de Depósitos - ADRs (*American Depositary Receipts*) e GDRs (*Global Depositary Receipts*)²⁹ -, que permitiam o acesso de empresas brasileiras aos principais mercados de capitais internacionais com regras menos rígidas do que uma emissão direta de ações exigiria.

No aspecto tributário e burocrático, a diretriz nesse início de década também é a de ampliar as vantagens do endividamento externo, por meio da extensão da isenção do Imposto de Renda sobre as remessas para emissão de bônus e da redução dos prazos para avaliação dos pedidos de emissão.

O caminho de liberalização prossegue, em meados da década, com a Resolução 2148 (de 16/03/95), que amplia para o setor agropecuário as possibilidades de repasse das captações regidas pela Resolução 63 (configurando a chamada "63 caipira"); e com a Resolução 2170 (de 30/06/95), que faz o mesmo para o setor imobiliário. É um movimento que se acentua em 1996, quando as categorias disponíveis para captação com fins de financiamento ou repasse internos são ampliadas, e as empresas exportadoras também passam a ser candidatas aos repasses.³⁰ Em novembro de 1996, a aplicação dos recursos ainda não repassados em depósitos não remunerados é revogada, e permite-se que sejam aplicados em contas de depósito do Banco Central no exterior. Por fim, a Resolução 2345 (de 19/12/1996) amplia para as instituições

²⁷ Resoluções 1734, de 01/08/1990, e 1853, de 01/08/1991.

²⁸ Respectivamente, Res. 1834, de 26/06/1991; Circ. 1969 (07/06/91) e n. 1809 (27/03/91).

²⁹ Res. 1948, de 01/08/1991.

³⁰ Resoluções 2266, de 29/03/96 e 2312, de 05/09/96.

financeiras com sede no país a possibilidade do lançamento de Depositary Receipts (DRs) em bolsas do exterior.

O aprofundamento de medidas estruturais de liberalização nesse nível (captação de recursos no exterior) é retomado após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999. Coincidindo com a gestão de Armínio Fraga na presidência do Banco Central, avança-se decisivamente na direção da abertura total, deixando o espaço aberto apenas para o controle indireto, por meio da tributação. Nessa linha, a Resolução 2625 (de 29/07/1999) autoriza as instituições financeiras a captarem recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico; liberdade estendida às entidades de arrendamento mercantil pela Resolução 2683 (de 29/12) – que além disso elimina as exigências de prazo mínimo nas operações de empréstimo externo. A desregulamentação nessa área atinge então o seu desfecho pela Resolução 2770, de 30 de agosto de 2000, que consolida as mudanças revogando todas os instrumentos normativos que disciplinavam as emissões de títulos de renda fixa no exterior. Tanto as exigências de autorização como as de direcionamento compulsório, estavam abolidas. As operações de repasse interfinanceiro dos recursos captados já tinham, aliás, sido autorizadas pela Resolução 2721 (de 24/04/00).

Mas é importante mencionar que este movimento de liberalização também foi marcado pelo uso de instrumentos “conjunturais” – tipicamente a manipulação de alíquotas do IOF e prazos mínimos para pagamento antecipado de exportações e repasse interno dos recursos captados – na tentativa de calibrar a entrada de recursos externos às necessidades do país. São medidas de mais fácil reversão que, sem questionar o rumo geral de abertura, ampliam ou reduzem a atratividade das captações de recursos no exterior conforme as condições externas se modificam.

O outro lado das *inward transactions*, o da **entrada dos investidores estrangeiros no mercado financeiro local**, apresenta um caminho parecido, na direção da liberalização (em meio a algumas tentativas de manejo conjuntural dos fluxos), e que também dá seus passos mais decisivos ainda no governo Collor.

Antes dele, a legislação que regulava essa entrada de estrangeiros tinha na Resolução 1289, de 1987, o seu ponto principal. Tal instrumento havia regulamentado os canais para investimento estrangeiro no mercado local: as Sociedades de Investimento Capital Estrangeiro (SICE), os Fundos de Investimento Capital Estrangeiro (FICE) e as Carteiras de Títulos de Valores Mobiliários Capital Estrangeiro (CTVM), todos em anexo (respectivamente Anexos I, II

e III) à lei 1401 de 1975 e à sua modificação na lei 1986, de 1982. Tanto a legislação original quanto a sua modificação, e ainda de certa forma os seus três primeiros anexos, resultaram em poucas entradas de investidores, dadas as condições macroeconômicas dos anos 1980. É o Anexo IV, estabelecido pela Resolução 1832 (de 31/05/1991) que representa a grande adaptação da legislação às novas tendências das finanças internacionais, estabelecendo as Carteiras de Investidores Institucionais Estrangeiros. Ao contrário dos canais anteriores, o Anexo IV permitia a aplicação no mercado brasileiro a partir de carteiras próprias, eliminava as exigências de prazos de permanência e não continha critérios de diversificação das aplicações, além de ser isento de tributação sobre os ganhos de capital.

A ampliação dos canais de ingresso de recursos prossegue em 1996, com a regulamentação dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e Fundos de Investimento Imobiliário, e com a permissão para a aplicação dos recursos ingressantes pelos anexos I a IV em ações (sem direito a voto) de instituições financeiras brasileiras.

Alguns anos à frente, consolidado o regime de flutuação cambial e a nova diretoria do Banco Central, são adotadas, à semelhança do ocorrido para os empréstimos externos, medidas que aprofundam e levam a um ponto final a liberalização da entrada dos investidores estrangeiros no mercado local. Em 06 de agosto de 1999, a Resolução 2628 liberaliza a aplicação dos recursos dos anexos I a IV em instrumentos de renda fixa. E a Resolução 2689, de 26 de janeiro de 2000, extingue as diferentes modalidades de aplicação, mantendo apenas as particularidades do Anexo III, de fundos fechados. Os investimentos no país passam a ser permitidos também para indivíduos (não mais apenas para investidores institucionais) e os estrangeiros passam a ter acesso às mesmas opções de aplicação disponíveis aos residentes.

Mas a presença de alterações conjunturais nas regras, objetivando ajustar a disponibilidade de recursos externos às necessidades do país, também se fez presente no caminho em direção à liberalização desse lado das *inward transactions*. Inicialmente, na fase de entrada excessiva, a preocupação era limitar as aplicações em renda fixa dos recursos ingressantes pelo Anexo IV. O amplo leque inicial de opções para os recursos não investidos em ações (moedas de privatização, instrumentos de renda fixa, debêntures e mercados de opções e futuros), possibilitava aos investidores estrangeiros tirarem proveito do diferencial de juros, fugindo assim aos objetivos principais desse canal de aplicação. Numa seqüência de restrição das opções e descoberta de novas brechas pelos investidores, vão sendo fechadas as oportunidades: fundos de *commodities*, de títulos do Tesouro e do Banco Central, de debêntures e

de derivativos que fugissem aos objetivos de *hedge*, passam a ser vetados para os estrangeiros. Com esse mesmo objetivo, em paralelo, é aberto em 1993 um novo canal para a internalização de recursos: os Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro (Res. 2028, de 25/11) – que procuravam atrair justamente os aplicadores de mais curto prazo, interessados diretamente no diferencial de juros. A tributação elevada (IOF inicialmente de 5%, mas que passou a 9% em outubro de 1994, mais Imposto de Renda) reduzia os ganhos especulativos e procurava ampliar as aplicações em renda variável.

Definido esse arcabouço institucional, os movimentos conjunturais destinados a ampliar ou reduzir a entrada de divisas de acordo com as condições internacionais se repete para os quatro anexos. Se ao longo de 1994 o movimento é de desincentivo às entradas (inclusive com a criação e ampliação do IOF para esses canais), no começo de 1995 as alterações tributárias são na outra direção. Em 1997, uma exceção à regra de não aplicação desses recursos em renda fixa é aberta para a aquisição de debêntures conversíveis em ações e para a operação com derivativos em suas carteiras, desde que para proteção das posições à vista. E, no caso dos Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro, novas restrições a aplicações em derivativos são implementadas. O ano de 1998 apresenta apenas mudanças marginais nos fundos de renda fixa e, em meio à crise e à mudança de regime cambial do início de 1999, as possibilidades de aplicação dos investidores disciplinados pelos Anexos I a IV são ampliadas e passam a incluir títulos de emissão do Tesouro e do Banco Central. Tal movimento de maior abertura atinge posteriormente os fundos de renda fixa, que têm a alíquota do IOF reduzida e o percentual máximo de aplicação em títulos das instituições financeiras ampliado.

No que se refere a esse plano dos instrumentos conjunturais de gestão dos fluxos, a consolidação da abertura em meados de 1999 – que liberaliza o que antes mais se tentava controlar: o direcionamento de recursos estrangeiros para aplicações em renda fixa – determina que estas operações passem a pagar também o Imposto de Renda sobre o ganho de capital; a redução a zero da alíquota do IOF dos fundos antes exclusivos dessas aplicações em renda fixa; e que todos os aplicadores estrangeiros se cadastrem junto ao Banco Central e à CVM mediante a constituição de um representante no país.

Estava completa assim, a liberalização do primeiro nível de abertura financeira – no qual o país mais avançou. Chegava-se, em relação à captação de recursos no exterior e à entrada de investidores no mercado local, a uma situação de abertura consolidada, com a abolição de controles diretos, vinculações de aplicação e prazos mínimos, sendo preservado o espaço para

manipulações conjunturais nos controles indiretos, principalmente pela via da tributação dos recursos ingressantes. Espaço que, ao longo do governo Lula, não foi utilizado, a despeito da conjuntura de intensa absorção de recursos externos e apreciação cambial muito acentuada, que exigiriam no mínimo providências semelhantes às adotadas por Gustavo Franco no início do Plano Real.

Pelo contrário, a única providência adotada nos últimos anos em relação à entrada de investidores no mercado local foi de incentivo: pela Medida Provisória 281, de 15/02/2006, é concedida redução ou isenção de Imposto de Renda para as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco.³¹

No que se refere ao segundo nível de abertura – posse de ativos externos, transferência de capital e endividamento interno de não-residentes (*outward transactions*) – o caminho das mudanças no marco regulatório brasileiro é ligeiramente distinto: mais rápido e mais limitado em sua abrangência nos governos Collor e Fernando Henrique, e alvo das principais alterações realizadas durante o primeiro governo Lula. Também diferente do verificado para o primeiro nível, as alterações neste plano não sofrem grandes efeitos da oscilação na disponibilidade de capitais estrangeiros para o país. Uma primeira frente de avanço nessa direção se dá no mercado de câmbio.

Tendo funcionado em grande parte do pós-guerra com dois segmentos (o oficial e o paralelo), esse mercado assiste a um primeiro experimento de liberalização ainda no governo Sarney, quando na passagem de 1988 para 1989 é criado o mercado de taxas flutuantes, inicialmente para as transações relativas a viagens internacionais. O objetivo deste segmento, cujas cotações eram determinadas pelo mercado, era competir com o segmento paralelo por parte das transações que escapavam do oficial, sem comprometer as escassas reservas internacionais do país. Ampliou-se, nos anos seguintes, o leque das operações autorizadas, englobando despesas com educação e saúde, uso ampliado do cartão de crédito internacional e transferências unilaterais, já no governo Collor. Passo adicional foi dado com a permissão para a venda de divisas nesse segmento sem a identificação do ofertante, o que contribuiu para o nivelamento com o câmbio paralelo por incentivar a repatriação de divisas obtidas por meios ilegais. Já em 1996, no contexto de forte entrada de recursos externos, nova desregulamentação

³¹ A diferenciação é feita a partir de uma tabela em que a alíquota é inversamente proporcional ao prazo das aplicações, sendo nula para um prazo igual ou superior a dois anos. O benefício é exclusivo para estrangeiros domiciliados em países não-classificados como “paraísos fiscais” (tributação sobre ganhos financeiros inferior a 20%). Para mais detalhes e discussão dos impactos, ver Prates (2006).

no mercado flutuante eliminou a exigência de registros para diversas operações de remessa, permanecendo a notificação apenas para valores superiores a US\$ 10.000.

Essa segmentação, entre os mercados oficial e flutuante, resistiu aos vários experimentos de determinação do valor das taxas verificadas na seqüência. As operações de arbitragem entre os dois segmentos já eram livres, com as cotações unificadas a partir de fevereiro de 1999, mas a separação formal só deixa de existir em março de 2005, na mais importante alteração regulatória do governo Lula referente ao mercado de câmbio.³²

Mas a trajetória de liberalização das *outward transactions* envolveu medidas em outras frentes, também de certa forma completadas no mais recente mandato presidencial. As remessas de divisas ao exterior por meio do mercado flutuante foram sendo incentivadas, primeiro pela redução de impostos e outras facilidades burocráticas sobre a remessa de lucros e dividendos entre matrizes e filiais. Ao mesmo tempo, procurou-se fomentar o investimento brasileiro no exterior: entre 1990 e 1992, investimentos inferiores a US\$ 1 milhão foram sendo liberados da compensação cambial, até que esta fosse extinta. Em 1994, já numa conjuntura de ingresso excessivo de divisas, esse limite passou para US\$ 5 milhões, complementando as tentativas de moderar os efeitos das entradas com incentivos à saída.

Também com esse objetivo é que foram criados, pela Resolução 2111 (de 22/09/1994), os Fundos de Investimento no Exterior, mediante os quais os residentes poderiam investir em títulos de dívida negociados no exterior – respeitado um limite mínimo de 60% de aplicação em papéis brasileiros. E a Resolução 2318 (de 26/09/1996) expande esse canal para as aplicações de renda variável, com a regulamentação dos investimentos em ações no exterior através dos BDRs.

Por fim, merecem destaque ainda nesse segundo nível as alterações referentes às contas de não-residentes no sistema financeiro doméstico, em moeda nacional, criadas originalmente pela Carta Circular n. 5, de 1969. A Resolução 1946 (de 29/06/1992) permitiu que recursos dessas contas – que poderiam ter titulares brasileiros “domiciliados” em paraísos fiscais – fossem negociados no mercado flutuante, ampliando as possibilidades de ingresso e remessa para o exterior. Alterações “conjunturais” na regulamentação dessas contas de não-residentes são implementadas em agosto de 1995 (criação de um IOF de 7%), abril de 96 (apresentação obrigatória de documentos para operações acima de R\$ 10.000 e outras regulamentações), e abril de 1997 (IOF reduzido para 2%).

³² Resolução 3265 do CMN, de 04/03/2005)

A mesma Resolução 3265 de março de 2005, que unifica o mercado de câmbio, encerra a trajetória de abertura neste campo: extingue as contas CC-5 e elimina os limites quantitativos e de destinação para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os enviem ao exterior.³³ A saída de recursos do país deixa assim de ser privilégio de grandes fortunas e possuidoras das contas de não-residentes – o que na realidade não apenas significa um passo adicional importante neste segundo nível de abertura, como também amplia o grau de conversibilidade da moeda em seu aspecto formal.³⁴

Se esta **conversibilidade da moeda** for entendida em um terceiro sentido – o que originalmente é entendido como o terceiro nível de abertura: a permissão para o uso da moeda estrangeira domesticamente – vale notar que os avanços no caso brasileiro foram muito menores do que nos outros, e ficaram bem aquém de algumas experiências recentes em países da região: o México permitiu depósitos em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico e a Argentina, indo além, também aceitava até 2001, o dólar nas transações internas.

No Brasil, a conversibilidade interna se ampliou consideravelmente para alguns setores específicos. Os bancos participantes do mercado de câmbio flutuante, diante das progressivas ampliações dos limites de posições compradas em moeda estrangeira, consolidaram uma componente de demanda por divisas antes ilegal: a retenção de moeda estrangeira enquanto ativo de reserva. A empresas dos setores de energia, petróleo e gás (em processos de privatização), também foi concedida a permissão para manterem depósitos em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico. Mas, para os demais agentes, a grande alteração referente à conversibilidade foi a ampliação das opções de ativos indexados ao dólar, da qual a parcela dolarizada no estoque da dívida pública é o sinal mais evidente.

Assim, por meio de alterações *ad hoc* na legislação, sem um processo de discussão mais amplo e de tramitação legislativa adequado – que revisasse a Lei 1431, que desde 1961 permanece pelo menos oficialmente como o instrumento regulatório superior da presença dos capitais estrangeiros no país – o sistema financeiro brasileiro teve suas relações com o exterior profundamente modificadas. Assim como foi também conduzida outra dimensão do processo

³³ Cabe ressaltar que, nesta mesma data e na mesma direção, foram flexibilizados os prazos para a internalização das receitas de exportação – e permitida a retenção de até 30% de seu total no exterior – em meio a um debate sobre a extinção definitiva desta cobertura cambial das vendas externas.

³⁴ Que não deve ser confundido com seu aspecto “real”, relativo à capacidade da moeda nacional de desempenhar plenamente suas funções no plano internacional. Nossa moeda, independente das alterações legais, é e continuará sendo inconversível nesta concepção, que é parte integrante da visão que orienta esta pesquisa. Ver a respeito Carneiro (2007).

de internacionalização financeira: a desnacionalização do setor bancário, feita com base em autorizações *ad hoc*, e cujos contornos e impactos foram discutidos no primeiro relatório do subprojeto VIII (Freitas, 2007a).

Seja como for, é este processo de abertura e liberalização que abre os canais para que se expresse, com toda a sua intensidade, as influências dos ciclos internacionais de liquidez sobre as condições financeiras domésticas, como mostrado a seguir.

II.3. As finanças domésticas e os ciclos de liquidez

Esta seção concentra os principais resultados e atende aos grandes objetivos deste segundo relatório, a saber: acompanhar a evolução das condições financeiras domésticas diante dos ciclos internacionais de liquidez. Para tanto, optou-se por dividir a análise nas mesmas partes já adiantadas anteriormente: mercado de crédito e mercado de capitais.

Nos dois casos, se procurará descrever os movimentos tendo como pano de fundo a conjuntura financeira do setor externo ao longo de todo o período analisado (desde o início dos anos 1990, na medida do possível), mas com evidente destaque para o ciclo mais recente. Como se verá, a esta última onda estão associadas repercussões internas que, do ponto de vista quantitativo, se mostram muito mais intensas do que anteriormente e, em termos qualitativos, parecem indicar mudanças relevantes. Cabe ainda o alerta preliminar de que os condicionantes internos da situação do sistema financeiro (tais como estrutura de mercado, inovações e estratégias concorrenciais no caso do mercado de crédito; e regras de governança corporativa no caso do mercado de capitais) serão apenas comentados mas não analisados em detalhe, já que, sem desprezar a importância de tais fatores, o foco é sobre a influência da liquidez externa sobre os diferentes canais financeiros domésticos.

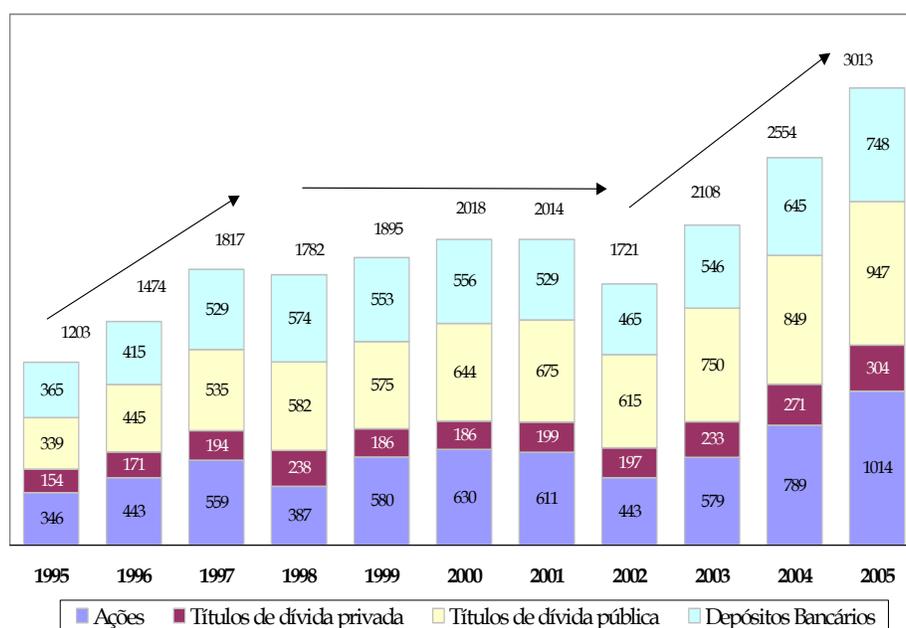
Assim sendo, vale a pena recordar, em poucas linhas, alguns resultados presentes no primeiro relatório, que situam a participação do país nos ciclos internacionais de liquidez – lá divididos em termos temporais em um primeiro ciclo internacional do início da década de 1990 até 2002, com o marco divisor entre a fase de “cheia” e a de “seca” na passagem de 1997 para 1998; e um segundo ciclo se iniciando em 2003 e permanecendo até o momento em uma fase ascendente que deixa para trás os picos atingidos anteriormente. As condições de financiamento externo da economia brasileira acompanharam, nas suas grandes linhas, tal oscilação da liquidez internacional, com importantes peculiaridades no ciclo atual: a menor intensidade e um relativo “atraso” nos resultados líquidos, em grande parte explicados pela menor necessidade

de recursos garantida pelos superávits em conta corrente; e uma “explosão” nos fluxos líquidos nos anos de 2005 e 2006, concentrada nas modalidades de investimento estrangeiro em ações negociadas no país e em títulos de renda fixa negociados no país.

É justamente esta última característica qualitativa que faz com que os desdobramentos internos dos ciclos, principalmente no período recente, apareçam de forma muito mais nítida no mercado de capitais. Mas, como se mostrará primeiramente, o ambiente financeiro externo, em constante mutação, também influencia o crédito doméstico, de maneira direta e indireta. Antes desse detalhamento, no entanto, cabe um primeiro olhar panorâmico sobre essas repercussões.

O *McKinsey Global Institute* tem apresentado, nos últimos anos, diversos trabalhos de pesquisa realizados com base em sua *global-financial-stock database*, na qual o estoque financeiro dos países é dividido em quatro categorias: ações, títulos de dívida pública e privada, e depósitos bancários. Tal base infelizmente é de acesso restrito; no entanto, de uma publicação recente (Andrade *et al.*, 2007) é possível extrair os números do Gráfico 9, que expressam à perfeição o movimento geral que se quer aprofundar aqui (apesar de tratarem da América Latina³⁵ e não apenas do Brasil).

Gráfico 9: Estoque financeiro total na América Latina, por categoria em US\$ bilhões, 1995-2005



Fonte: Andrade *et al* (2007) a partir de McKinsey Global Institute, *global-financial-stock database*. Elaboração própria.

³⁵ Composta, neste caso, por Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Peru, Uruguai e Venezuela.

Até 1997, há forte crescimento no estoque financeiro total (e, dentro dele, em todas as quatro categorias); de 1998 a 2002 (com exceção de uma melhora generalizada e passageira em 2000) há recuos e pequenos avanços de forma isolada, o que acaba mantendo o número global próximo da estabilidade; e, por fim, após 2003, voltam as elevadas taxas de expansão presentes nos diferentes tipos de ativos, levando à expansão financeira total a patamares recordes.

É desse movimento influenciado pelo ciclo de liquidez global – retratado aqui de forma regional mas que se aplica perfeitamente ao caso isolado do Brasil – que se tratará na seqüência, iniciando com o mercado de crédito e concluindo com ações e outros títulos (e repetindo o alerta de que o mercado de títulos públicos não é aqui objeto de exame mais aprofundado). Para cada um destes dois segmentos, procurou-se seguir uma mesma organização: descrição das vinculações com os fluxos internacionais de capital, da sua influência direta e indireta sobre o comportamento do mercado em questão, e análise dos desdobramentos sobre a economia real das tendências mais recentes de cada segmento. Maior atenção será dada, pelas razões que ficarão claras ao longo do texto, ao mercado de capitais, e particularmente ao mercado de ações.

II.3.1. Os efeitos do ciclo internacional de liquidez sobre o mercado de crédito

A análise do comportamento do sistema financeiro no Brasil – e particularmente do setor bancário – deve passar, necessariamente, pelo exame das condições de acesso ao *funding* externo. O movimento de busca, nas condições quase sempre mais favoráveis do mercado internacional, de recursos para posterior repasse a tomadores internos, sempre fez parte das estratégias de administração dos passivos das instituições bancárias, nacionais e estrangeiras, instaladas no Brasil. O ponto a ser ressaltado aqui é que, ao longo do caminho de inegável aumento da internacionalização do setor bancário no Brasil – expresso em várias dimensões – essa captação de recursos externos não apresentou comportamento ascendente de forma linear. Pelo contrário, e como seria de se esperar, ela também obedece às oscilações cíclicas na liquidez internacional disponível para economias emergentes e que, como já estudado, têm marcado o período de “globalização financeira”.

O foco desta parte do trabalho é, portanto, explorar esta oscilação no recurso ao *funding* externo e seus possíveis impactos – diretos e indiretos – sobre a oferta doméstica de crédito pelo setor bancário. Não se pretende minimizar as inúmeras outras determinações dos ciclos de crédito no Brasil recente – que são de natureza institucional, macroeconômica, regulatória, de

estratégias das firmas do setor etc.³⁶ – mas sim concentrar o foco neste que é, certamente, um elemento importante nesta explicação. Começa-se, na seqüência, pela explicitação do movimento de entrada de recursos no setor bancário, e uma primeira opção metodológica precisa de início ser esclarecida.

Tradicionalmente, as tomadas de recursos externos para repasse cursaram pela notória Resolução 63 do CMN, datada de 1967 e que, como já visto na seção II.2, foi sendo objeto de várias alterações a partir de 1990, sempre na direção da facilitação e da abertura de novas possibilidades de tomada e utilização dos recursos externos. Este processo, como também já discutido, culmina com a abolição de todas as exigências de direcionamento compulsório e de disciplina sobre os repasses na gestão de Armínio Fraga à frente do Banco Central, em 1999 e 2000. Esta liberalização significou, também, uma maior dificuldade para o acompanhamento das estatísticas destas operações.

A forma aqui escolhida para documentá-las foi auxiliada por uma recente modificação na forma de organização dos dados do balanço de pagamentos por parte do Banco Central do Brasil. A partir de abril de 2007 passou a ser divulgado, em adição ao formato tradicional do balanço, uma série em que, apesar de o detalhamento conta a conta ser mais enxuto, as linhas relativas à conta financeira estão divididas pelos “setores institucionais” envolvidos na transação: autoridade monetária, governo geral, bancos e outros setores.³⁷ Este formato permite, assim, que se isole as movimentações apenas deste terceiro setor institucional, que engloba os intermediários financeiros cujo comportamento se quer estudar.

Utilizou-se, desta nova série, os números relativos ao grupo “bancos” nas seguintes modalidades: (i) investimentos estrangeiros em carteira – títulos de longo prazo e de curto prazo; (ii) outros investimentos estrangeiros – empréstimos; (iii) outros investimentos estrangeiros – moeda e depósitos; e (iv) outros investimentos estrangeiros – outros passivos.³⁸ Infelizmente, os números só estão disponíveis a partir do início de 1995 – não captam, portanto, uma fase inicial da ascensão do ciclo internacional de liquidez em que, como se verá, houve forte

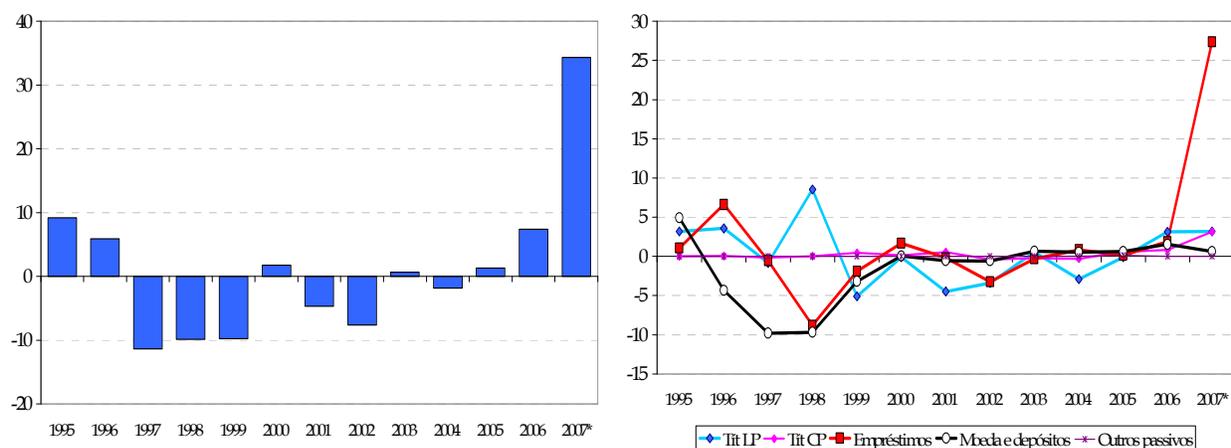
³⁶ Sobre estes aspectos, as referências mais recentes aqui consultadas são os trabalhos de Cintra (2007) e Freitas (2007a e b). Estes últimos são os dois relatórios do subprojeto VIII desta pesquisa, razão adicional para não aprofundar a análise destes elementos aqui.

³⁷ Estas e outras modificações estão detalhas na nota explicativa disponível no seguinte endereço: http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/BalPagSet_P.pdf.

³⁸ Para ser mais exato, os números correspondem ao somatório das linhas 240; 245; 304; 311 e 318 da quarta tabela (“setores institucionais”) das séries mensais do BP disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>. Optou-se por não incluir os totais relativos às contas de “derivativos” e “ações” por não representarem, propriamente, um mecanismo de captação de recursos para ampliação do crédito doméstico.

impulso ao crédito doméstico. Mas os números, relativos aos totais anuais das diferentes modalidades e do somatório de todas, representados no Gráfico 10, já permitem visualizar nitidamente a fase de baixa do primeiro ciclo e a fase de alta atual – com várias especificidades importantes.

Gráfico 10: Captações totais dos bancos no mercado externo, total e por instrumentos, em US\$ bilhões, 1995-2007



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais, balanço de pagamentos. Elaboração própria.
* até junho.

Em relação ao somatório geral, cabe primeiramente notar algo que já tinha sido sugerido pelos dados apresentados no primeiro relatório: a recuperação das condições de financiamento externo nos últimos quatro anos não representou uma entrada líquida muito significativa de recursos nestas modalidades de endividamento, pelo menos até 2005. Como em outras faces da melhora nas condições externas do país, os primeiros anos após o difícil intervalo encerrado em 2002 foi mais de redução das perdas e amortização dos passivos antes contraídos do que assunção de novos, deixando os valores finais próximos à neutralidade. Em 2006 as captações voltam a se aproximar dos totais de 1995 e 1996, e explodem de maneira inusitada no primeiro semestre do ano em curso (se fosse mantido o mesmo ritmo na segunda metade, o total anual superaria em mais de nove vezes o de 2006!).

Por modalidade, percebe-se também que o grande condutor da volta dos bancos à captação externa de forma significativa são os empréstimos, seguidos (muito de longe em 2007) pelos títulos de longo prazo, que haviam sido fortemente negativos em 2004. Tal explosão nos empréstimos, aparentemente, não é decorrente de nenhuma operação extraordinária e poderia

representar um novo ciclo de endividamento externo do setor bancário que até agora não vinha se verificando.³⁹

No entanto, informações que não estão disponíveis nestes gráficos indicam que esse movimento mais recente parece estar totalmente desvinculado de operações de repasse, ou que tenham impacto significativo sobre o mercado doméstico de crédito. Como discutido no segundo relatório do subprojeto III (Prates, 2007), trata-se da explosão da atuação dos bancos, a partir de empréstimos externos, nos mercados de derivativos de câmbio, procurando ganhar com (ou se proteger da) expressiva apreciação da moeda nacional frente ao dólar. Trata-se, em suma, de especulação com câmbio e juros. Editada em 08/06/2007, a medida que reduz a exposição cambial dos bancos nestes mercados já surtia efeito nos dados mensais disponíveis: em junho, os totais captados pelos bancos, tanto na soma das modalidades como apenas em empréstimos, corresponderam a um terço do verificado em maio e metade da média dos cinco primeiros meses do ano.

Nota-se, observando os dados mais antigos das duas figuras, que o período de saída líquida de recursos, que corresponde à fase de baixa do primeiro ciclo internacional, é de certa maneira antecipado pelos bancos brasileiros: já em 1997 os valores são negativos (os mais negativos da série), inclusive no primeiro semestre, anteriormente ao início da crise asiática. Nesta fase, a modalidade de moeda e depósitos é quem lidera as perdas, já a partir de 1996; os empréstimos sentem os efeitos da contração da liquidez global, de maneira acentuada, em 1998 – especialmente no segundo semestre deste ano, já que o primeiro, depois das dificuldades passageiras durante a crise da Ásia, havia sido bastante positivo para esta modalidade. Que parece ser, ao longo de todo o período, a que mais oscila ao sabor dos ciclos, inclusive na recuperação passageira vivida no ano de 2000. Em relação aos títulos, há um dado anual “fora da curva” em 1998 – reflexo de valores muito altos nos meses de março e outubro daquele ano, destoantes dos outros registros mensais, e saídas líquidas entre 1999 e 2002, com leve recuperação em 2000.

Em suma, pode-se afirmar que, além desse comportamento bastante compatível com os movimentos gerais já descritos no primeiro relatório, o que mais chama a atenção é o fato de que apenas a partir de 2006 e de maneira extraordinariamente intensa em 2007 – mas como visto

³⁹ Desde dezembro de 2006 o saldo tem sido positivo e superior a US\$ 2 bilhões em todos os meses, (com destaque para maio de 2007, em que se aproxima dos US\$ 10 bilhões), ao contrário do período precedente em que há vários registros mensais negativos.

desvinculada dos impactos diretos sobre o mercado de crédito doméstico – os bancos brasileiros passam a aproveitar a fase de cheia do atual ciclo de liquidez para emergentes, e multiplicam seus passivos em moeda estrangeira. Antes disso predominava a cautela, talvez como aprendizado do período anterior de excessos que foi seguido pela época de escassez – que no entanto, como é sabido, no Brasil não significou dificuldades para o setor bancário sequer comparáveis às verificadas em outras economias também atingidas por crises. Os desdobramentos dessas oscilações na entrada de recursos externos sobre os empréstimos concedidos por estes intermediários internamente são portanto os efeitos diretos do ciclo de liquidez sobre o mercado de crédito doméstico.

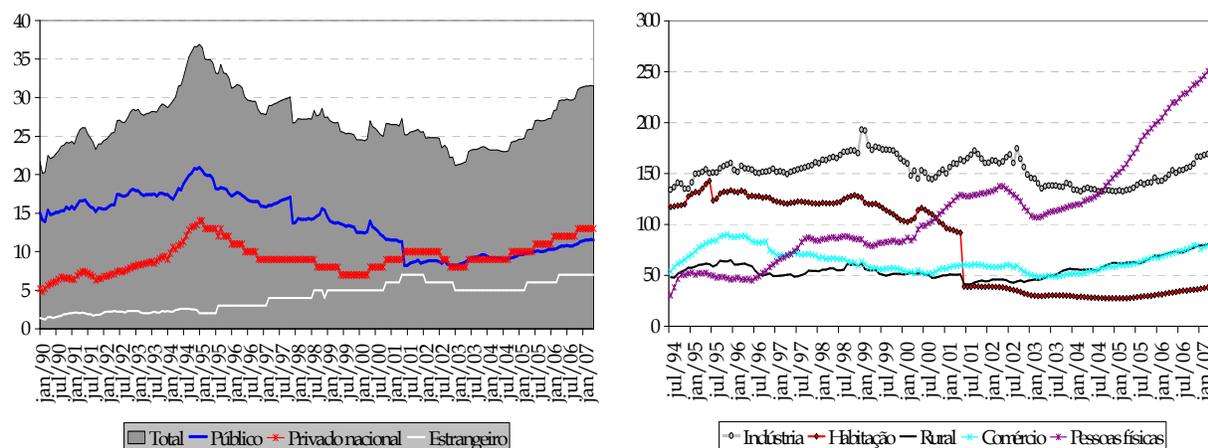
Retratadas por dois dos seus principais indicadores, as variações neste mercado são apresentadas no Gráfico 11. Na figura esquerda, está descrita a oscilação no estoque de empréstimos como proporção do produto, total e por propriedade do capital. Observando primeiro esta última divisão, nota-se que, apesar de minoritário no total de empréstimos até o início de 2001, é o setor privado nacional quem acompanha mais de perto as oscilações na soma final dos três. Da parte dos bancos públicos, há uma nítida retração a partir de 1995, explicada não apenas pelos fatores conjunturais internos e externos já comentados, mas também pelo processo de privatização dos bancos estaduais, acelerado neste período. Sobre o total de empréstimos por parte de bancos controlados por estrangeiros, destaque-se não apenas o ganho contínuo de participação em detrimento do setor público, mas também as oscilações que o caracterizam – reforçando a impressão de que estas instituições, muito mais do que transformarem as condições do mercado doméstico de crédito, acabaram se adaptando a elas.

Em relação ao número global, a impressão é a de que o movimento guarda semelhanças, mas também diferenças, em relação ao observado acima para as captações externas dos bancos. Isso sugere que há esta influência direta, mas certamente não absoluta e nem única, do ambiente financeiro externo sobre o ciclo de crédito doméstico. E que, no ciclo atual, tal canal de transmissão parece muito pouco relevante.

Por exemplo, vale destacar que a escalada da relação crédito/PIB na primeira metade dos anos 1990 é perfeitamente compatível com o primeiro ciclo de liquidez em seus momentos iniciais, mas é revertida muito antes – a partir de janeiro de 1995 – do que a piora nas condições de financiamento externo, em razão tanto das medidas de arrocho monetário e creditício que acompanharam o início do Plano Real quanto da elevação da inadimplência que, a despeito destas tentativas, resultou desta expansão dos empréstimos. Assim, se por um lado é bastante

insuficiente explicar o ciclo de crédito dos anos 1990 apenas com base nas captações externas, também o é atribuir à queda da inflação um movimento de expansão que tem seu início ainda em 1990, muito antes da formulação e implantação do Plano Real. Para esta primeira fase ascendente, o Gráfico 10 não permite observar a captação exclusiva dos bancos, mas sabe-se que representou, para a entrada de recursos de uma maneira geral, uma fase de acentuada expansão.

Gráfico 11: Estoque de empréstimos ao setor privado, por propriedade do capital, em % do PIB; e total de empréstimos por setor de atividade, em R\$ bilhões de maio de 2007 (IGP-DI)



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais. Elaboração própria.

Nesta mesma linha de contribuições complementares e nem sempre na mesma direção entre fatores domésticos e o recurso ao *funding* externo por parte dos intermediários financeiros, o período de “baixa” no primeiro ciclo é acompanhado por mais retração do crédito doméstico – retração que já vinha de antes é revertida no final de 2002 e início de 2003. Muito antes, portanto, das captações do setor voltarem a ser liquidamente positivas, o que só ocorrerá de maneira significativa em 2006 e 2007.

Na realidade, pode-se postular a partir destes dados que as condições de liquidez internacional, além dos efeitos diretos, atuam indiretamente (e de maneira até mais importante) sobre o ciclo doméstico de crédito. As oscilações em duas das variáveis macroeconômicas mais decisivas (ao lado da renda real) para a trajetória do mercado de crédito – câmbio e juros – são impossíveis de serem compreendidas sem a explicação das oscilações nas condições financeiras internacionais. Para não voltar ao Plano Real e sua estratégia vitoriosa de estabilização baseada na ancoragem cambial e portanto no apoio financeiro externo, tome-se o período de crises entre 1998 e 2002, e a recuperação posterior. A instabilidade aguda antes presente nas oscilações de

câmbio e juros (e, em alguns momentos, na taxa de inflação), decorrente da fragilidade das condições do balanço de pagamentos, contribuía decisivamente para a retração na oferta de crédito por parte dos bancos.

Quando, mesmo antes da situação da conta financeira apresentar a reversão que acabaria ocorrendo, e muito antes dos bancos voltarem a captar no exterior, as condições financeiras internacionais apontaram na direção contrária à da crise cambial, o setor voltou a expandir os empréstimos domésticos. Isso a despeito da política monetária quase sempre desfavorável ao longo do período, e de inúmeros outros problemas que ainda afetam este mercado no caso brasileiro. Por outro lado, as inovações financeiras que têm no crédito consignado seu melhor exemplo, e no período mais recente a elevação da renda e a queda contínua nas taxas de juros pagas pelos títulos públicos, contribuem positivamente para a acentuada tendência altista da relação crédito/PIB mostrada na parte final do Gráfico 11.

Seria de se esperar, portanto, que a perpetuação das ótimas condições de liquidez internacional vigentes nos últimos anos – e que no exato instante em que se conclui este trabalho se mostram em uma trajetória cada vez mais nítida de reversão – bem como sua interação virtuosa com estes fatores domésticos, garantisse combustível suficiente para a continuidade e mesmo aceleração do ciclo doméstico de crédito. Que, ressalte-se, ainda continua escasso e muito caro.

Como exemplos das boas perspectivas do setor, a edição de junho de 2007 da revista *Conjuntura Econômica*, apresentando os dados dos maiores conglomerados financeiros do país, traz análises otimistas em todos os segmentos. Seja no *Middle Market* (aquecido pela necessidade cada vez maior de recursos para capital de giro das empresas, e avançando em segmentos como câmbio e securitização de recebíveis); nos grandes bancos de varejo (que, em meio à acirrada concorrência, avançam com a compra de carteiras prontas de financeiras e outras operações de fusões e aquisições para aproveitar o crescimento da demanda alimentada pela queda dos juros); nos bancos de financiamento (onde além do consignado despontam ótimas perspectivas para o financiamento imobiliário e de aquisição de automóveis) e públicos (cada vez mais próximos ao perfil de atuação dos privados, mas também se aproveitando do foco no promissor

mercado de crédito imobiliário); e finalmente nos bancos de atacado & varejo ou de investimento (grandes beneficiários do *boom* vivido pelo mercado de capitais, tratado adiante⁴⁰).

Porém, voltando para o Gráfico 11, em sua figura direita é mostrada uma outra face da expansão atual do crédito no Brasil. À parte a queda brusca no volume de crédito habitacional em junho de 2001, decorrente da reestruturação da Caixa Econômica Federal – após o que este tipo de empréstimos cresce muito pouco apesar de todo o otimismo acima descrito – o grande destaque vai para a condução do processo de retomada recente pelo crédito ao consumidor, já a partir de 2003 e muito acelerado após 2004. Só mais recentemente (em 2005), e em intensidade bem menor, o crédito à indústria começa a crescer, e aquele destinado ao setor rural e ao comércio também começam ainda em 2003 uma trajetória de elevação em termos reais, mas a taxas e patamares ainda muito pequenos em relação aos demais.

É sabido que na base desta multiplicação do crédito ao consumo estão inovações financeiras, mudanças regulatórias e de estratégias dos grandes grupos (o desconto em folha de pagamento, nova lei de falências, incorporação de financeiras etc.), além da tendência de aumento da renda e queda do desemprego. Apesar dos custos ainda brutalmente elevados desse dinheiro – e que mais cedo ou mais tarde resultam em aumento nas taxas de inadimplência e eventuais processos de racionamento –, haveria pouco a se contestar em relação a tal trajetória de ampliação em si, inclusive pelos patamares ainda muito baixos do crédito, em todas as suas modalidades, no Brasil. O problema é a concentração apenas neste segmento, sem contrapartida equivalente no financiamento à indústria e outros setores, principalmente diante do uso do *funding* externo para sustentar tais operações (que, como discutido, aparentemente tem sido limitado até aqui). Voltando a um velho tema, o uso da “poupança externa” para o financiamento do consumo, sem a contrapartida da ampliação da capacidade produtiva – e muito menos do potencial de geração de divisas – não parece um caminho muito adequado enquanto estratégia de desenvolvimento de prazo mais longo. Mesmo que, por enquanto, as contas do balanço de pagamentos estejam muito longe de explicitar dificuldades nesta direção.

Em relação ao outro grande segmento do sistema financeiro brasileiro – o mercado de capitais –, tanto os efeitos diretos e indiretos das oscilações na liquidez internacional, como as insuficiências e problemas ainda existentes, se mostram de forma muito mais nítida, como visto a seguir.

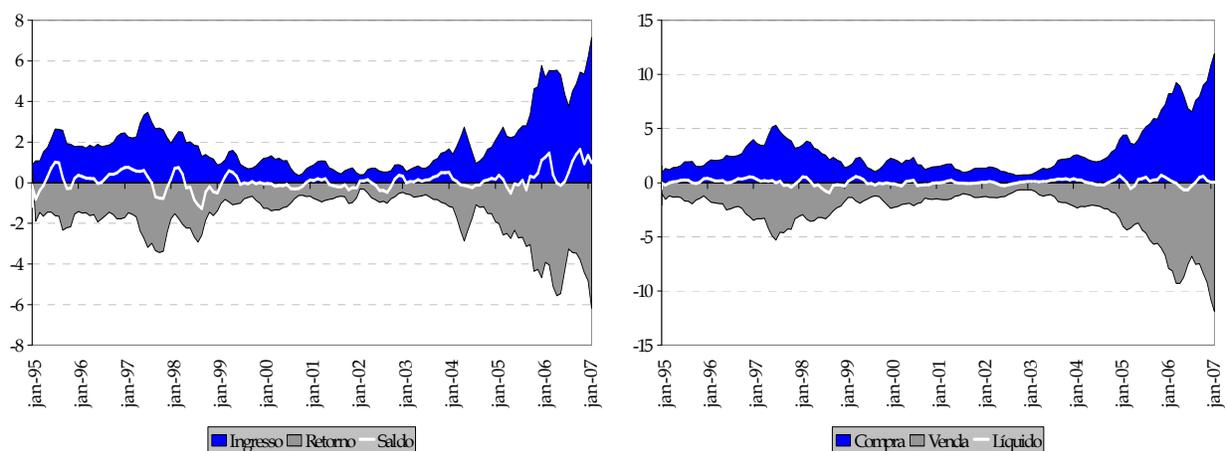
⁴⁰ Sobre os ganhos deste segmento com a explosão das emissões de ações e outros títulos, ver também a matéria de Torres & Camarotto (2007).

II.3.2. O mercado de capitais brasileiro, os ciclos de liquidez e a “revolução” em curso

Uma forma mais detalhada – e complementar à já realizada no primeiro relatório, com base nos dados do balanço de pagamentos – de explicitar a presença e as oscilações do investimento estrangeiro no mercado de capitais brasileiro é acompanhar os números mensais da CVM relativos à movimentação destes aplicadores. Pelo Gráfico 12, tanto os fluxos de entrada e saída no país para aplicações nos diferentes papéis disponíveis, como as operações de compra e venda realizadas na Bolsa de Valores de São Paulo, são acompanhados e mostram alguns traços importantes no período de janeiro de 1995 a março de 2007.⁴¹

O primeiro e mais chamativo destes traços é a forte ascensão nos totais envolvidos, nas quatro operações retratadas (ingresso/retorno; compra/venda), a partir do final de 2003. Mas, olhando para trás, revela-se um outro episódio, anterior, de forte agitação (ainda que em patamares inferiores), cujo auge se localiza no segundo semestre de 1997. Estas duas “ondas” mostram, assim, não apenas uma colagem destes movimentos dos estrangeiros no mercado local com o ciclo internacional de liquidez já descrito, quanto um nível muito mais elevado no período recente do que na fase anterior de liquidez ampliada.

Gráfico 12: Investimento estrangeiro em carteira e investidores estrangeiros em bolsa, média móvel 3 meses, em US\$ bilhões, jan/1995 - mar/2007



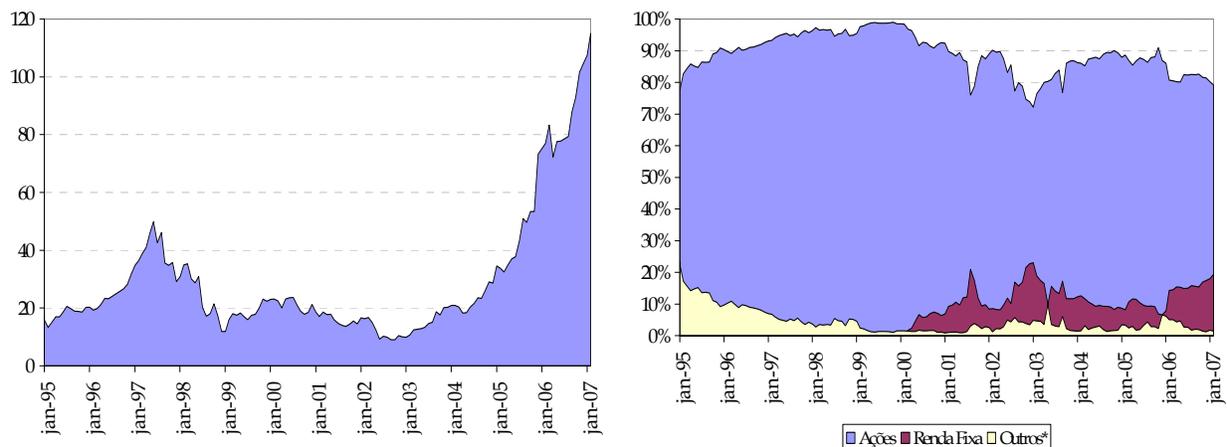
Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.

O mesmo pode ser dito em relação a um terceiro indicador: o valor total da carteira dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro de capitais atingia, ao final de março de 2007, um patamar quase treze vezes superior ao ponto mais baixo de todo o período, situado em

⁴¹ Estes, como em todos os demais casos, são os números mais longos disponíveis no momento da presente análise.

outubro de 2002; ao mesmo tempo, era quase o dobro do ápice do ciclo anterior, situado às vésperas da crise asiática, em julho de 1997 (Gráfico 13, figura esquerda).

Gráfico 13: Valor (em US\$ bilhões) e composição (em %) da carteira dos investidores estrangeiros, jan/1995 - mar/2007



Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.

*Moedas de privatização, debêntures, derivativos e outros papéis.

Mas até aqui se tratou da presença dos investidores estrangeiros de maneira muito agregada. Ainda segundo os dados da CVM, a composição da carteira de tais aplicadores (Gráfico 13, figura direita) é muito pouco diversificada. A parcela das aplicações em ações nunca foi inferior a 70%, e o declínio observado nos últimos anos, em relação aos quase 100% do final de 1999, se deve principalmente ao crescimento das aplicações em títulos de renda fixa (do qual as debêntures estão excluídas) que, no período em tela, foram objeto de dois impulsos distintos: a permissão, em 2000, para livre aplicação dos recursos estrangeiros internalizados; e os incentivos fiscais para a compra de títulos da dívida pública no início de 2006 (ver seção II.2).

Em suma, o quadro é o de uma presença de investidores estrangeiros marcada pela mesma oscilação característica dos dois grandes ciclos de liquidez para países em desenvolvimento, que no ciclo atual eleva os valores – em termos de fluxos, operações e estoques – a patamares sem qualquer precedente, e que está essencialmente concentrada no mercado de ações. Contra este pano de fundo, os movimentos no mercado de capitais brasileiro, e particularmente o *boom* atualmente em curso, podem ser analisados em detalhes.

II.3.2.1. Visão geral

Primeiramente, cabe um mapeamento dos diferentes instrumentos negociados neste mercado. O órgão regulador brasileiro arrola dez tipos de instrumento para captação privada direta de recursos junto aos investidores: ações, debêntures, quotas de fundo de investimento imobiliário (FII), notas promissórias, certificados de investimento audiovisual, certificados de recebíveis imobiliários (CRI), títulos ou contratos de investimento coletivo (CIC), quotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC e FIC-FIDC), quotas de fundos de investimento em participações (FIP) e quotas de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE). Este é o segmento primário do mercado de capitais, aquele por meio do qual os recursos fluem, diretamente, do ofertante (ou do agente superavitário) para o demandante (o deficitário, que busca financiamento). Na Tabela 2, os totais somados dos valores das emissões primárias de todos esses papéis são apresentados para o período 1990-2006 (apenas em dólares) e para os três anos encerrados em 2006 (em dólares e em reais⁴²).

Tabela 2: Emissões primárias no mercado brasileiro de capitais: valores totais e participação relativa, períodos selecionados

| | <u>1990-2006</u> | | <u>2004-2006</u> | | <u>2004-2006</u> | |
|--------------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|
| | U\$ milhões | % | U\$ milhões | % | R\$ milhões | % |
| Debêntures | 112.350 | 45,7 | 51.737 | 62,5 | 120.617 | 62,2 |
| Ações | 78.834 | 32,1 | 9.979 | 12,0 | 23.057 | 11,9 |
| Notas Promissórias | 32.898 | 13,4 | 4.307 | 5,2 | 10.151 | 5,2 |
| FIDC/ FIC-FIDC | 11.911 | 4,8 | 11.146 | 13,5 | 26.445 | 13,6 |
| FIP | 3.580 | 1,5 | 3.536 | 4,3 | 8.319 | 4,3 |
| Audiovisual | 2.028 | 0,8 | 223 | 0,3 | 570 | 0,3 |
| CRI | 1.857 | 0,8 | 1.529 | 1,8 | 3.577 | 1,8 |
| FII | 1.503 | 0,6 | 139 | 0,2 | 388 | 0,2 |
| CIC | 580 | 0,2 | 207 | 0,2 | 602 | 0,3 |
| FMIEE | 228 | 0,1 | 20 | 0,0 | 55 | 0,0 |
| Total | 245.769 | 100 | 82.821 | 100 | 193.782 | 100 |

Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.

⁴² O uso da moeda estrangeira para o período mais longo se justifica como uma forma (inevitavelmente imperfeita) de diminuir a distorção nos números causada pelas elevadas taxas de inflação até 1994. Os dados fornecidos pela CVM, utilizam para a conversão, na maioria dos casos, a cotação média de venda da moeda americana no mês, à exceção do caso das debêntures, em que é utilizada a Ptax (é isso que explica as pequenas diferenças nas porcentagens entre a quinta e a sétima colunas). De qualquer modo, o objetivo aqui e nos próximos gráficos é extrair conclusões dos movimentos mais amplos, pouco alterados pelos procedimentos de conversão.

Para além da expressiva participação dos fundos de investimento em direitos creditórios, que é um fenómeno recente⁴³ e em menor medida também se verifica em relação aos fundos de investimento em participações - e de alguma relevância (reduzida nos últimos anos) das notas promissórias - as captações de recursos no mercado brasileiro têm sido realizadas preferencialmente via debêntures, seguidas (de longe) pelas ações. Estes cinco instrumentos totalizam mais de 97% de todos os recursos levantados a partir de 2004, e suas trajetórias anuais, a partir de quando aparecem pela primeira vez nas estatísticas da CVM, são mostradas nas figuras presentes nos Gráficos 14 e 15 (este último apresenta as emissões primárias de ações com e sem um ajuste para eliminar os efeitos de operações extraordinárias nos anos de 1990, 1991 e 1996⁴⁴).

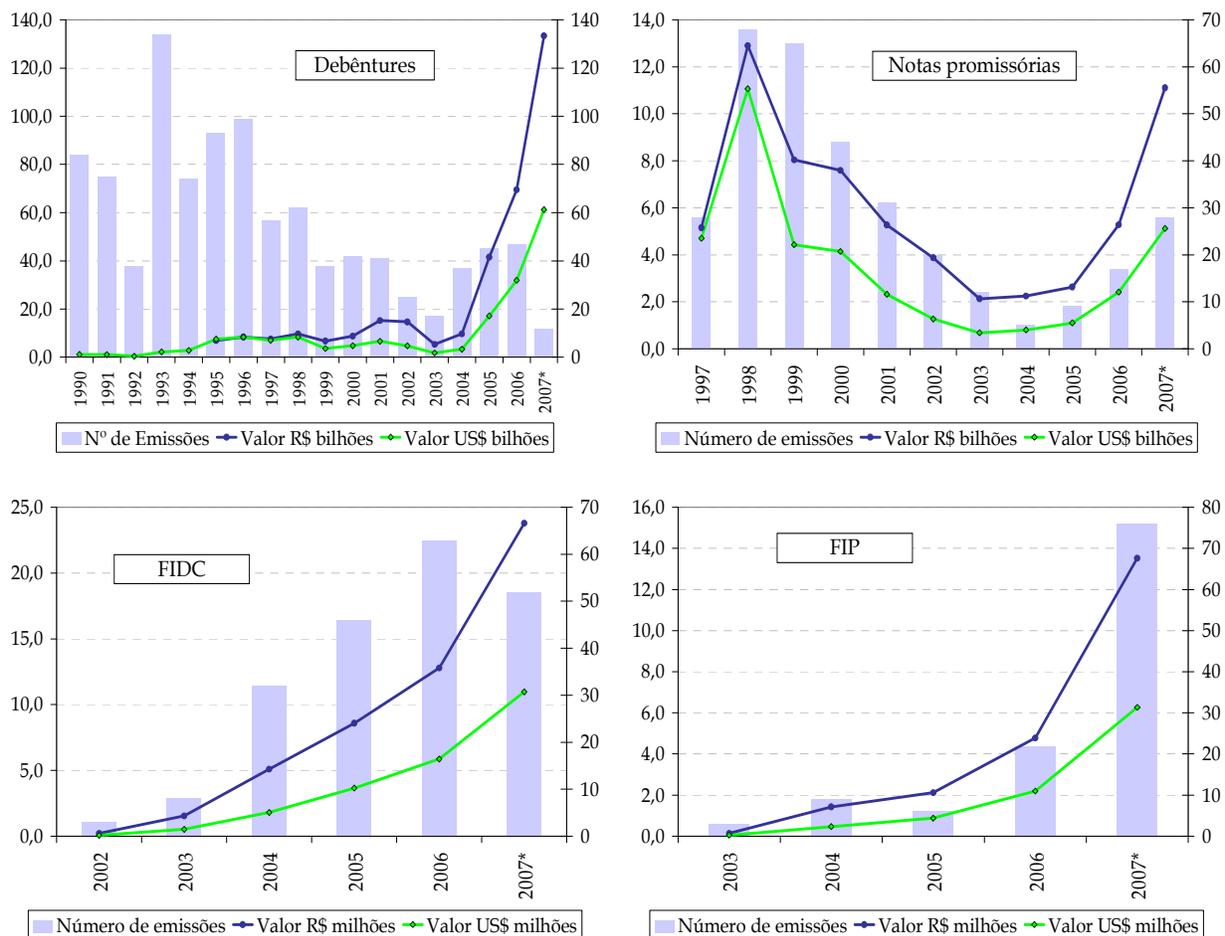
Em termos de valor⁴⁵, e nas modalidades em que é possível tal comparação, também se verifica o movimento cíclico em moldes muito parecidos com os já delineados tanto para a liquidez internacional como para a presença e atividade dos estrangeiros no mercado local: um crescimento a partir de meados da década de 1990, que acaba se mostrando muito tímido diante da ascensão a partir de 2004 ou, dependendo do caso, 2005. À exceção das notas promissórias e da contabilização das emissões primárias de ações sem o ajuste, para todas as modalidades o total captado em 2006 já representava um recorde muito superior às maiores marcas anteriores, e as projeções para o ano em curso (com base nos números do primeiro trimestre) mostravam que mesmo esses patamares serão rapidamente deixados (muito) para trás.

⁴³ Os FIDC (junto com os CRI) são o instrumento por excelência para estruturação das operações de securitização de recebíveis, instituídos no mercado brasileiro em 2001 pela Resolução nº 2907/01 do CMN e regulamentados pela Instrução CVM 356/01, com nova redação dada pela Instrução CVM 393/03. Apesar de ainda ocuparem posição relativamente pequena no mercado, a imprensa relata que tais fundos começam a despertar grande interesse de investidores estrangeiros, na esteira da queda na remuneração dos títulos públicos e do bom momento vivido por setores emissores de papéis lastreados em recebíveis (como o de imóveis). Ver Luchesi (2007).

⁴⁴ Dos números da figura com ajuste (direita), foram excluídas aqueles referentes a operações claramente isoladas, que não são indicativas da tendência que se busca analisar: em 1990, a emissão da Cònsul S.A. em maio (94% do volume total do ano); em 1991 as emissões da Master Tec S.A. em fevereiro (25% do ano) e da Sade Vigesa S.A. em abril (73%); e finalmente a operação do Banco do Brasil em maio de 1996, que correspondeu sozinha a quase 90% do valor levantado naquele ano.

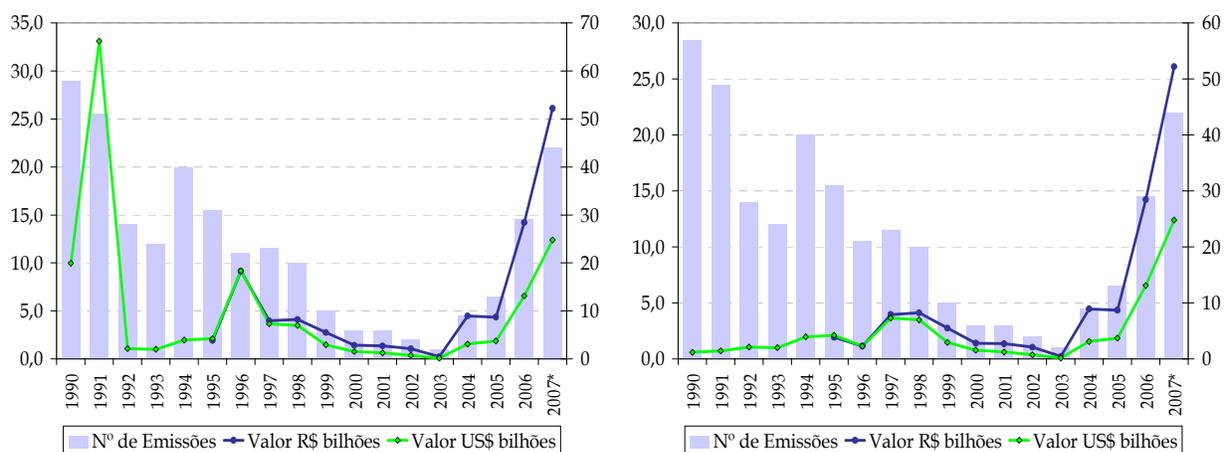
⁴⁵ Como mostram os casos de ações e debêntures, a quantidade de ofertas não parece um indicador muito relevante, principalmente no início do período em tela.

Gráfico 14: Emissões primárias de debêntures, notas promissórias e quotas de FIDC e FIP: valor (eixo esquerdo) e número (eixo direito), períodos selecionados



Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.
* Total do primeiro trimestre projetado para o ano todo.

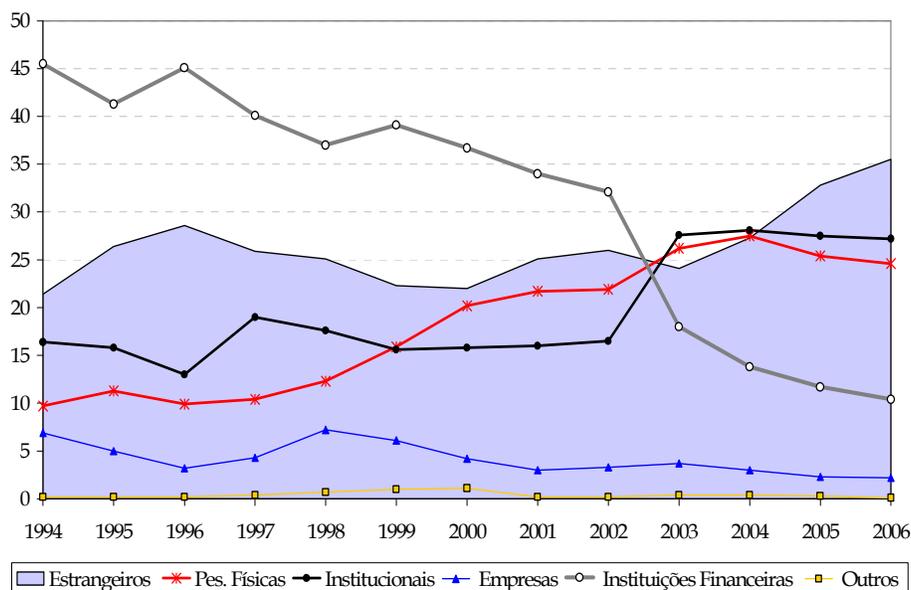
Gráfico 15: Emissões primárias de ações: valor (eixo esquerdo) e número (eixo direito), total e ajustado, 1990-2007⁽¹⁾



Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.
(1) Total do primeiro trimestre projetado para o ano todo.

Estes dados resumem o eixo central da presente análise: a condução do processo de crescimento e agitação no mercado de capitais brasileiro pela atuação dos investidores estrangeiros. O Gráfico 16, em acréscimo, mostra que a participação destes no total negociado na bolsa também oscila, e sua ascensão recente coincide com todos os indicadores de explosão no mercado primário (e também no secundário, vistos adiante). Como sugerem os resultados do primeiro relatório, esta conclusão de fundo tem profundas conseqüências sobre a perspectiva com a qual se observa o quadro presente e futuro: esses fluxos de capital, condutores dos movimentos internos, têm sido caracterizados, na época de “globalização”, por ciclos de liquidez comandados primordialmente por fatores externos aos países em desenvolvimento. Logo, a cautela com que foram analisados os resultados do financiamento externo da economia brasileira no primeiro relatório deve ser transportada, também, para esta parte dos seus impactos financeiros locais.

Gráfico 16: Participação dos investidores no total negociado na Bovespa, por categoria em %, 1994-2006



Fonte: Bovespa. Elaboração própria.

No entanto, quando se olha apenas para as tendências retratadas nestes últimos gráficos, é inegável que existem razões de sobra para se afirmar que mudanças importantes atingem este setor no momento em que esta análise é produzida. Os números têm sido responsáveis por uma certa euforia nos dias que seguem: na imprensa, especializada ou não, e na voz de variados

economistas, tem sido difundida a idéia de uma “revolução” no mercado de capitais, ou mesmo a do surgimento de um “novo capitalismo brasileiro”.

Como exemplos, a revista *Exame* liderava as saudações antecipadas pela marca simbólica de 50 mil pontos do Ibovespa, inserindo-as em sua visceral crítica ao Estado ineficiente (que, apesar de tudo, não inibiria o otimismo generalizado sobre a economia brasileira): “...o mercado de capitais surge como um elemento central nesse novo momento do país – pelo menos daquele país que avança.”⁴⁶ Algumas semanas depois, outra grande revista semanal seguia os mesmos passos;⁴⁷ e inclusive o presidente da República parecia contaminado pelo otimismo com a formidável novidade surgida na economia brasileira.⁴⁸ Por sua vez, mais preocupada com os efeitos das mudanças sobre a organização e a gestão empresarial, *Época Negócios* reiterava várias vezes o seu otimismo com o futuro: “Com a alta espetacular das ações e o número recorde de empresas que estão abrindo o capital, o país caminha para ingressar num círculo virtuoso. O centenário capitalismo nacional, forjado pelo Estado, começa a ser substituído por um modelo mais pujante, protagonizado pelo setor privado. (...) O choque de capitalismo que se anuncia no futuro próximo é brutal. (...) O novo capitalismo que está sendo forjado pela Bovespa vai provocar grandes mudanças na cultura empresarial brasileira. (...) O círculo virtuoso representa um salto modernizador na história do capitalismo brasileiro.”⁴⁹

Antes de detalhar os demais contornos do processo de mudanças, vale a pena se debruçar com um pouco mais de atenção sobre estas leituras mais otimistas – inclusive para explicitar as diferenças com a perspectiva aqui adotada. Descontados os exageros típicos da linguagem política ou de certo tipo de jornalismo, os argumentos parecem estar divididos em dois grupos, relativos (i) às causas do fenômeno, e (ii) às suas conseqüências.

Sobre as causas, pode-se identificar três ordens de explicação. Em primeiro lugar, grande peso tem sido atribuído às mudanças regulatórias pelas quais passa o setor, que atuam como poderosas ferramentas de garantia dos direitos dos investidores e reduziram a insegurança jurídica inibidora das relações financeiras diretas. A constituição do Novo Mercado na Bovespa – um conjunto de regras mais rígidas em termos de transparência das informações,

⁴⁶ Salomão *et al.* (2007).

⁴⁷ Friedlander & Fucs (2007).

⁴⁸ “A Bolsa de Valores deve, publicamente, sempre que puder, agradecer tudo o que foi feito neste governo para chegar à situação extraordinária em que está hoje. Hoje, ela está parecendo uma bolsa mesmo, porque tem volume (...) Não é aquela bolsa pequeninha, que parecia um enfeite. Hoje você pode falar ‘Bolsa de Valores’, porque ela tem grandeza para isso”. Pariz (2007).

⁴⁹ Ribeiro & Segalla (2007).

práticas contábeis e proteção dos acionistas minoritários, às quais as companhias voluntariamente aderem e com isso conquistam maior confiança dos aplicadores – aparece como a grande medida nesse sentido. A criação de novos instrumentos de securitização – como os FDIC e CRI – também se enquadra nestes esforços, assim como os programas da própria Bovespa para popularizar suas opções de aplicação, empreendidas nos últimos anos.⁵⁰ Junte-se um poderoso incentivo à oferta que uma suposta mudança cultural das famílias proprietárias (agora menos resistentes à divisão da posse e da gestão das empresas) teria representado, e se completa este primeiro bloco de indícios de uma “nova era” no relacionamento de empresas e investidores com o mercado de ações e outros títulos.

O segundo grupo de fatores a sustentar a expansão, essencialmente pelo lado da demanda, seria o ambiente macroeconômico interno: o ajuste nas contas externas e os seus efeitos sobre a taxa de câmbio, a manutenção das baixas taxas de inflação, a situação fiscal sob controle, e a previsibilidade sobre os rumos da política econômica teriam garantido o ambiente ideal para o crescimento do mercado de capitais, particularmente sensível à incerteza e à instabilidade em relação aos preços-chave macroeconômicos. Mais especificamente, dois resultados do processo de ajuste – a redução das taxas de juros internas, que lentamente estariam se aproximando de níveis internacionais, e a construção de uma curva de rendimentos de longo prazo em moeda nacional sem proteção contra a inflação e as variações cambiais (o que as emissões de títulos externos em reais já apontariam como uma realidade) – não apenas incentivariam a migração de recursos dos títulos públicos para aplicações no mercado de capitais, como ampliariam os horizontes dos investimentos por trás destes papéis, além de reduzirem a taxa de retorno requerida para se tornarem viáveis. Este raciocínio é bastante explícito, por exemplo, em Barros (2007).

Coutinho & Borges (2007), por sua vez, apontam a “consolidação da estabilização” (i.e., inflação baixa, pouco volátil e previsível), só obtida a partir de meados de 2005 com o robustecimento da posição externa e os seus conseqüentes efeitos sobre o câmbio e o movimento de preços, como o pré-requisito essencial para o desenvolvimento financeiro (do mercado de capitais em particular) que desde então viceja no país. Tal raciocínio vai além e sugere que os elementos ainda faltantes para um impulso definitivo ao processo – a redução da dívida mobiliária interna, a queda adicional das taxas de juros e a diminuição da volatilidade do

⁵⁰ Na mesma edição de *Época Negócios* já citada, matéria laudatória de Decol (2007) atribui estas iniciativas e grande parte da explosão recente ao espírito empreendedor do atual presidente da Bovespa e à sua sofisticação intelectual.

crescimento econômico, dado que os requisitos no setor externo já estão cumpridos – estariam garantidos pelo quadro macroeconômico atual, sem grandes esforços adicionais. Gustavo Franco resumia a percepção otimista e generalizada: “Moeda sadia e responsabilidade fiscal foram os pilares sobre os quais o mercado de capitais renasceu, de um jeito que não será mais possível estragar.”⁵¹

E é apenas como resposta a essa melhora nos “fundamentos” internos da economia brasileira que o terceiro conjunto de determinantes da “revolução” costuma ser citado (quando o é): a presença e a atividade dos investidores estrangeiros, em níveis atualmente recordes, no mercado local de instrumentos financeiros diretos. O argumento não é novo (a confiança nos rumos da economia local incentivando as apostas e referendando as escolhas corretas de política etc.), assim como não são as suas bases fundamentais, mais ou menos explícitas: a idéia de que são os determinantes domésticos que comandam a movimentação internacional do capital na direção dos países em desenvolvimento. Assim, as referências ao ciclo internacional de liquidez vêm imersas neste raciocínio que retira dele, e de sua relevância para o fenômeno em tela, justamente o que aqui se quer enfatizar: a falta de controle local sobre os rumos do processo, ou a ausência de garantias de que essa fase de “cheia”, com seus efeitos extraordinários, vá se perpetuar indefinidamente.

Ponderações semelhantes podem ser feitas em relação aos outros elementos explicativos. Não se pretende menosprezar os efeitos da melhoria no quadro macroeconômico sobre o desenvolvimento do mercado de capitais; apenas enfatizar que ela também depende em última instância das boas condições financeiras internacionais, particularmente aquele que parece ser o elemento decisivo na decisão de aplicação no mercado local: a perspectiva de estabilidade (ou mesmo de aumento) do valor da moeda local em relação às divisas-chave no plano internacional. Também não se deve desprezar outra dimensão deste último fenômeno: as perspectivas de apreciação cambial – e a confirmação muito intensa destas expectativas principalmente a partir do segundo semestre de 2004 – tornam a atratividade das ações e títulos negociados no Brasil ainda maior. O ganho projetado (e até aqui em larga medida confirmado) é duplo, já que além do crescimento no preço comum em qualquer ciclo de alta de ativos, o movimento da taxa de câmbio acrescenta uma valorização adicional em dólares.

⁵¹ Em entrevista adicional a *Época Negócios*. <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Epocanegocios/0,,EDG77550-8374-4,00.html> .

Mas esta discordância de fundo, sobre as grandes motivações das mudanças, não é a única. No que se refere às conseqüências do *boom* no mercado de capitais, as conclusões são igualmente tomadas pela euforia, atingindo graus inusitados de otimismo, em duas vertentes interligadas.

De um lado, o *status* do mercado de capitais, particularmente das emissões de ações, é elevado à condição de mecanismo mais adequado ao financiamento do investimento produtivo – parte-se da convicção de que todos os recursos levantados na bolsa se direcionarão, da forma mais eficiente possível, para o aumento da capacidade produtiva das empresas, gerando emprego e renda, contribuindo para o crescimento do país e à modernização das práticas de gestão – em contraposição ao crédito bancário.⁵²

Por outro lado, e como decorrência, algumas destas análises recorrem a uma comparação ainda mais alvissareira, que sugeriria a superação de um dos mais notórios entraves estruturais ao desenvolvimento do país ao longo de sua história: a ausência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo; só suprida, em parte, por um poderoso banco de desenvolvimento estatal. Somando-se todas as modalidades de captação primária, elas já representavam, em 2006, mais do que o dobro dos desembolsos do BNDES (Gráfico 17). Estes números abrem espaço para exageros reveladores não apenas do otimismo, mas também da avaliação que se faz da importância e da forma de atuação do Banco.⁵³

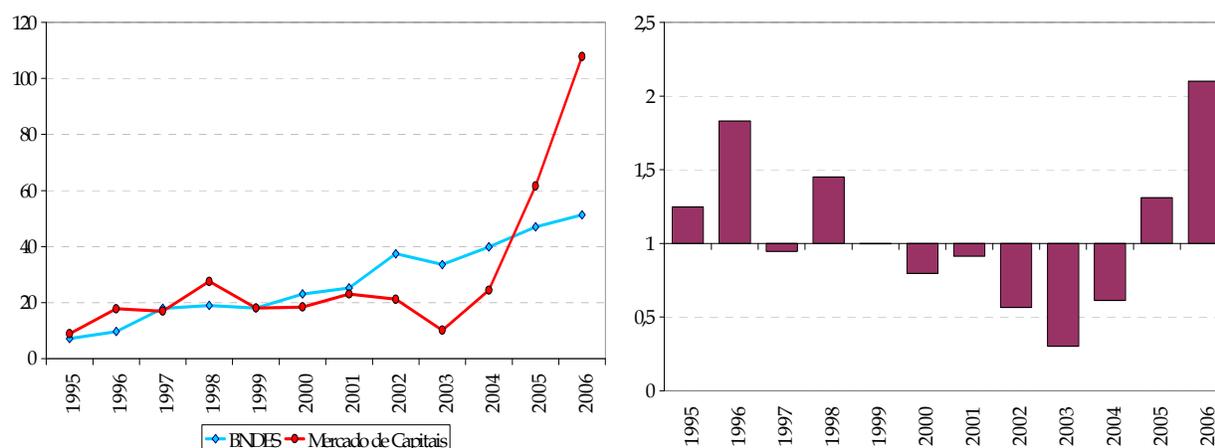
Aqui não se compartilha destas duas conclusões – sobre a superioridade do financiamento do investimento na forma de emissão de ações e títulos e sobre a superação do bloqueio ao crédito privado de longo prazo, dispensando o BNDES – por razões bastante concretas (que, no limite, até dispensam os pressupostos teóricos alternativos sobre o financiamento discutidos na introdução): não há garantia de que os recursos levantados no

⁵² Roberto Teixeira da Costa, ex-presidente da CVM, em depoimento à citada matéria de Salomão *et al.* (2007) afirmava: “O dinheiro captado na bolsa não desaparece quando entra na empresa. (...) Ele retorna à economia na forma de investimentos e emprego.” Por sua vez, e mais uma vez descontando certo exagero da linguagem jornalística, na matéria de Friedlander & Fucs (2007), em meio a declarações de especialistas como “chegamos à era do capitalismo com capital” e “estamos adotando o modelo anglo-saxão de capitalismo”, algumas frases são dignas de citação: “só com as bolsas funcionando de forma plena, o capitalismo pode demonstrar sua força. Na bolsa, o dinheiro não tem partido político nem preferência ideológica. Ele só quer gerar mais dinheiro. Premia naturalmente as empresas mais bem administradas, mais lucrativas, que geram mais negócios e mais empregos. O mercado de ações é, por isso, a melhor ferramenta já inventada para promover a distribuição da riqueza...”

⁵³ Novamente, as palavras da matéria de Salomão *et al.* (2007) valem a transcrição: “Durante décadas, a única opção para empresários que buscavam recursos de longo prazo para investir era bater às portas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e torcer para ser agraciado pelos burocratas. O crescimento vertiginoso das captações das empresas na bolsa mudou essa lógica. Desde 2005, ela se transformou na principal fonte de recursos para investimentos.”

mercado se destinem ao investimento, e a comparação com os desembolsos do BNDES parece bastante inadequada.

Gráfico 17: Emissões primárias no mercado de capitais *versus* desembolsos do BNDES: valores (R\$ bilhões) e proporção, 1995-2006



Fonte: Informativo CVM; BNDES. Elaboração própria.

Isto porque, ao contrário do que ocorre com as debêntures e ações e será detalhado na seqüência, os desembolsos do BNDES são financiamentos diretos, condicionados ao investimento, e portanto são, do ponto de vista macroeconômico, de natureza muito distinta. E também porque, como mostra o Gráfico 17, não é a primeira vez que a captação no mercado supera o total desembolsado pelo Banco: a relação entre as duas fontes de financiamento também oscila, em moldes semelhantes aos outros movimentos já vistos.⁵⁴

Assim, este maior ceticismo a respeito das conseqüências da expansão atual das captações se junta à ênfase, do ponto de vista das causas do fenômeno, no ciclo internacional de liquidez mais do que nos fatores domésticos, como eixos explicativos principais a conduzir a análise do mercado de capitais. Mas, para além desta visão geral, o detalhamento dos dois principais instrumentos financeiros presentes no mercado brasileiro – as debêntures e as ações – fornece informações adicionais importantes.

II.3.2.2. O mercado de debêntures

Em relação às debêntures, uma destas idéias centrais – a condução do processo de crescimento por parte dos investidores estrangeiros – não encontra respaldo nos números: como

⁵⁴ Esses dados têm sido apresentados em gráficos apenas com os números mais recentes (a partir de 2001 ou 2002), o que sugeriria um ineditismo que não corresponde aos fatos.

já explicitado no Gráfico 13 (figura direita), estes papéis não ocupam posição de destaque na composição da carteira dos estrangeiros. Ao contrário, o movimento de 1995 (quando, em alguns meses isolados esta participação superou os 7%) para frente foi de perda de espaço, se mantendo em queda, sempre em níveis inferiores a 1%, desde o início de 2004 – justamente o momento de explosão no mercado primário de debêntures mostrado no Gráfico 14.

Conforme ressaltam Lopes *et al* (2007) em estudo recente e bastante detalhado sobre este mercado, as principais razões para o pouco interesse dos aplicadores estrangeiros por tal mercado estão relacionadas à diferença de tributação criada com a MP 281 de fevereiro de 2006, que isenta de Imposto de Renda as aplicações em títulos públicos. A demanda de entidades como a Andima pela extensão dos benefícios a esses títulos corporativos, se vitoriosa, poderia significar um impulso formidável para o mercado, haja vista o ocorrido com a dívida pública, onde a participação estrangeira explodiu depois de concedido o benefício.

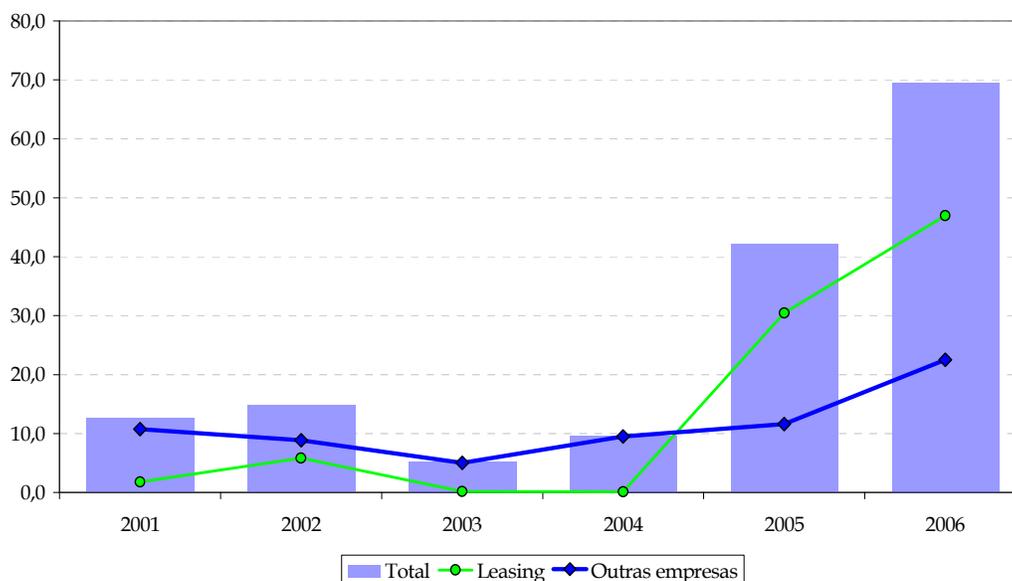
Esta ausência de influência direta não significa, obviamente, que o ambiente financeiro internacional não tenha relevância alguma neste segmento. Assim como ocorre para o mercado de crédito, e para o mercado de capitais em geral, é impossível compreender a tendência de aprofundamento financeiro sem levar em conta a melhora no quadro macroeconômico geral da economia brasileira – e particularmente a redução progressiva das taxas de juros e a possibilidade de construção de uma *yield curve* de prazos mais longos. E esta melhora é, nitidamente, reflexo do ambiente financeiro internacional progressivamente mais favorável a partir de 2003. No caso das debêntures, Lopes *et al.* (2007) apresentam fortes indícios de substituição, por grandes companhias, de dívida externa por interna dada a melhora nos custos relativos e à busca pela redução da exposição cambial. Mas, prosseguem os autores, reforçando a influência dos fatores externos (ainda que indiretamente) há que se considerar a repetição de fenômenos semelhantes de forte expansão em mercados de dívida corporativa em outras economias emergentes no período recente.

A outra das idéias centrais – o menor otimismo quanto aos efeitos, sobre as empresas e a economia brasileira como um todo, da expansão em curso – encontra no mercado de debêntures diferentes fatores de suporte, identificados por todos os que se debruçaram sobre o tema.⁵⁵ Uma lista dos problemas e desafios enfrentados por este mercado incluiria: a predominância das

⁵⁵ Foram consultados, além de Lopes *et al* (2007), os trabalhos de Sant'Anna (2006 e 2007); Cintra (2007); e os relatórios semestrais de Renda Fixa 1 a 5 (2004 a 2006), produzidos pela Gerência de Captações (GCAP) do Departamento de Captações da Área Financeira (AF/DECAP) do BNDES, disponíveis em http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/relat_rendafixa.asp.

empresas de *leasing* entre as emissoras; as condições de prazo e indexação; a concentração das captações; a falta de liquidez no mercado secundário e, não menos importante, o uso que tem sido feito dos recursos levantados. Cada um destes elementos são tratados brevemente na seqüência.

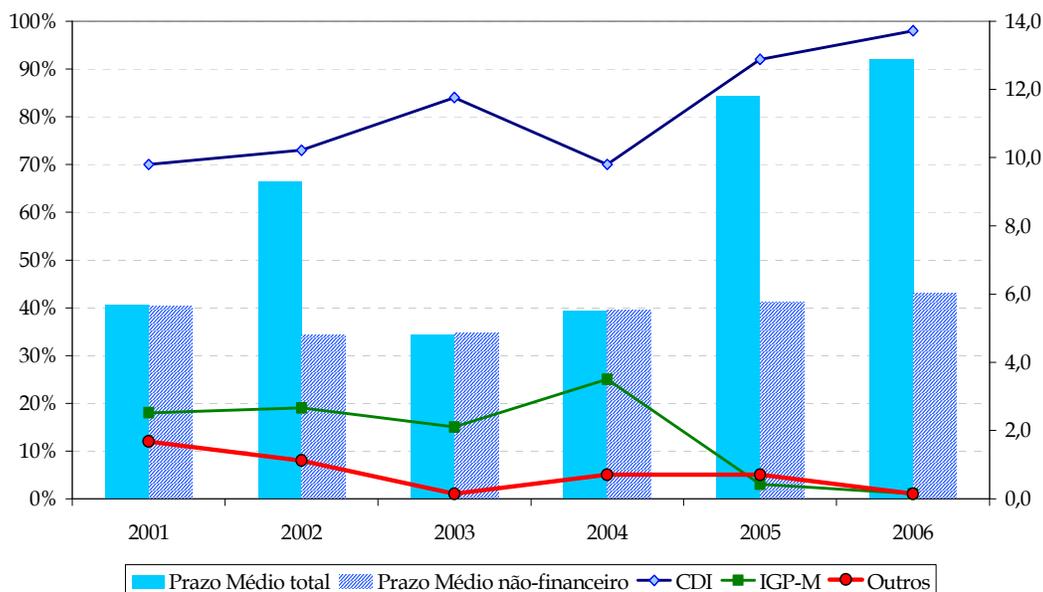
Gráfico 18: Mercado primário de debêntures, setor financeiro e empresas, R\$ milhões, 2001-2006



Fonte: AF/DECAP BNDES, Relatório Semestral n. 5 (segundo semestre 2006). Elaboração própria.

Primeiramente, vale destacar que, dos números das emissões primárias de debêntures – que como registrado na Tabela 2 representam 45% do total captado no mercado de capitais entre 1990 e 2006, e mais de 60% entre 2004 e 2006 – uma parcela muito significativa se refere a operações que não podem ser consideradas, de fato, operações típicas do mercado de capitais. Depois de valores insignificantes até 2004, nada menos que 72,2% em 2005 e 67,2% em 2006 dos valores registrados são emissões de empresas de *leasing*, o único tipo de instituição financeira autorizado a lançar estes papéis (Gráfico 18). São, na realidade, operações internas a um conglomerado financeiro, sendo a totalidade (ou quase: 92,3% em 2006) da oferta subscrita pelo próprio banco coordenador do próprio grupo, para capitalizar suas subsidiárias de *leasing*, alocação em fundos de investimento ou repasse a clientes em substituição aos CDBs. Foge-se assim do recolhimento de contribuições para o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), do recolhimento de depósitos compulsórios e de impostos. Nada que represente, portanto, financiamento às empresas, ao investimento, geração de emprego e renda etc.

Gráfico 19: Emissões de debêntures: estrutura de indexação (em %) e prazos médios (em anos), 2001-2006



Fonte: AF/DECAP BNDES, Relatório Semestral n. 5 (segundo semestre 2006). Elaboração própria.

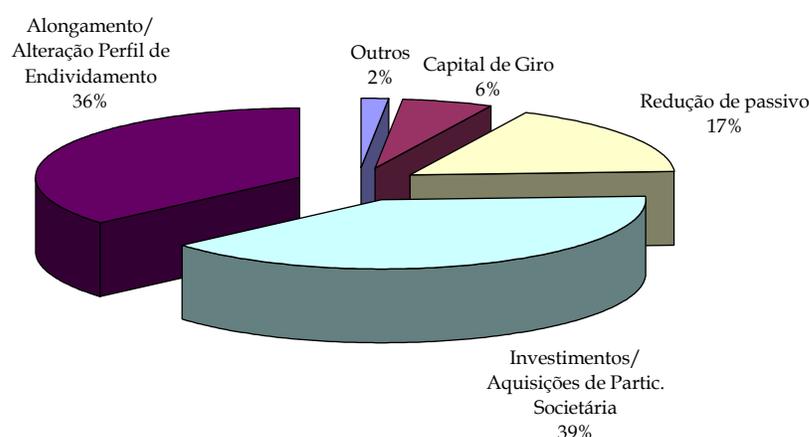
Mesmo excluídas estas operações do setor financeiro, o movimento é de crescimento desde 2004, porém com outras características negativas – mostradas no Gráfico 19 – que contribuem para certo ceticismo quanto aos desdobramentos da ascensão. Enquanto os prazos das debêntures em geral mais do que dobram de tamanho entre 2001 e 2006, o do segmento *leasing* ainda é bastante curto – superando levemente os seis anos apenas em 2006. Por outro lado, uma parcela muito significativa (nunca inferior a 70% de 2000 a 2006, acima de 90% nos dois últimos anos) está indexada ao CDI, em detrimento dos papéis vinculados a índices de preços. Tal estrutura de prazos e condições é bastante inadequada ao financiamento, por esta via, da inversão produtiva.

Quando observada a destinação dos recursos captados (no Gráfico 20, os números de 2006), a fatia classificada como investimentos não chega a 40% nem quando a ela estão acrescidos os números relativos a aquisições de participação societária.⁵⁶ Alongamento e redução do perfil do endividamento, e redução dos passivos, somados, englobaram mais de 53% do total, restando uma parcela menor para capital de giro e outros recursos. Retrato um pouco

⁵⁶ Esta “mistura” é impossível de ser evitada aqui, mas no que se refere ao mercado de ações, tratado posteriormente, tenta-se dividir o que de fato significa aumento da capacidade produtiva presente e futura, de transações meramente patrimoniais.

diferente, mas não mais favorável, era feito para os números deste mercado até 2005: forte participação da redução de passivos e alongamento do endividamento mas, principalmente em 2005 - ano da “explosão” das emissões - um predomínio absoluto (72%) na utilização para reforço do capital de giro das companhias (Sant’Anna, 2006). Ainda que tais dados sejam frutos da coleta de informações nos prospectos das emissões - e que não haja nenhuma garantia ou mecanismo legal que obrigue ao cumprimento desta “promessa” - são fortes indicações, que se somam às vistas acima, de que o crescimento do mercado de debêntures não significa automaticamente financiamento da inversão produtiva, como poderia-se imaginar à primeira vista.⁵⁷

Gráfico 20: Destinação dos recursos captados com emissões de debêntures, setor não financeiro (em %), 2006



Fonte: AF/DECAP BNDES, Relatório Semestral n. 5 (segundo semestre 2006). Elaboração própria.

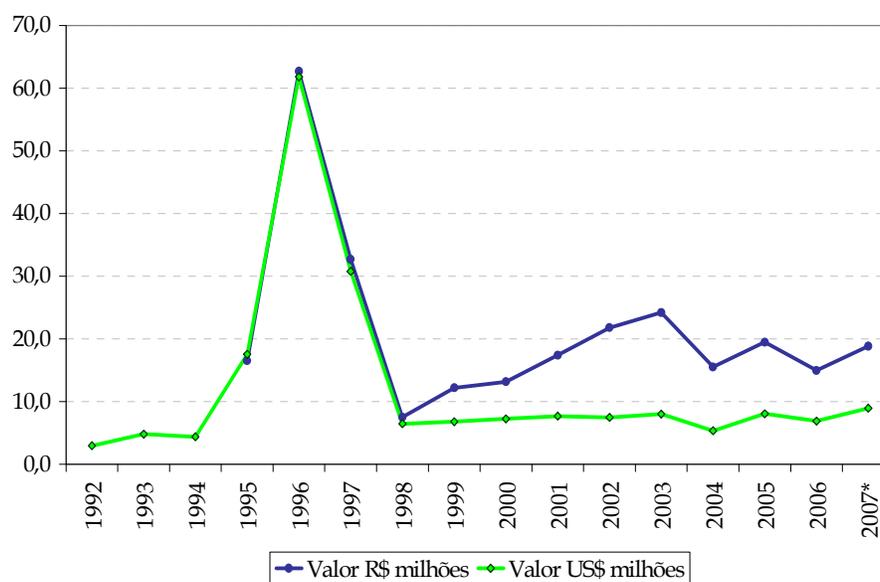
Por outro lado, nota-se que o mercado de debêntures ainda se mostra bastante concentrado e muito mais acessível às maiores empresas, mesmo entre as do setor produtivo. Como mostra Sant’Anna (2007), a participação das 3 maiores emissões no total do segmento foi de 35% em 2003; 27% em 2005 e 40% em 2006. Neste último ano, cinco emissões foram bilionárias e totalizaram quase 50% do total levantado, todas oriundas de grandes companhias:

⁵⁷ Matéria recente na imprensa - Silva Jr. & Vieira (2007) - utilizava os dados gerais (sem exclusão das empresas de *leasing*) fornecidos pela Andima para dar conta de uma melhora nas condições de prazo, o que somado aos dados de destinação dos recursos (que não separam investimento e aquisições de participação societária) configurariam um cenário de captação destinada para expansão da capacidade. Não parece ser essa a descrição mais adequada, a despeito de melhoras discretas nos últimos números.

Light (R\$ 1 bilhão); Brasil Telecom (R\$ 1,1 bilhão); Ambev (R\$ 2,1 bilhões); Telemar (R\$ 2,16 bilhões) e Vale do Rio Doce (R\$ 5,5 bilhões).

A trajetória do mercado secundário de debêntures, diante dos patamares atingidos pelo mercado primário e também por outros papéis no mercado brasileiro no período recente, também se revela muito pouco satisfatória e limita o alcance da expansão recente. O Gráfico 21 mostra valores extraordinariamente altos entre 1995 e 1997, e ausência de uma tendência clara de crescimento nos negócios no período mais recente. Além disso, como mostrado por Lopes *et al* (2007), tanto o volume diário negociado como quanto o giro têm apresentado nítida tendência de queda desde 2003 e há pouca transparência nas negociações secundárias. Estes autores arrolam (p. 58) seis fatores principais para esse baixo desenvolvimento do mercado secundário: pequeno estoque de títulos “efetivamente de mercado” (excluindo-se os papéis das *leasings* e os oriundos de negociações bancárias); predominância de títulos pós-fixados que não permitem aos investidores utilizá-los como instrumento de investimento unidirecional em uma taxa de juros determinada; distribuições concentradas em poucos investidores institucionais de grande porte que mantêm os papéis até o vencimento; ausência de investidores estrangeiros; pequena participação das tesourarias de bancos; e alto custo tributário para investidores não-financeiros negociarem seus títulos.

Gráfico 21: Mercado secundário de debêntures (Sistema Nacional de Debêntures + Bovespa Fix), 1992-2007⁽¹⁾



Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.

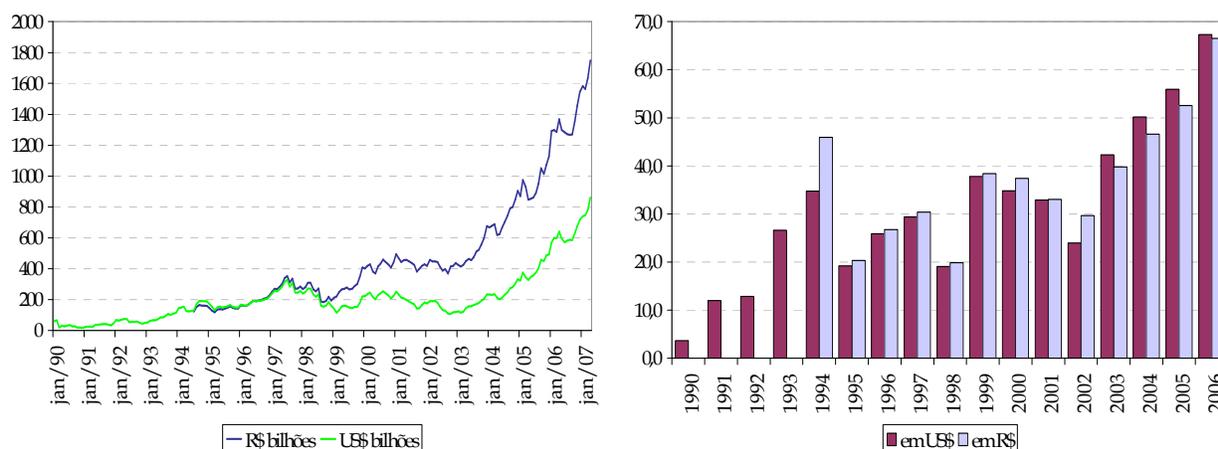
(1) Total do primeiro trimestre projetado para o ano todo.

II.3.2.3. O mercado de ações

No que se refere à negociação de ações na bolsa de valores, a pujança atual do mercado de capitais – e o acentuado caráter cíclico do seu comportamento, comandado pelos estrangeiros – se mostra de maneira ainda mais nítida, além de também não faltarem motivos para moderar o otimismo a respeito dos efeitos da atual situação positiva.

Há distintas formas – além do número de emissões primárias de ações e do volume de recursos assim levantado (Gráfico 15) – de se acompanhar a evolução deste segmento. O mercado secundário de ações, que representa a negociação dos títulos de propriedade já emitidos, pode ser apreendido tanto pelo lado do “estoque” (a capitalização total das companhias listadas na bolsa, em números absolutos e como porcentagem do PIB, Gráfico 22) quanto pelo lado do “fluxo” (o volume negociado nos pregões, e o índice das ações mais negociadas, Gráfico 23). Representam, respectivamente, a “profundidade” deste segmento do sistema financeiro e a liquidez e oscilações conjunturais do mercado secundário – que, por sua vez, servem como poderoso incentivo (ou inibidor) das ações por parte tanto dos ofertantes de recursos quanto das companhias tomadoras.

Gráfico 22: Capitalização total das companhias listadas na Bovespa: valores (R\$ bilhões e US\$ bilhões) e porcentagem do PIB, jan/1990 - abril/2007



Fonte: Informativo CVM; Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Sobre o indicador de profundidade, cabe uma constatação indisputável (principalmente se observada apenas a figura esquerda): nenhum outro período se compara à expansão vivida a partir de 2003, já que em termos absolutos o valor final aqui apresentado (de abril de 2007) é praticamente cinco vezes superior ao do ápice do primeiro ciclo (julho de 1997) e três vezes e

meia mais alto do que o de outro ponto de inflexão, localizado em janeiro de 2001. Em relação ao PIB, porém, a figura da direita mostra que ao longo do primeiro ciclo a ascensão também foi forte, mesmo se descontarmos os dados extraordinários do ano de 1994.

Assim, se é verdade que esses dados mais recentes alteram o quadro mais estrutural descrito na seção II.1 (de um mercado acionário correspondente a apenas um terço do produto, em patamar muito inferior ao de outros emergentes) também deve ser levado em conta de que este aprofundamento impressionante – pelos dados aqui mostrados, em US\$ a relação vai de menos de 4% do PIB em 1990 para mais de 67% ao final de 2006 – não se deu de forma linear, e esteve sujeito também às fortes oscilações características dos ciclos internacionais de liquidez. Em outros termos, para quem olha apenas os dados da “explosão” recente, não faltam motivos para imaginar que a bolsa brasileira mudou de fato de patamar⁵⁸, mas um olhar de mais longo prazo, atento às causas das oscilações, acrescentaria um pouco mais de prudência sobre a sustentação dessa realidade.

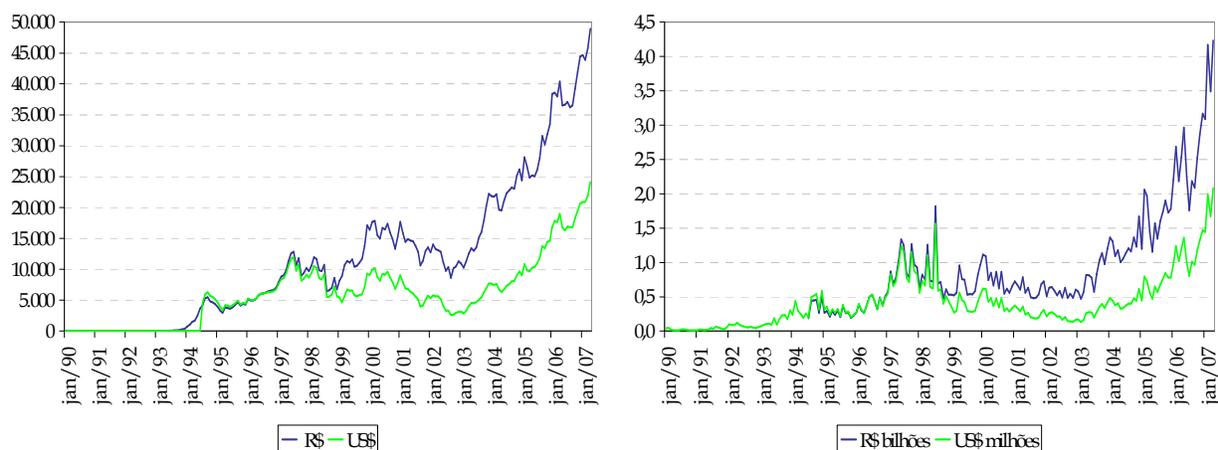
Conclusões semelhantes podem ser extraídas das figuras do Gráfico 23, que quantificam a oscilação nas cotações das ações mais negociadas e o volume diário médio negociado na Bovespa: tão óbvia como o ineditismo dos patamares recentemente atingidos é a oscilação que corresponde aos ciclos internacionais. Juntando estas informações às participações nos negócios por tipo de investidor, já vistas (Gráfico 16), constata-se que de fato – e no período recente até de forma mais intensa do que no ciclo anterior, quando as instituições financeiras tinham uma importância muito maior do que atualmente – são estes agentes os principais condutores dos movimentos mais longos.

Mas, para além desta influência estrangeira nas cotações, volumes, capitalização e incentivos ao lançamento de ações, parece estar também ocorrendo de fato uma mudança importante na forma de atuação destes investidores na Bovespa, que se junta às próprias modificações mais estruturais pelas quais passa o mercado local. Para entender tais transformações, cabe um rápido panorama da etapa anterior de dinamização do mercado – o

⁵⁸ Têm sido comuns, também, comparações em termos absolutos com outras bolsas de países emergentes – exercícios que se beneficiam e muito da apreciação cambial para inflar os seus resultados. Por exemplo, o superintendente de operações da Bovespa, Ricardo Nogueira, em entrevista recente (http://conversa-afiada.ig.com.br/materias/436001-436500/436331/436331_1.html) declarava sobre a capitalização do nosso mercado acionário: “A Bovespa hoje estaria entre as dez, quinze maiores. Obviamente, você pode dizer que as três primeiras – Estados Unidos, Inglaterra e Japão – estão bem na frente, e a França também, Euronext, bem à frente. Mas ali na faixa do US\$ 1 trilhão estamos ultrapassando bolsas conhecidas, grandes, como Coréia e Hong Kong, já estamos ultrapassando algumas dessas e ficando num patamar das Bolsas trilionárias. (...) Xangai está com US\$ 1,6 trilhão, nós ainda somos menor. A Coréia, US\$ 900 bilhões, nós já ultrapassamos. Isso é interessante.”

ciclo de valorização das ações dos anos 1990, que atinge o seu ápice em meados de 1997 – que, poderia ser resumido em algumas poucas características e operações.

Gráfico 23: Ibovespa (em pontos) e volume diário médio negociado na Bovespa (em R\$ bilhões e US\$ bilhões), jan/1990 - mar/2007



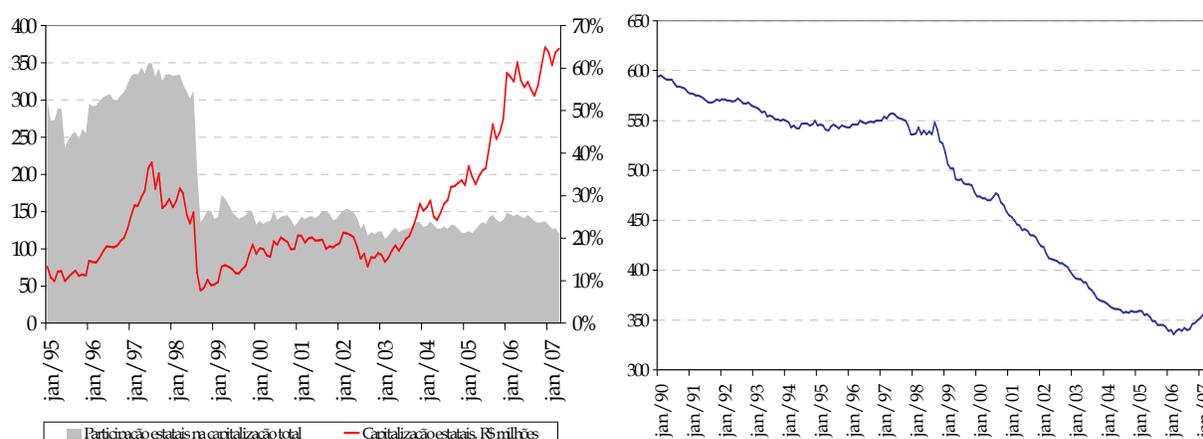
Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.

Como mostram em detalhes Prates (1999) e Freitas & Prates (2001), tratou-se basicamente de um movimento de subida das cotações concentrado em algumas empresas estatais em processo de privatização (ou de preparação para esta), com ativa participação de agentes residentes e não-residentes, mas que não estendeu seus efeitos ao mercado primário de forma significativa (como já havíamos constatado, feitos os ajustes para eliminar operações extraordinárias, pelo Gráfico 15). Na figura esquerda do Gráfico 24, uma demonstração eloqüente da situação: a capitalização total da Bovespa foi, principalmente a partir de 1996, em mais da metade composta pelas empresas estatais – o que muda drasticamente em meados de 1998, com a privatização do sistema Telebrás. A capitalização apenas destas companhias controladas pelo Estado também segue – com a exceção óbvia deste momento em que boa parte deixa de ser estatal – o movimento cíclico já visto e atinge agora patamares absolutamente inéditos, mas já não representam mais do que 25% do valor total.

Naquele primeiro momento, tratou-se de um movimento que, incentivado pelos determinantes gerais do ciclo internacional de liquidez, encontrou nas ações de companhias estatais com perspectiva de valorização, nas relativamente baixas relações preço/lucro e na baixa correlação da bolsa local com as estrangeiras acolhida suficiente para gerar uma forte valorização dos índices. Porém, esgotados os ganhos com a privatização, ampliadas as

correlações entre o mercado doméstico e o externo, contabilizada a incidência da CPMF sobre as operações cambiais (que indiretamente desestimula esse tipo de aplicação) e – principalmente – alterados os parâmetros mais fundamentais que comandam o ciclo internacional de liquidez, a Bovespa passa a “minguar” em praticamente todos os indicadores aqui analisados. É marca desta época, também, a migração de operações de captação de recursos pelas grandes empresas brasileiras nas bolsas internacionais (principalmente Nova Iorque), por meio dos *American Depositary Receipts* (ADRs).

Gráfico 24: Ibovespa: participação das estatais e número total de companhias listadas, jan/1990 – mar/2007



Fonte: Informativo CVM. Elaboração própria.

Ressalte-se que estas negociações no exterior também acabam influenciadas pelas condições gerais de aversão ao risco dos emergentes, e que, como destaca Cintra (2007), as operações no mercado de ADRs têm um caráter muito mais de “selo de qualidade” (necessário às tomadas de recursos no exterior por outras vias pelas grandes empresas brasileiras) do que de financiamento efetivo das atividades domésticas.⁵⁹ Mesmo que não seja, portanto, uma causa do processo, esta tendência é pelo menos uma manifestação adicional do esvaziamento do mercado doméstico durante a retração dos investidores estrangeiros, e dos limites das conseqüências de uma fase de euforia sobre o real financiamento da economia brasileira.

⁵⁹ Segundo o autor (p. 58), “...a maior parte das empresas brasileiras, que lançaram ADRs, não captou recursos novos. Ocorreram apenas algumas colocações secundárias relevantes (...) Isto significa que a estagnação do mercado primário doméstico não se deve à preferência das empresas pela captação de recursos no exterior mediante a emissão de ADRs. A opção por lançar ADRs não visou o mercado acionário propriamente dito, mas expor a empresa no exterior (inclusive adaptando-se às regras contábeis dos Estados Unidos) e prepará-la para colocações de títulos de dívidas no mercado internacional.”

Por outro lado, uma característica adicional da fase de dificuldades por que passou a bolsa no período de “seca” na liquidez internacional – a forte redução no número total de companhias listadas, figura direita do Gráfico 24 – permaneceu em ação até muito recentemente, e só a partir de 2006 começa a timidamente se recuperar, com as novas aberturas de capital em curso. Há vários aspectos envolvidos nesta tendência (como as aquisições e fechamentos de capital de determinadas companhias, os custos de se manter o capital aberto, os objetivos restritos da abertura no período anterior) mas ela também é, certamente, reflexo da retração que se seguiu à euforia, e ajuda a ilustrar a dimensão bastante reduzida (para ser exato, apenas 366 em abril de 2007) do universo de empresas brasileiras que participam deste segmento do mercado de capitais.

Porém, se o exame do passado recente fornece todos esses elementos de cautela quanto à perpetuação do atual estado favorável de coisas, há sinais de que algumas mudanças qualitativas estão em curso – e aqui pode-se retomar a argumentação sobre o momento atual e as transformações que ele envolve. Uma listagem exaustiva de todas as 97 emissões feitas na Bovespa entre o início de 2004 e abril de 2007, (Tabela 3) ajuda a esclarecer os mais relevantes aspectos destas mudanças. Não apenas as informações relativas a cada uma das operações (as últimas com dados incompletos ou preliminares) estão detalhadas, mas também os totais anuais e completos para oito critérios.

A primeira coluna, depois da data de lançamento e do nome da companhia, reflete uma das mudanças “institucionais” ou regulatórias que, como já discutido, ganham grande importância em algumas explicações para os movimentos recentes. Um número cada vez maior de empresas que vão à bolsa se enquadram às exigências mais rígidas do “Novo Mercado”, em detrimento dos níveis 1 e 2, e de algumas poucas que ainda seguiam as regras tradicionais. Em número de operações, o percentual vai se elevando progressivamente: dos 47% de 2004 até chegar aos 90% em 2007. No total do período, 65 das 97 emissões (67%) se adequam a este segmento de mercado.⁶⁰ Mas esta certamente não é mais importante mudança estrutural.

O dado que mais nos interessa aqui é o apresentado na última coluna, à direita. A participação dos investidores estrangeiros, como compradores das ações no momento em que são lançadas para negociação, é bastante expressiva: um pouco menos de 70% de tudo que foi emitido, em operações primárias e secundárias (aquelas em que os controladores se desfazem de

⁶⁰ Em termos de valor captado por empresas que aderem ao Novo Mercado em relação ao total, as porcentagens são semelhantes: 46% em 2004; 51% em 2005; 62% em 2006; 90% em 2007 e 62% na soma total.

parte das suas ações, e os recursos não entram na contabilidade da empresa) foi por eles absorvido, e esse valor é mais ou menos constante ao longo dos três anos (“e meio”) retratados na tabela. Separada por natureza da operação à qual se dirige, essa atuação dos estrangeiros também se mostra relativamente uniforme: absorvem 61% dos volumes levantados nas 15 emissões exclusivamente primárias que é possível analisar; 69% das 23 exclusivamente secundárias e 73% das mistas. Um perfil nitidamente distinto daquele verificado nos anos 1990 – até porque as emissões, primárias e secundárias, rareavam naquela época.⁶¹

Esta divisão entre operações primárias e secundárias nos últimos anos é outro aspecto a ser observado com cuidado – inclusive pela grande diferença que representa para as questões mais relevantes aqui (relativas ao financiamento das empresas): as distribuições secundárias em nada impactam os recursos à disposição das companhias, ampliando apenas a riqueza líquida dos controladores (famílias ou grupos proprietários, mas também em muitos casos a BNDESPar). Apesar de, muitas vezes, ser necessário o acréscimo deste tipo de oferta ao aumento de fato do capital para dar viabilidade ao negócio (atingindo um valor mínimo que viabilize todo o processo), também pode estar ocorrendo um aproveitamento do bom momento para capitalizar os proprietários, sem as conseqüências dinamizadoras que a injeção de dinheiro novo teria. Em outras palavras, o espetacular ciclo de preços das ações representa um prêmio muito grande para as famílias controladoras, que capturam esses ganhos através da abertura do capital da empresa.

Analisando os totais anuais da quarta coluna da esquerda para a direita, o que se constata é uma forte retração das operações exclusivamente secundárias em relação ao número total: dos 40% e 42% em 2004 e 2005, para os 19% em 2006 e apenas 5% em 2007, totalizando 24% para o período total. Mas o número relativo aos valores – agora medidos como a percentagem da captação primária sobre o total, na oitava coluna – é mais relevante, e revela uma evolução menos nítida, ainda que favorável: 50% em 2004; 31% em 2005; 54% em 2006 e 69% em 2007. O que também quer dizer que entraram para os cofres das empresas que foram à bolsa ao longo de todo este período analisado apenas 51% do total despendido pelos aplicadores.

⁶¹ Em adição às informações já apresentadas sobre as emissões primárias de ações no Gráfico 15, cabe acrescentar que, à exceção do ano 2000 (quando duas operações atípicas respondem por mais de 85% do total), as emissões secundárias também não foram muito significativas, nunca ultrapassando os R\$ 5 bilhões anuais. A partir de 2004, como se vê pela tabela, esses valores também cresceram exponencialmente.

Tabela 3: Resumo das Ofertas de Ações na Bovespa, 2004-2006

| Data | Empresa ⁽¹⁾ | Segmento ⁽²⁾ | Natureza ⁽³⁾ | Vol. Oferta Primária | Vol. Oferta Secundária | Vol. Total | Vol. Prim/Total | Participação Estrangeiros ⁽⁴⁾ |
|-------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------|--|
| 10/05/04 | CCR | Novo Mercado | Primária | 375.000.005 | - | 375.000.005 | 100% | 75% |
| 26/05/04 | Natura | Novo Mercado | Secundária | - | 768.120.637 | 768.120.637 | 0% | 67% |
| 24/06/04 | Gol | Nível 2 | Mista | 498.187.500 | 379.951.000 | 878.138.500 | 57% | 75% |
| 25/06/04 | ALL | Nível 2 | Mista | 267.375.000 | 320.850.000 | 588.225.000 | 45% | 71% |
| 06/09/04 | Weg | Nível 1 | Secundária | - | 319.384.800 | 319.384.800 | 0% | 41% |
| 24/09/04 | Braskem | Nível 1 | Mista | 1.210.950.000 | - | 1.210.950.000 | 100% | 74% |
| 29/09/04 | CPFL Energia | Novo Mercado | Mista | 684.649.515 | 136.312.659 | 820.962.174 | 83% | 69% |
| 29/10/04 | Grendene | Novo Mercado | Secundária | - | 616.900.000 | 616.900.000 | 0% | 64% |
| 29/10/04 | Sabesp | Novo Mercado | Secundária | - | 687.986.985 | 687.986.985 | 0% | 81% |
| 19/11/04 | DASA | Novo Mercado | Mista | 126.136.300 | 311.247.720 | 437.384.020 | 29% | 68% |
| 22/11/04 | Porto Seguro | Novo Mercado | Mista | 129.022.613 | 248.311.894 | 377.334.506 | 34% | 71% |
| 09/12/04 | Gerdau | Nível 1 | Secundária | - | 412.805.170 | 412.805.170 | 0% | 79% |
| 09/12/04 | Gerdau Metalurgica | Nível 1 | Secundária | - | 88.266.090 | 88.266.090 | 0% | 28% |
| 15/12/04 | Bradespar | Nível 1 | Primária | 1.044.546.272 | - | 1.044.546.272 | 100% | 66% |
| 17/12/04 | Suzano Pet. | Nível 2 | Mista | 31.900.000 | 146.740.000 | 178.640.000 | 18% | 35% |
| 2004 | 47% | 47% | 40% | 4.367.767.204 | 4.436.876.955 | 8.804.644.159 | 50% | 69% |
| 31/01/05 | Unibanco | Nível 1 | Secundária | - | 718.294.107 | 718.294.107 | 0% | 57% |
| 28/02/05 | Renar Maçãs | Novo Mercado | Primária | 16.000.000 | - | 16.000.000 | 100% | 5% |
| 23/03/05 | ALL | Nível 2 | Secundária | - | 644.865.678 | 644.865.678 | 0% | 80% |
| 30/03/05 | Submarino | Novo Mercado | Mista | 135.125.000 | 337.812.500 | 472.937.500 | 29% | 75% |
| 13/04/05 | Ultrapar | Tradicional | Mista | 47.218.028 | 314.786.853 | 362.004.881 | 13% | 75% |
| 28/04/05 | Gol | Nível 2 | Mista | 271.330.482 | 322.373.118 | 593.703.600 | 46% | 79% |
| 20/05/05 | Localiza | Novo Mercado | Secundária | - | 264.802.738 | 264.802.738 | 0% | 93% |
| 14/06/05 | TAM | Nível 2 | Mista | 383.942.160 | 164.546.640 | 548.488.800 | 70% | 74% |
| 15/06/05 | AES Tietê | Tradicional | Secundária | - | 1.059.840.084 | 1.059.840.084 | 0% | 80% |
| 01/07/05 | Lojas Renner | Novo Mercado | Mista | 343.138.259 | 542.890.492 | 886.028.751 | 39% | 86% |
| 13/07/05 | EDP | Novo Mercado | Mista | 1.170.132.696 | 14.570.028 | 1.184.702.724 | 99% | 26% |
| 15/07/05 | OHL | Novo Mercado | Mista | 135.000.000 | 360.999.990 | 495.999.990 | 27% | 70% |
| 14/09/05 | Unibanco | Nível 1 | Secundária | - | 1.765.197.436 | 1.765.197.436 | 0% | 80% |
| 15/09/05 | Bradespar | Nível 1 | Secundária | - | 505.059.260 | 505.059.260 | 0% | 67% |
| 23/09/05 | Cyrela | Novo Mercado | Mista | 629.175.000 | 273.000.000 | 902.175.000 | 70% | 72% |
| 28/10/05 | Nossa Caixa | Novo Mercado | Secundária | - | 953.955.994 | 953.955.994 | 0% | 71% |
| 18/11/05 | Cosan | Novo Mercado | Primária | 885.767.328 | - | 885.767.328 | 100% | 72% |
| 09/12/05 | Tractebel | Novo Mercado | Secundária | - | 1.051.700.000 | 1.051.700.000 | 0% | 55% |
| 16/12/05 | UOL | Nível 2 | Mista | 322.972.416 | 301.708.170 | 624.680.586 | 52% | 71% |
| 2005 | 47% | 53% | 42% | 4.339.801.369 | 9.596.403.085 | 13.936.204.455 | 31% | 70% |
| 02/02/06 | Iochpe | Nível 1 | Secundária | - | 340.203.787 | 340.203.787 | 0% | 47% |
| 08/02/06 | Copasa | Novo Mercado | Primária | 813.461.524 | - | 813.461.524 | 100% | 74% |
| 08/02/06 | Vivax | Nível 2 | Mista | 58.800.000 | 470.400.000 | 529.200.000 | 11% | 69% |
| 15/02/06 | Rossi | Novo Mercado | Mista | 762.500.000 | 250.000.000 | 1.012.500.000 | 75% | 80% |
| 17/02/06 | Gafisa | Novo Mercado | Mista | 494.394.000 | 432.594.750 | 926.988.750 | 53% | 72% |
| 02/03/06 | Company | Novo Mercado | Mista | 208.000.000 | 73.600.000 | 281.600.000 | 74% | 64% |
| 09/03/06 | Totvs | Novo Mercado | Mista | 344.800.000 | 115.200.000 | 460.000.000 | 75% | 69% |
| 10/03/06 | TAM | Nível 2 | Mista | 273.162.918 | 1.285.960.116 | 1.559.123.034 | 18% | 80% |
| 24/03/06 | DASA | Novo Mercado | Mista | 185.955.000 | 476.428.274 | 662.383.274 | 28% | 85% |
| 03/04/06 | Equatorial | Nível 2 | Mista | 256.070.000 | 284.200.000 | 540.270.000 | 47% | 77% |
| 13/04/06 | Saraiva | Nível 2 | Mista | 66.000.000 | 116.599.230 | 182.599.230 | 36% | 86% |
| 13/04/06 | Duratex | Nível 1 | Mista | 195.750.000 | 413.250.000 | 609.000.000 | 32% | 46% |
| 17/04/06 | Submarino | Novo Mercado | Mista | 291.506.030 | 637.570.890 | 929.076.920 | 31% | 91% |
| 20/04/06 | Localiza | Novo Mercado | Mista | 156.825.000 | 237.214.274 | 394.039.274 | 40% | 74% |
| 27/04/06 | Abnote | Novo Mercado | Secundária | - | 480.434.790 | 480.434.790 | 0% | 80% |
| 28/04/06 | Randon | Nível 1 | Mista | 99.000.000 | 136.200.207 | 235.200.207 | 42% | 57% |
| 02/05/06 | CSU | Novo Mercado | Mista | 100.288.746 | 240.683.832 | 340.972.578 | 29% | 83% |
| 02/05/06 | BrasilAgro | Novo Mercado | Primária | 583.200.000 | - | 583.200.000 | 100% | 82% |

Tabela 3 (cont.): Resumo das Ofertas de Ações na Bovespa, 2004-2006

| Data | Empresa ⁽¹⁾ | Segmento ⁽²⁾ | Natureza ⁽³⁾ | Vol. Oferta Primária | Vol. Oferta Secundária | Vol. Total | Vol. Prim/Total | Participação Estrangeiros ⁽⁴⁾ |
|--------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------|--|
| 15/05/06 | Lupatech | Novo Mercado | Mista | 190.829.122 | 261.910.902 | 452.740.024 | 42% | 78% |
| 01/06/06 | GP Investments1 | Tradicional | Primária | 705.980.849 | - | 705.980.849 | 100% | 78% |
| 02/06/06 | Datasul | Novo Mercado | Mista | 150.697.674 | 166.314.834 | 317.012.508 | 48% | 80% |
| 14/06/06 | Porto Seguro | Novo Mercado | Secundária | - | 201.000.000 | 201.000.000 | 0% | 54% |
| 28/06/06 | Banco do Brasil | Novo Mercado | Secundária | - | 2.273.208.950 | 2.273.208.950 | 0% | 51% |
| 10/07/06 | Cyrela | Novo Mercado | Mista | 728.650.000 | 109.297.500 | 837.947.500 | 87% | 88% |
| 24/07/06 | MMX | Novo Mercado | Primária | 1.118.895.570 | - | 1.118.895.570 | 100% | 76% |
| 27/07/06 | Abyara | Novo Mercado | Primária | 163.770.250 | - | 163.770.250 | 100% | 83% |
| 28/07/06 | Cesp | Nível 1 | Primária | 3.200.000.000 | - | 3.200.000.000 | 100% | 30% |
| 22/09/06 | Medial | Novo Mercado | Mista | 474.075.000 | 268.212.328 | 742.287.328 | 64% | 76% |
| 25/09/06 | Eletropaulo | Nível 2 | Secundária | - | 1.345.481.065 | 1.345.481.065 | 0% | 60% |
| 09/10/06 | Klabim Segall | Novo Mercado | Mista | 360.573.750 | 166.773.750 | 527.347.500 | 68% | 69% |
| 13/10/06 | Santos Brasil | Nível 2 | Mista | 924.968.759 | 8.433.341 | 933.402.100 | 99% | 80% |
| 18/10/06 | M.Dias Branco | Novo Mercado | Secundária | - | 410.766.300 | 410.766.300 | 0% | 72% |
| 27/10/06 | Perdigão | Novo Mercado | Primária | 800.000.000 | - | 800.000.000 | 100% | 55% |
| 23/10/06 | Brascan | Novo Mercado | Mista | 940.000.000 | 248.000.000 | 1.188.000.000 | 79% | 87% |
| 26/10/06 | Profarma | Novo Mercado | Mista | 310.500.000 | 90.562.500 | 401.062.500 | 77% | 70% |
| 27/10/06 | Terna | Nível 2 | Mista | 417.780.342 | 208.890.171 | 626.670.513 | 67% | 65% |
| 13/11/06 | Brasil Ecodiesel | Novo Mercado | Primária | 378.932.220 | - | 378.932.220 | 100% | 68% |
| 01/12/06 | OdontoPrev | Novo Mercado | Mista | 161.913.052 | 360.118.192 | 522.031.244 | 31% | 63% |
| 11/12/06 | Positivo Informática | Novo Mercado | Mista | 65.800.000 | 538.312.150 | 604.112.150 | 11% | 69% |
| 14/12/06 | São Carlos | Novo Mercado | Mista | 341.250.000 | 139.670.018 | 480.920.018 | 71% | 84% |
| 18/12/06 | Lopes | Novo Mercado | Secundária | - | 474.720.000 | 474.720.000 | 0% | 71% |
| 22/12/06 | Dufry | Tradicional | Secundária | - | 849.754.937 | 849.754.937 | 0% | 69% |
| 2006 | 62% | 69% | 19% | 16.324.329.805 | 14.111.967.087 | 30.436.296.892 | 54% | 68% |
| 26/01/07 | PDG | Novo Mercado | Mista | 432.263.062 | 216.131.538 | 648.394.600 | 67% | 93% |
| 31/01/07 | Rodobens | Novo Mercado | Primária | 448.500.000 | - | 448.500.000 | 100% | 67% |
| 31/01/07 | Camargo Corrêa | Novo Mercado | Mista | 478.500.000 | 43.499.986 | 521.999.986 | 92% | 56% |
| 01/02/07 | Tecnisa | Novo Mercado | Mista | 590.652.257 | 200.650.827 | 791.303.084 | 75% | 68% |
| 07/02/07 | Iguatemi | Novo Mercado | Primária | 548.677.440 | - | 548.677.440 | 100% | 72% |
| 08/02/07 | Embraer | Novo Mercado | Secundária | - | 1.789.970.678 | 1.789.970.678 | 0% | 88% |
| 12/02/07 | São Martinho | Novo Mercado | Mista | 260.000.000 | 163.680.000 | 423.680.000 | 61% | 53% |
| 16/02/07 | GVT | Novo Mercado | Primária | 1.076.400.000 | - | 1.076.400.000 | 100% | 76% |
| 12/03/07 | Anhanguera Educacional | Nível 2 | Mista | 426.825.000 | 85.500.000 | 512.325.000 | 83% | 77% |
| 16/03/07 | Gafisa | Novo Mercado | Mista | 1.031.591.600 | 139.713.366 | 1.171.304.966 | 88% | - |
| 02/04/07 | Romi* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 29/03/07 | JBS* | Novo Mercado | Mista | 1.200.000.000 | 400.000.000 | 1.600.000.000 | 75% | - |
| 02/04/07 | Pine* | Nível 1 | Mista | 347.468.850 | 156.109.198 | 503.578.048 | 69% | - |
| 02/04/07 | Even* | Novo Mercado | Primária | 416.008.000 | - | 416.008.000 | 100% | - |
| 05/04/07 | Atmosfera* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 05/04/07 | BR Malls* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 12/04/07 | Heringer* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 12/04/07 | JHSF* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 13/04/07 | Metalfrio* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 19/04/07 | Bematech* | Novo Mercado | Mista | - | - | - | - | - |
| 23/04/07 | CR2* | Novo Mercado | Primária | - | - | - | - | - |
| 2007 | 86% | 90% | 5% | 7.256.886.209 | 3.195.255.592 | 10.452.141.801 | 69% | 65% |
| Total | 62% | 67% | 24% | 32.288.784.588 | 31.340.502.718 | 63.629.287.306 | 51% | 68% |

Fonte: Bovespa. Elaboração própria.

(1) As operações destacadas em cinza são IPOs. As percentagens anuais referem-se às IPOs sobre o número total de operações.

(2) As percentagens anuais se referem às emissões pelo Novo Mercado sobre o número total de operações.

(3) As percentagens anuais se referem às emissões exclusivamente secundárias sobre o número total de operações.

(4) Participação de estrangeiros no valor das negociações locais somada à parcela da emissão realizada no exterior (quando for o caso).

* Dados incompletos e/ou preliminares, não computados para os totais anuais.

Uma outra qualificação importante, que não deve ser confundida com a vista acima, é a relativa ao caráter inicial ou não da oferta pública de ações. As companhias cujo nome estão

destacados em cinza na segunda coluna da tabela estão realizando sua abertura de capital – *IPO* (*Initial Public Offer*) na sigla em inglês –, tendo as suas ações negociadas em mercado pela primeira vez. Essa operação pode representar aumento do capital e portanto captação de recursos para a empresa (emissão primária) e/ou a diluição da propriedade (ofertas mistas ou secundárias). Também aqui chama a atenção a evolução muito favorável dos números: a proporção das “estréias” em relação ao número total de ofertas cresce de 47% em 2004 e 2005 para 62% em 2006 e 86% em 2007 (62% no total).⁶² Isto significa que a incorporação de novos participantes mercado acionário, responsável pela tímida reversão da queda no número de empresas com ações listadas na Bovespa (vista na figura direita do Gráfico 24), avança em ritmo acelerado, e também indica uma nova fase. Reforçando ainda mais o movimento, destas 59 estreantes na bolsa, seis – ALL, Gol, TAM, DASA (Diagnósticos da América), Submarino e Gafisa – voltam ao mercado dentro do período em foco. Mas, como seria de se esperar, em nenhum destes casos a captação primária superou 50% do total da oferta.

Ainda em relação a essa “corrida à bolsa” – agora por parte não apenas dos aplicadores seduzidos pelos altos rendimentos, mas também pelas empresas e por seus controladores – cabe destacar a diversificação, setorial e por porte das empresas, envolvida. A “febre” de *IPOs* tem seu marco inicial com a abertura do capital de duas empresas de grande porte e de alta visibilidade em seus setores: a Natura e a Gol, seguidas pela ALL, do ramo de logística, todas no primeiro semestre de 2004. O movimento que se seguiu foi incorporando empresas com características similares (CPFL, TAM, Grendene, UOL), mas também, e de forma crescente, empresas menores e de ramos de atividade antes alheios ao mercado de capitais. Os exemplos mais comentados são os do setor agropecuário (Renar Maçãs, Cosan, São Martinho, BrasilAgro, Brasil Ecodiesel, JBS Friboi); da indústria eletrônica e de tecnologia da informação e comunicações (além do UOL, Vivax, Totvs, Datasul, Positivo Informática, Bematech); e principalmente do setor imobiliário (Gafisa em duas operações, Company, Abyara, Klabin Segall, Brascan, Lopes, PDG, Tecnisa e Cyrela – que já tinha ações negociadas mas vai ao mercado duas vezes neste período). A diversificação setorial é, portanto, outra das novidades positivas do ciclo atual.⁶³

⁶² Em termos dos valores, foram captados por *IPOs*, em relação ao total, 51% em 2004; 39% e, 2005; 51% em 2006; 72% em 2007 e 52% no total.

⁶³ Segundo levantamento da Bovespa, englobando as emissões primárias e secundárias de 2004 até o início de 2007, a distribuição setorial era a seguinte: Construção e Engenharia: 24%; Energia Elétrica (muito influenciada pela operação da Cesp em 28/07/2006 de que se voltará a tratar adiante): 21%; Transporte: 11%; Holdings Diversificadas: 7%;

É evidente que fatores e perspectivas específicas a cada um destes setores – as boas perspectivas em relação aos combustíveis renováveis, as previsões de um *boom* regado a crédito no mercado imobiliário etc. – alimentam partes desta tendência, mas parece também muito claro que se trata de uma onda, que tem seu impulso principal no bom momento vivido pela Bovespa, e que não pára de crescer,⁶⁴ envolvendo além daqueles acima citados os setores de seguros, assistência médica e até educação superior, entre outros. Se por um lado isso de fato traz toda uma série de mudanças positivas quanto à gestão dos negócios e amplia as possibilidades de financiamento – as matérias recentes de *Exame*, *Época* e principalmente *Época Negócios* citadas anteriormente fazem uma exegese destas vantagens – por outro pode envolver excessos e “fadiga” no (ainda bastante restrito) mercado local de capitais: são os conhecidos riscos de “bolha”, não apenas no mercado secundário mas também no primário.⁶⁵

Isto tudo mapeado, restaria analisar o outro lado desta onda de ofertas – o da destinação dos recursos captados –, cuja importância para as questões que balizam este estudo é bastante óbvia. Mesmo que ela envolva estes riscos acima apontados, mesmo que dependa fortemente (em variadas instâncias) das grandes ondas de liquidez internacional sobre cujos efeitos e causas o país tem pouco controle, mesmo que as esperanças e promessas dela emanados pareçam um pouco exageradas pelos seus propagandistas... ainda assim poderia-se estar vivendo um período de forte incremento do investimento produtivo, da tecnologia, do emprego e da renda, por parte das várias empresas que vão a mercado ofertar ações. Esta é, inclusive, parte da retórica mais otimista, e que se utiliza da comparação indevida com os desembolsos do BNDES para sustentar seus argumentos.

Infelizmente, este cenário ainda parece um pouco longe da realidade, dadas as evidências disponíveis sobre o rumo que tem tomado o dinheiro. A forma normalmente utilizada para quantificar a destinação dos recursos provenientes de emissão de ações – assim como no caso das debêntures, já comentado – é o mapeamento através das informações dos prospectos das ofertas. Um levantamento deste tipo é realizado pela própria Bovespa, e os seus resultados até o início de fevereiro de 2007 estão organizados no Gráfico 25. Os dados estão

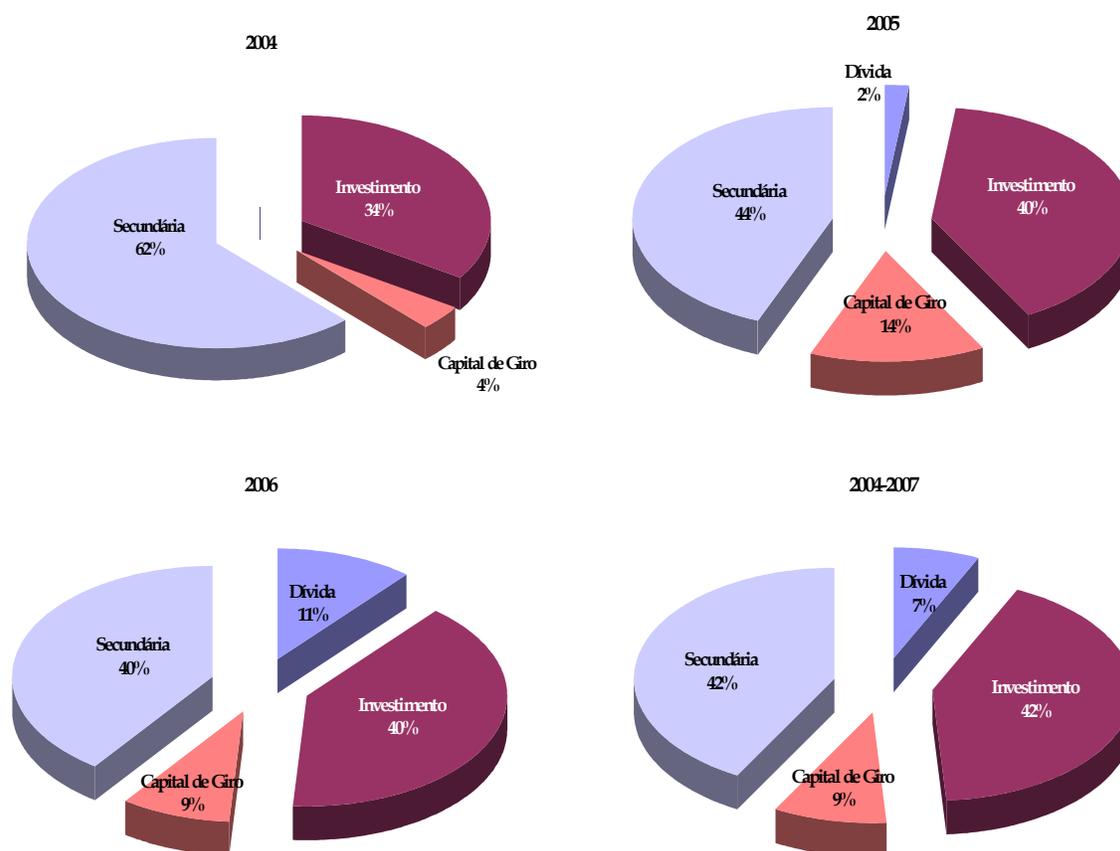
Alimentos: 6%; Químicos: 5%; Mineração: 4%; Comércio: 4%, Saúde: 3%; e Outros: 15%. O autor agradece a Sergio Luiz de Cerqueira Silva, funcionário da Bovespa, pelo fornecimento destas e das outras informações constantes na Tabela 3 e no Gráfico 25.

⁶⁴ Ao longo de todo o primeiro semestre de 2007 o total de emissões exclusivamente primárias chegava a 45, contra 26 de todo o ano de 2006.

⁶⁵ Análise de mercado no âmbito do Deutsche Bank (Paiva, 2007) identificava, ainda em maio, os sinais de “fadiga” no comportamento das ações oriundas de IPOs na América Latina, especialmente no Brasil.

divididos, de acordo com a participação percentual no total levantado, em quatro categorias: Secundária (como já comentado, o dinheiro não entra na empresa, vai direto para os controladores); Dívida; Investimento e Capital de Giro. Os números anuais de 2004 a 2006, e também o somatório até fevereiro de 2007 são especificados.

Gráfico 25: Destinação dos recursos captados por emissão de ações, prospectos, 2004-2007, em %



Fonte: Bovespa.

A leitura destes dados mostra, de partida, alguns aspectos já ressaltados na Tabela 3. O mais importante deles é a grande participação das emissões secundárias no total – o que reforça os indícios de que, mais do que alavancando a expansão e dinamização das empresas, o *boom* pode estar sendo aproveitado por controladores para se tornarem mais líquidos, sem grandes impactos macroeconômicos. Também é verdade, como já comentado, que esta parcela vem se reduzindo ao longo destes quatro anos, mas ainda representa, por esta conta e no somatório geral, o mesmo volume dos recursos planejados para investimento. Os prospectos mostrariam

ainda fatias relativamente pequenas para as intenções de uso em liquidação de dívidas e capital de giro (7% e 9% no total acumulado no período). Daqui sai, portanto, um quadro bem menos otimista do que o sugerido por certas associações automáticas entre emissões e investimento, ampliação, emprego etc. Quadro que, repita-se, se situa apenas no plano da intenção expressa no prospecto, sem nenhum mecanismo legal de acompanhamento do uso dos recursos.

Na busca de contornar tal dificuldade metodológica, e avançar na compreensão do que de fato está acontecendo com os recursos levantados no mercado de ações no período recente, recorreu-se a uma fonte alternativa. A partir dos dados de uma vasta sondagem do *Valor Econômico* junto a 50 empresas que realizaram ofertas primárias ou mistas na Bovespa desde 2004 - e que deram origem a algumas reportagens coordenadas por Balarin & Adachi (2007) - montou-se uma tabulação alternativa, no Gráfico 26, que apresenta várias diferenças em relação à mostrada acima.⁶⁶ A primeira e mais importante é que não se trata mais das intenções declaradas nos prospectos, e sim de sondagens com representantes oficiais das companhias, que declaram o que já foi (ou está sendo) realizado com os recursos captados nas ofertas - que, segunda diferença, são apenas as primárias. Não está retratada aqui, portanto, a limitação mais explícita do movimento atual de emissões - a grande participação (ainda que decrescente) de operações que não implicam financiamento às empresas.

Também em decorrência do objetivo de sair do plano das intenções das companhias emissoras, de partida são descartados vários casos de ofertas mais recentes (todas as de 2007), para as quais a matéria jornalística utilizou justamente as informações dos prospectos. Outros cortes tiveram que ser feitos devido à falta de respostas precisas aos questionamentos ou à impossibilidade de classificação quantitativa das mesmas. No final das contas, chegou-se a um universo de 39 operações contabilizadas entre 2004 e 2006, das 54 do período que envolviam a entrada de recursos na empresa (mistas ou exclusivamente primárias). Esses 72% no número de operações (89% das de 2004; 82% das de 2005 e 65% das de 2006) se traduz em 60% do valor primário captado no período ou R\$ 14,93 bilhões dos R\$ 25,03 bilhões (72% em 2004; 96% em 2005; e 47% em 2006).⁶⁷

⁶⁶ O autor agradece às duas jornalistas pelo envio destas informações, eximindo-as, obviamente, de qualquer responsabilidade pelo uso que aqui se fez delas.

⁶⁷ A lista de empresas, algumas das quais com mais de uma emissão, na ordem cronológica da primeira, é a seguinte: Gol, ALL, CPFL Energia, DASA, Porto Seguro, Bradespar, Suzano Petroquímica, Renar Maças, TAM, Lojas Renner, EDP, OHL, Cyrella, Cosan, UOL, Vivax, Rossi, Gafysa, Company, Totvs, Equatorial, Duratex, Localiza, Randon, CSU, Lupatech, Datasul, MMX, Cesp, Medial, Santos Brasil, Brascan, Odontoprev, Positivo Informática.

Em termos de classificação, adotou-se aqui outras quatro categorias, julgadas mais adequadas: Investimento e Expansão; Caixa/Capital de Giro; Operações Patrimoniais; e Liquidação de Dívidas. As últimas duas merecem alguns esclarecimentos. Considerou-se como operação patrimonial as aquisições de outras empresas (tratadas no levantamento da Bovespa como investimento), as reorganizações societárias e, nas situações I e II retratadas no gráfico, as aquisições de terrenos pelas companhias do setor imobiliário – ou o chamado *land bank*, que pode ou não se transformar em empreendimentos futuros. Como esta qualificação certamente gera dúvidas, nas situações III e IV, tais aquisições foram classificadas como investimento e expansão de atividades. Por outro lado, no que se refere à liquidação de dívidas, os totais aqui apresentados parecem muito influenciados por uma única e extraordinária emissão (realizada em julho de 2006 pela Cesp, no valor de R\$ 3,2 bilhões – um quinto do valor total considerado) destinada exclusivamente para esse fim. Assim, nas situações I e III esta operação está incluída, mas nas situações II e IV ela foi retirada da amostra.

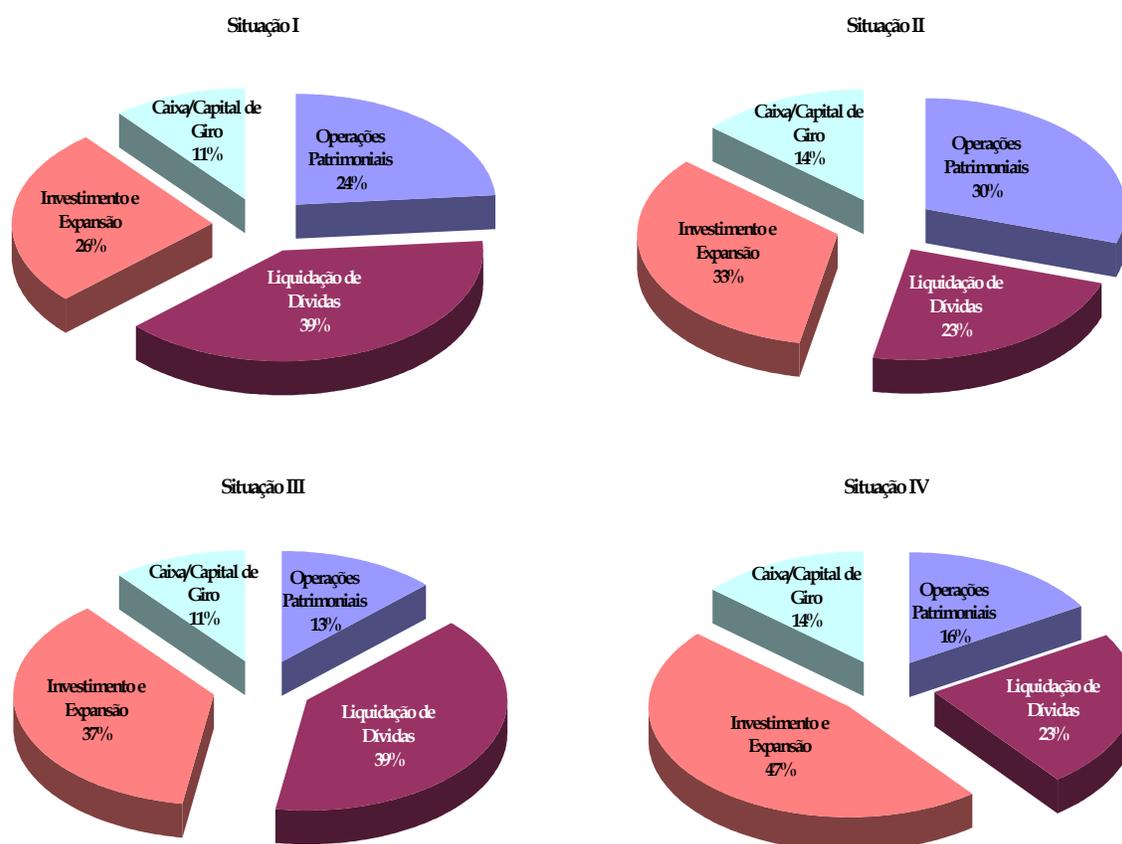
Todos esses procedimentos visam não apenas contornar as limitações da “irrealidade” das informações dos prospectos prévios à entrada de recursos, mas também separar operações que têm na prática um caráter muito distinto daquele normalmente atribuído ao investimento, do ponto de vista macroeconômico. Certamente é uma tentativa imperfeita, mas pelo menos seus defeitos são de natureza distinta dos existentes no procedimento anterior. Os dados mostrados no Gráfico 26, segundo essas quatro categorias, para as quatro situações e sempre para o somatório do período, podem enfim ser analisados em detalhe.

Independente das diferenças entre as quatro situações apresentadas, a distribuição dos recursos, já excluídas as distribuições secundárias, parece tomar caminhos um tanto distintos daqueles previstos nos prospectos. É bastante relevante a participação da liquidação de dívidas (de 23% a 39% conforme o cenário) no total, indicando um movimento de troca de mecanismos de financiamento por parte das empresas – pelas razões conjunturais de que uma alternativa se revela, no momento, mais barata do que a outra, ao contrário do que prevê a teoria.

Se de fato isso pode (e deve) estar associado a uma melhora nas condições financeiras gerais da companhia, por outro lado também indica ausência de grandes projetos de investimento e expansão à procura de novos sócios (o que costuma ser a imagem associada às ofertas de ações). Não se pretende aqui ignorar que os passivos presentes na estrutura financeira da companhia provavelmente estão vinculados a decisões pretéritas de investimento, nem que esta alternativa para uma melhor administração da situação financeira não abra espaço para

novas inversões produtivas. O objetivo é simplesmente deixar claro que, entre o plano das intenções e o uso concreto do dinheiro, em muitos casos tem ganhado espaço justamente essa administração financeira em detrimento da expansão da capacidade – ou seja, não parece no presente momento haver associação automática entre captação primária e investimento.

Gráfico 26: Destinação dos recursos captados por emissão primária de ações, sondagens, 2004-2006, em %



Fonte: *Valor Econômico*; Balarin & Adachi (2007). Elaboração própria.

Situação I: Dados de 39 emissões primárias, considerando a compra de terrenos, pelas companhias do setor imobiliário, como "operações patrimoniais".

Situação II: Dados de 38 emissões primárias (exclui a operação da Cesp de jul/2006), considerando a compra de terrenos, pelas companhias do setor imobiliário, como "operações patrimoniais".

Situação III: Dados de 39 emissões primárias, considerando a compra de terrenos, pelas companhias do setor imobiliário, como "investimento e expansão de atividades".

Situação IV: Dados de 38 emissões primárias (exclui a operação da Cesp de jul/2006), considerando a compra de terrenos, pelas companhias do setor imobiliário, como "investimento e expansão de atividades".

Raciocínio semelhante pode ser feito em relação aos recursos que, oriundos dos novos acionistas, são usados para o dia-a-dia das companhias ou ficam no caixa, esperando (ou não) oportunidades de alocação em outras formas de aplicação financeira – cuja parcela varia de 11% a 14% de acordo com as opções feitas. Além do reduzido impacto macroeconômico, estas

destinações provavelmente estarão frustrando as expectativas dos investidores que procuram o mercado de ações.⁶⁸

Mas o que mais chama a atenção é a participação relativamente reduzida dos investimentos e expansão de atividades *strictu sensu*, cuja fatia em nenhum dos cenários chega sequer a 50% dos recursos. É óbvio que, dependendo do setor ou da empresa, a estratégia de crescimento se dá via aquisições e outras operações patrimoniais (cujo peso varia de um mínimo de 13% a um máximo de 30% de acordo com o exercício). Mas o fato é que tais transações não indicam aumento da capacidade produtiva, ampliação de emprego e tecnologia, aumento do potencial de crescimento. Pelo contrário, parecem fornecer elementos adicionais de dúvidas, a respeito da perenidade dos resultados concretos sobre o conjunto da economia, de uma fase cujas motivações principais estão em última instância longe do controle do país.

II.4. Conclusões e perspectivas

Ao longo de todo o primeiro semestre de 2007 – e na realidade mesmo antes disso – um tema tem dominado a agenda de discussões dos agentes mais relevantes do mercado financeiro: a elevação da dívida externa soberana brasileira, em moeda estrangeira, à categoria de grau de investimento. Como já explicitado no primeiro relatório, todos os progressos macroeconômicos obtidos pelo país nos últimos tempos, particularmente os no *front* externo, ensejaram uma seqüência de *upgrades* consecutivos das principais agências de classificação de risco, até o estágio atual: um degrau abaixo do *investment grade*, o que quer dizer Baa1 pelos critérios da Moody's; e BB+ pela Fitch e S&P. Como se tornou recorrente na linguagem destes agentes, as discussões agora parecem ser não mais *se* o país atingirá o estágio almejado, mas sim *quando* o fará. As apostas parecem convergir – inclusive pelos progressos na área fiscal (último calcanhar-de-aquiles da macroeconomia brasileira segundo a maioria) possibilitados pelos novos dados do PIB e pelas taxas mais altas de crescimento – para o primeiro semestre de 2008.

Se estas são as perspectivas quase certas para o futuro próximo, como projetar as relações aqui discutidas – entre as condições financeiras externas e internas – e seus desdobramentos? O trabalho até aqui realizado permite refletir sobre o assunto em algumas direções paralelas.

⁶⁸ A respeito, vale a transcrição de um trecho da matéria de Balarin & Adachi (2007): “Com a continuidade da corrida à bolsa, cabe ao investidor acompanhar se o dinheiro captado está sendo empregado de acordo com o compromisso assumido pela empresa no momento da oferta de ações. E, mais do que isso, se os recursos estão sendo remunerados de acordo com o risco corrido. O setor da construção, por exemplo, tem deixado muito dinheiro em aplicações financeiras. O acionista não precisa investir na bolsa para ter rentabilidade de título público”, diz Rubens Fama”.

A primeira delas diz respeito ao *timing* do processo. Um outro clichê recorrente é o de que o mercado, principalmente o mercado de capitais, costuma antecipar os fatos e, quando estes se efetivam, a reação é menos intensa (ou até em uma direção distinta) da que seria de se esperar. No exemplo em questão, parece muito evidente que os movimentos do mercado acionário aqui descritos já estão profundamente influenciados pela perspectiva do *investment grade* próximo. E, mais importante, diversos analistas alertam para as dúvidas a respeito da permanência dos impulsos favoráveis, na intensidade atual, depois de alcançado este *upgrade*.⁶⁹ A febre das ofertas, muitas das quais IPOs de empresas cada vez menores e de setores estranhos ao mercado, pode indicar então essa corrida para se antecipar ao fato positivo, com eventual formação de bolhas de preços e prejuízo da qualidade das companhias por trás dos papéis.⁷⁰

Por outro lado – e aqui a segunda observação – não se deve perder de vista outro dos resultados obtidos pela pesquisa: a falta de garantias de que as emissões, de ações, debêntures e outros títulos, estejam gerando recursos para investimento produtivo de fato. Apesar de toda a euforia despertada e propagandeada, não parece totalmente descartada a hipótese de estar em curso um movimento com forte componente patrimonial, resultante da captura de um mercado acionário pouco profundo em termos comparativos por uma excepcional busca por rendimentos no plano global, e que acabe redundando em poucos desdobramentos reais sobre a economia.

Em terceiro lugar, e em relação ao mercado de crédito, a esperança envolvida no *investment grade* é o velho e conhecido acesso a fontes de recursos mais estáveis, que viabilizasse a partir do *funding externo*, uma estrutura privada de financiamento de longo prazo da inversão produtiva. Também não há nada, nos números aqui apresentados, que garanta o automatismo embutido neste raciocínio; pelo contrário, a explosão das captações líquidas dos bancos nos últimos meses, já em condições de prazo e custo muito mais favoráveis, não tem impactado significativamente de forma direta as condições de financiamento domésticas – voltadas que estão, primordialmente, para a especulação com câmbio e juros. O crescimento do crédito no mercado local se dá (junto com todos os seus outros determinantes) muito mais pelos efeitos indiretos do ciclo de liquidez internacional e se vem sendo liderado pelo consumo e com os mesmos problemas inerentes a este setor no Brasil, analisados comparativamente na seção II.1.

⁶⁹ Camba (2007) relatava em sua coluna um estudo da MCM consultores que, a partir de dados de México, Rússia, Romênia, Bulgária e África do Sul, revelava que “os mercados antecipam a boa notícia, se valorizando até dois anos antes. Já depois da promoção, o estudo mostra que não há garantias de que as bolsas continuarão em alta.”

⁷⁰ Este é o tema da matéria de Valenti, G. (2007) “Grau de investimento acelera ida à Bovespa”. *Valor Econômico*, 19/06/2007.

Como mostra experiência mexicana, não há muitas razões para assegurar que esse quadro mudaria radicalmente com o grau de investimento.

Mas, acima de tudo, a quarta e última observação decorre das concepções teóricas que baseiam o estudo e diz respeito a um certo tom de “fim da história” que ronda algumas análises da trajetória brasileira rumo a esse clube de bons devedores. Com a mudança nas classificações de risco – elas próprias com comportamento intimamente vinculado à liquidez internacional, e com reputação de reagir tardiamente às mudanças de ambiente – estariam superadas as características negativas que marcam a inserção financeira externa de um país como o Brasil, e que o submetem aos ciclos de liquidez característicos da globalização? Em conseqüência, apenas por conta deste “selo de qualidade”, as estruturas financeiras domésticas continuariam seu caminho de rápido aprofundamento e superação das debilidades históricas, mesmo com uma cada vez mais provável mudança de sinal no apetite por risco dos aplicadores globais, determinada por fatores exógenos ao nosso controle?

Como aqui o objetivo não é antecipar a opinião média do mercado nem identificar tendências de curto prazo, e sim discutir os condicionantes estruturais ao desenvolvimento do país chega-se ao mesmo tipo de conclusão presente no final do primeiro relatório, marcada pela cautela.

-----x-----

Nas semanas em que se concluía esta pesquisa, os mercados financeiros internacionais voltaram a ser atingidos por uma onda de pessimismo aguçado pelo temor de dificuldades oriundas do mercado imobiliário americano. Como reflexo, entre o final de julho e início de agosto de 2007,⁷¹ o cenário róseo do mercado de capitais brasileiro enfrentou alguns momentos de dificuldade. A imprensa daqueles dias trazia algumas informações relevantes. Em 03/08, a *Folha de São Paulo* estampava: “Saída de estrangeiros da bolsa é recorde”. O saldo de compras e vendas de ações por estrangeiros em julho (negativo em US\$ 3,2 bilhões) havia sido o pior da história, desde o Plano Real. Outra conseqüência apontada na matéria – os possíveis efeitos dessa elevação na aversão ao risco sobre as ofertas de ações – já haviam sido relatadas em notícia de alguns dias (Cotias, 2007): a empresa Alliances Shopping Centers havia decidido interromper o processo de abertura de capital marcado para aqueles dias turbulentos e, entre as que mantiveram o calendário do *IPO*, a General Shopping só havia conseguido negociar ações no

⁷¹ Antes portanto da acentuação dos efeitos da crise do setor de financiamento imobiliário americano ao redor do mundo, cujo ápice (pelo menos temporário) parece ter se localizado na segunda semana daquele mês.

piso do intervalo de preço sugerido, e a Estácio Participações estrearia com cotações 30% abaixo desse valor mínimo.

Uma das observações presentes neste último texto serve para ilustrar e dar contornos finais a uma das linhas de raciocínio aqui desenvolvida: “Sem ainda dimensionar o alcance da crise no segmento de crédito imobiliário ‘subprime’ nos Estados Unidos, os agentes financeiros em todo o mundo estão buscando opções mais seguras de investimentos, em especial os títulos do Tesouro americano. E apostar em empresas novatas tende a não ser uma alternativa no momento. Como os estrangeiros têm sido os grandes compradores de papéis brasileiros em ofertas públicas iniciais (...) são essas ações que tendem a sentir de perto o impacto de uma eventual debandada do capital externo.”

Bibliografia

- Akyüz, Y. (1993). Financial liberalization: the key issues. In: Akyüz, Y. & Held, G. (orgs., 1993) *Finance and the real economy*. Santiago: Univ. de las Naciones Unidas/CEPAL/UNCTAD.
- Andrade, L., Farrel, D. & Lund, S. (2007). Fulfilling the potential of Latin America's financial systems. *The McKinsey Quarterly*, April.
- Arestis, P. & Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: assessing the evidence. *Economic Journal* 107 (442), pp. 783-799.
- Arestis, P., Nissanke, M. & Stein, H. (2003). Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization. *Working Paper No. 377*. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Balarin & Adachi (2007). Corrida à bolsa captou R\$ 32 bilhões. Que fim levou esse dinheiro? *Valor Econômico*, 09/04/2007.
- Barros, L. C. M. (2007). Brasil: ainda as mudanças na economia. *Folha de S.Paulo*, 23/03/2007.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2000) “A New Database on Financial Development and Structure” *World Bank Economic Review* 14, 597-605.
- Bekaert, G. & Harvey, C. R. (2003). Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance* 10, pp. 3-55.
- Biancareli, A. M. (2003), *Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil*. Campinas: IE/Unicamp, dissertação de mestrado.
- Camba, D. (2007). É preciso mais que grau de investimento. *Valor Econômico*, 21/05/2007.
- Carneiro, R. (2007), “Globalização e inconversibilidade monetária” *Texto para discussão* n. 120. Campinas: IE/Unicamp.
- Carvalho, F. C. et al. (2006). *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier.

- Cho, Y. J. (1986). Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking* 18 (2), pp. 191-199.
- Cintra, M. A. M. (2006). A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. In: Carneiro, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- _____. (2007). *As transformações no sistema financeiro brasileiro entre 1995 e 2006*. Campinas: CER/IE Unicamp, relatório de pesquisa.
- Cotias, A. (2007) Estácio e General Shopping estréiam em mercado volátil. *Valor Econômico*, 30/06/2007.
- Coutinho, L. & Borges, B. A. A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil. In: Coutinho, L.; Prates, D. M. & Bichara, J. S. (orgs.) *La dinámica de la economía brasileña*. Madrid: Embaixada do Brasil na Espanha, 2007 (no prelo).
- Decol, R. D. (2007). O revolucionário da Bolsa. *Época Negócios*, junho/2007.
- Demirgüç-Kunt, A. (2006). Finance and economic development: policy choices for developing countries. *World Bank Policy Research Working Paper* 3955.
- De la Torre, A.; Gozzi, J. C. & Schmukler, S. (2007). Capital Market Development: Whither Latin America? *World Bank Policy Research Working Paper* 4156.
- Edwards, S. (1984) The order of liberalization of the external sector in developing countries. *Essays in International Finance* 156. Princeton: Princeton University Press.
- _____. (1989). On the sequencing of structural reforms. *NBER working papers* 3138. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Freitas, M. C. P. (1997). A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade* n. 8, pp. 51-83.
- _____. (2007a). Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. Relatório do Projeto de Pesquisa - *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES (mimeo).
- _____. (2007b). Evolução e Determinantes do Crédito Bancário no período 2001-2006. Relatório do Projeto de Pesquisa - *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES (mimeo).
- Freitas, M. C. P. & Prates, D. M. (2001). A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade* n. 17, pp. 81-111.
- Friedlander, D. & Fucs, J. (2007). A bolsa e você: como a espetacular alta das ações está promovendo um choque de capitalismo no Brasil. *Época*, 21/05/2007.
- King, R. G. & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108 (3), pp. 717-738.
- Kose, M. A.; Prasad, E.; Rogoff, K & Wei, S. (2006). Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper* 06/089.

- Levine, R. & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review* 88 (3), pp. 537-558.
- Lopes, C. F.; Antunes, L. & Cardoso, M. A. (2007). Financiamento de longo prazo: mercado de debentures e emissão da BNDESPAR. *Revista do BNDES* vol. 14 n. 27, pp. 43-70.
- Lopreato (2007). Gestão da dívida pública: é preciso avançar. Relatório do Projeto de Pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES (mimeo).
- Luchesi, C. P. (2007). Estrangeiro busca ganho maior. *Valor Econômico*, 28/05/2007.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution Press.
- Paiva, G. (2007). LatAm equity issuance: signs of deal fatigue. *Deutsche Bank Emerging Markets Monthly*, May.
- Pariz, T. (2007). Lula: antes de eu ser eleito, “Bolsa era enfeite”. *Portal G1*, 17/05/2007 (<http://g1.globo.com/Noticias/Economia/0,,MUL38297-5599,00.html>)
- Prates, D. (1997), *Abertura financeira e vulnerabilidade externa : a economia brasileira na década de noventa*. Campinas: IE-Unicamp, dissertação de mestrado.
- _____ (1999). Investimentos de portfólio no mercado financeiro. In: Freitas, M. C. P. (org.) *Abertura financeira no Brasil nos anos 90*. Brasília: Edições FUNDAP: FAPESP - IPEA.
- _____ (2006). A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In: Carneiro, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- _____ (2007). Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Relatório do Projeto de Pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES (mimeo).
- Ribeiro, A. & Segalla, A. (2007). O novo capitalista brasileiro. *Época Negócios*, junho/2007.
- Salomão, A.; Salgado, E. & Caetano, J. R. (2007). A bolsa em 50 mil pontos. *Exame*, 19/04/2007.
- Sant’Anna (2006). Crescimento de debêntures financia capital de giro. *Visão do Desenvolvimento* n. 5. Rio de Janeiro: BNDES.
- Sant’Anna (2007). Debêntures batem recordes, mas emissões são concentradas. *Visão do Desenvolvimento* n. 27. Rio de Janeiro: BNDES.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press.
- Silva Jr, A. & Vieira, C. (2007) “Empresas captam para investimento”. *Valor Econômico*, 12/06/2007
- Studart, R. (1995) *Investment finance in economic development*. London: Routledge.
- Studart, R. (1999) “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional” in Lima, G. T., Sicsú, J. & de Paula, L. F. (orgs., 1999), *Macroeconomia moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus.

Torres, F. & Camarotto, M. (2007). Ofertas já renderam aos bancos R\$ 710 mi. *Valor Econômico*, 08/05/2007.

Valenti, G. (2007) Grau de investimento acelera ida à Bovespa. *Valor Econômico*, 19/06/2007.

Zysman, J. (1983), *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. London: Cornell University Press.