

3

SISTEMA FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL: O CASO DO BRASIL

**Francisco Eduardo Pires de Souza (UFRJ)
Fernando José Cardim de Carvalho (UFRJ)
Cecília Rutkoski Hoff (UFRJ)**

SISTEMA FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL: O CASO DO BRASIL

1. INTRODUÇÃO

Duas características marcaram a evolução do sistema financeiro brasileiro (SFB) nos últimos vinte anos: transformação e abertura. A transformação manifestou-se no fortalecimento do sistema bancário doméstico, estatal e privado, até mesmo no período de agravamento do regime de alta inflação, ao final da década de 1980 e início da de 1990. Manifestou-se também no intenso crescimento dos mercados de títulos privados mais recentemente. A abertura, por outro lado, marcou-se por dois movimentos paralelos. O primeiro foi a iniciativa tomada pelo Banco Central do Brasil no sentido da liberalização da conta de capitais, ainda que seu poder para tanto fosse questionado até mesmo pelos defensores dessa medida. Em meados da primeira década do novo milênio, a conta de capitais no Brasil encontra-se de fato e de direito praticamente liberalizada. O segundo foi a abertura controlada do mercado bancário doméstico a instituições estrangeiras, motivada pelo estresse bancário que se seguiu à implementação do Plano Real em 1994. Ao contrário da abertura da conta de capitais, no caso da permissão de entrada a bancos estrangeiros o governo procedeu com grande cautela, mantendo, na verdade, as formas mais importantes de proteção aos bancos domésticos.

Muito embora o SFB tenha prosperado e evoluído durante o regime de alta inflação, a estabilidade de preços conquistada a partir de 1994 criou novas oportunidades de negócios para o setor, especialmente na introdução de novos instrumentos financeiros e abertura de novos mercados. Além disso, o governo federal contribuiu decisivamente para o avanço do SFB, não apenas através da atenção constante dada à modernização da regulação financeira, mas também na oferta de instrumentos de proteção contra riscos, sob a forma de títulos públicos com cláusulas especi-

ficamente desenhadas para permitir que as instituições financeiras pudessem fazer hedge contra riscos de juros e cambiais.

A despeito de seu desenvolvimento recente, o sistema financeiro brasileiro ainda revela distorções e atrofias, herdadas do período de alta inflação e elevada volatilidade macroeconômica - algumas delas comuns com outras economias da região - que precisam ser superadas como parte da construção das condições para um processo de crescimento sustentado. Neste sentido, a melhoria substancial dos fundamentos econômicos e a redução da volatilidade, no contexto mundial altamente favorável dos últimos anos, criou uma situação propícia para o desenvolvimento financeiro dos países do bloco. O presente texto parte desta premissa, e faz parte de um projeto mais amplo, que tem por objetivo central analisar as oportunidades e restrições existentes para a integração dos mercados financeiros no mercosul.

Nesse trabalho examinamos inicialmente, na seção a seguir, a evolução do SFB, detalhando as características apontadas nesta introdução. A abertura parcial do mercado bancário doméstico é, em particular, objeto de atenção, bem como as inovações financeiras que vem sendo introduzidas depois da estabilização de preços. Em seguida, descreve-se o processo de liberalização da conta de capitais promovida pelo Banco Central, de modo a permitir investigar o grau de integração financeira alcançado até o presente.

Na terceira seção são examinadas algumas tendências emergentes no sistema financeiro brasileiro, bem como alterações na regulação que são relevantes para pensar o futuro da integração financeira com o Mercosul. A seção 4 encerra o trabalho explorando algumas lições da experiência européia e de algumas iniciativas locais nos campos da integração financeira e da cooperação monetária.

No seu conjunto, o presente trabalho fornece uma visão das principais características estruturais do sistema financeiro brasileiro e das relações financeiras com exterior, que serve como base para uma avaliação do potencial e das possibilidades relativas à integração financeira do Mercosul.

2. O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

2.1 Introdução

O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) do novo milênio é resultado de dois conjuntos principais de elementos. Em primeiro lugar, sua estrutura foi moldada por reformas financeiras implantadas em meados dos anos 1960, quando se importou para o país uma estrutura financeira similar à então adotada nos Estados Unidos. Esta estrutura se caracterizava pela segmentação dos mercados, assentada sobre a especialização funcional das instituições, como estabelecido na Lei Glass/Steagall. Na sua versão local, a legislação brasileira estabeleceu a separação entre as atividades de captação de depósitos e realização de empréstimos bancários, reservadas aos bancos comerciais, e aquelas de mercado de capitais, a serem desenvolvidas por instituições específicas: os bancos de investimento. Além disso, instituições especiais foram também criadas para ofertar crédito ao consumidor, que financiariam a aquisição de bens de consumo duráveis através da emissão de letras de câmbio. Essas instituições desempenharam papel fundamental no apoio ao boom dos anos 1970, período que se tornou conhecido como o Milagre Brasileiro, quando a economia cresceu, ainda que por um curto período, a taxas anuais de dois dígitos. Bancos e associações privados de poupança também foram criados para financiar a construção e aquisição de residências, ao mesmo tempo em que se criava uma instituição pública para funcionar à maneira dos Landesbanken alemães, como um banco central para o segmento, o Banco Nacional de Habitação (BNH). Numa iniciativa paralela, em 1964 o governo militar recém-instalado criou também o Banco Central do Brasil.

Apesar da operação do sistema financeiro ser rigorosamente controlada pelo governo federal, que estabelecia taxas de juros e comandava a alocação de uma proporção amplamente majoritária dos créditos concedidos por bancos privados de modo a favorecer certos setores da economia, pode-se dizer que o SFB contribuiu positivamente para a sustentação do boom de 1968 a 1973.

Um fator chave por trás da capacidade demonstrada pelas instituições financeiras de responder às demandas da economia foi a introdução da indexação de contratos a partir de 1964, originalmente restrita a títulos da dívida pública de mais longo prazo, mas que se espalhou gradualmente para outras classes de contratos, inclusive no setor privado.

A referência à indexação nos traz para o segundo elemento essencial a moldar o SFB no novo milênio: o comportamento da inflação. Depois de cair gradual, mas consistentemente, por cerca de sete anos, a inflação voltou a crescer ainda na pri-

meira metade da década de 1970, particularmente após o primeiro choque do petróleo. Por volta da metade desta década, as taxas de inflação flutuavam em torno de 50% ao ano, mas ao seu final, depois do segundo choque do petróleo, um novo patamar se estabeleceu, em torno de 100% anuais. A partir daí o sistema de indexação de contratos construído para permitir o convívio com taxas relativamente altas de inflação, evitando a adoção de políticas de choque, gradualmente se desfuncionalizou¹. A inflação média se acelerou de forma inexorável, com interrupções temporárias associadas à sucessão de planos de estabilização ortodoxos e heterodoxos adotados, até finalmente a chegada do Plano Real em 1994.

A aceleração da inflação até meados da década passada foi talvez o mais importante fator a moldar a evolução do SFB hoje em operação, mesmo passados mais de dez anos da sua interrupção e controle. A introdução da indexação de contratos no Brasil se deu em 1964 para permitir o financiamento de déficits públicos pela emissão de títulos em um contexto de manutenção de altas taxas de inflação, como o que persistiu até o final daquela década. Os primeiros contratos de dívida indexados foram precisamente títulos de dívida pública de longo termo (ORTN). A disseminação da indexação de contratos pela economia permitiu ao sistema financeiro não apenas manter-se funcionando, como também expandir-se, já que o público manteve o uso da moeda local como meio de pagamento (em paralelo à unidade de indexação como moeda-de-conta), mantendo, assim, o uso de depósitos à vista nos bancos comerciais. A cesta nocional de bens que servia como a nova moeda-de-conta não induziu a substituição de moedas, como ocorreu em outros casos de alta inflação. Com a passagem do tempo, e mesmo com a aceleração da inflação, as instituições financeiras operando no Brasil tornaram-se capazes de suprir ativos líquidos protegidos contra a alta de preços, impedindo assim qualquer desintermediação financeira. Dessa forma, mesmo tendo a moeda local perdido, naturalmente, os papéis de moeda-de-conta e de reserva de valor, a indexação generalizada impediu a dolarização e o conseqüente esvaziamento do sistema financeiro local, permitindo, ao contrário, ao SFB não apenas sobreviver, mas, na verdade, a se manter altamente lucrativo².

A aceleração da inflação, no entanto, mudou a estrutura da SFB. Em particular, a segmentação criada pelas reformas de meados da década de 1960 não sobreviveu a ela. Alguns dos mercados que foram criados nunca realmente se consolidaram. Em particular, e com conseqüências importantes tanto para o futuro imediato e mediato, os bancos de investimento logo desapareceram ou, para aquelas instituições que mantiveram a denominação, mudaram o foco de suas atividades para o financiamento ao consumo. A crise da bolsa de valores de 1971 tornou impossível a expansão dos mercados de ações por muitos anos. A aceleração inflacionária, por outro lado, tornou impossível desenvolver um mercado de títulos privados de lon-

1 Cf. Carvalho (1993).

2 Cf. Souza, Silveira e Carvalho (2006) e Carvalho (1998), pp. 304ss.

go termo. Por um lado, porque os investidores potenciais não estavam dispostos a encarar as incertezas do investimento de longa duração numa economia crescentemente instável, preferindo apostas em títulos que ofereciam taxas de retorno garantidas, inclusive contra a inflação. Os tomadores potenciais, por outro, nunca aceitaram emitir títulos de longo termo com cláusulas de indexação, justificadamente temerosos de aceitar compromissos financeiros que os obrigariam a honrar custos financeiros que cresceriam com a média das altas de preços, aceitando o risco de que suas receitas se deflassem em relação àquela média, já que a previsão do comportamento futuro da inflação (e, portanto, dos custos financeiros a ela indexados) se tornava cada vez mais difícil de ser feita em um ambiente de crescente incerteza.

A lacuna derivada da inexistência de créditos domésticos privados de longo prazo foi em grande medida preenchida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. Esta instituição, que foi criada no início da década de 1950 para financiar investimentos em infra-estrutura, tornou-se o principal instrumento do governo para dar sustentação às elevadas taxas de investimento nos anos 70 do século passado, sobretudo na fase em que foi completada a industrialização pesada sob a égide do II Plano Nacional de Desenvolvimento. Nas suas três primeiras décadas de existência, o objetivo do BNDES era financiar a replicação, no país, da estrutura industrial moderna existente nas economias avançadas. Porém, mesmo depois de implantada esta estrutura industrial, o BNDES continuou sendo uma peça chave do sistema financeiro do país. Assim, na conturbada década de 1990, além de comandar o processo de privatização, o BNDES contribuiu para preservar a estrutura industrial pré-existente (em meio ao desafio representado pela abertura e pela apreciação cambial) ao operar seus financiamentos de forma anticíclica e com juros razoavelmente estáveis, quando comparados à volatilidade das demais taxas (Castro, 2006). Apenas recentemente, como será comentado mais adiante, fontes alternativas domésticas de recursos de longo prazo começaram ganhar relevância³.

Outra lacuna no sistema financeiro – a do crédito imobiliário – foi agravada pela aceleração da inflação na década de 1980. De fato, o setor de financiamento habitacional passou por uma profunda crise naquele período, quando muitas instituições, inclusive o BNH, fecharam suas portas. Com a aceleração da inflação, a maioria das financeiras que supriam crédito ao consumidor também encerraram atividades.

Assim, ao se chegar à década de 1980, praticamente apenas o segmento bancário do SFB prosperava. No entanto, não foi a atividade clássica do banco comercial

3 Ainda assim o peso do BNDES continua a ser decisivo. Tenha-se em conta, a respeito, que os desembolsos do BNDES em 2006 foram de R\$51,3 bilhões (US\$23,6 bilhões), e que o saldo de suas operações ao final daquele ano corresponderam a 19% do total do crédito do sistema financeiro.

que prosperou, porque a oferta de créditos a tomadores privados a esta altura era praticamente inexistente. Os bancos brasileiros especializaram-se, na verdade, em duas funções relacionadas: processar pagamentos e investir em dívida pública. A alta inflação, por causa do conhecido efeito Tanzi, mantinha o governo sempre esfomeado por recursos. A manutenção da capacidade de colocação permanente de grandes volumes de dívida pública no mercado era essencial para manter qualquer resquício de estabilidade macroeconômica ainda existente em um ambiente de crescente desintegração. Isso significava que o governo estava disposto, na maior parte do tempo, a aceitar qualquer demanda do setor financeiro destinada a persuadi-lo a manter títulos públicos em carteira. Assim, não apenas esses títulos eram remunerados a taxas amplamente compensadoras, mas o governo e as autoridades monetárias permaneciam sempre prontos a oferecer qualquer forma de hedge ou garantia que as instituições financeiras demandassem contra possíveis adversidades futuras. Mecanismos como a zeragem automática das carteiras de títulos públicos dos bancos, por exemplo, pela qual o banco central acomodaria qualquer necessidade de reservas que os bancos sofressem em resultado de suas operações com títulos públicos, foram amplamente utilizados no período. Em 1994, com o Plano Real, acreditava-se que esses mecanismos seriam abandonados. No entanto, a combinação de altos rendimentos com baixos riscos, que caracterizava o mercado de dívida pública, criou hábitos que parecem muito mais difíceis de erradicar do que se esperava. Passados treze anos da adoção do bem-sucedido plano de estabilização, um grande número de analistas ainda culpa a imbatível combinação risco/retorno oferecida por títulos públicos pelo subdesenvolvimento dos mercados de títulos privados no país.

A estrutura do SFB foi finalmente alterada formalmente em 1988, quando o Banco Central permitiu oficialmente a existência de bancos múltiplos, a denominação local para os bancos universais de estilo alemão, encerrando a experiência com a segmentação de mercados. As novas regulações permitiram que grupos financeiros desenvolvessem atividades bancárias tanto comerciais quanto de investimento, além de outras, sob uma mesma direção. Na verdade, imperfeições da legislação adotada nos anos 1960 já tinham permitido a formação *de facto* de bancos universais. A decisão de 1988 apenas tornou esta mudança oficial. Nos anos seguintes, praticamente todos os bancos comerciais, além de um punhado de instituições financeiras não-bancárias, se tornaram bancos múltiplos.

A evolução recente do SFB não mudou a natureza básica da estrutura financeira brasileira, que permanece baseada em bancos. Como se verá, os mercados de títulos vem se expandindo no país nos últimos anos, mas não apenas eles ainda estão longe de representar uma alternativa efetiva como fonte de recursos para agentes privados, como também se constata que os bancos participam ativamente dessa expansão.

2.2 O setor bancário depois do Plano Real

Era amplamente compartilhada a expectativa de que a estabilização de preços, alcançada a partir de 1994, induziria mudanças profundas na operação do SFB. Esta expectativa, até o momento, não foi realmente validada, embora algumas mudanças importantes, ou potencialmente importantes, tenham realmente ocorrido.

Talvez a mais compartilhada das expectativas de mudança tenha sido a referente ao foco das atividades do setor bancário. Acreditava-se que a estabilização de preços seria acompanhada pelo re-equilíbrio fiscal, reduzindo a demanda do estado por financiamentos e enfraquecendo a posição de barganha do sistema bancário vis-à-vis o Tesouro. Sob essas condições, os rendimentos de títulos públicos deveriam cair, levando os bancos a buscar aplicações alternativas, aumentando assim a oferta de crédito a tomadores privados, tanto firmas quanto consumidores.

De fato, foi isto que aconteceu nos primeiros meses após a reforma monetária de 1994, que marcou a conclusão do plano de estabilização em si, como se vê na tabela 1. A oferta de crédito cresceu rapidamente no segundo semestre de 1994,

Tabela 1
Operações de Crédito do Sistema Financeiro
var. % real anual⁽²⁾

	Total	Setor Público	Setor Privado		
			Total	Pessoa Física	Pessoa Jurídica ⁽¹⁾
1994	20,0	-5,3	27,2	109,6	23,1
1995	12,9	-5,1	16,8	33,9	15,3
1996	-3,4	8,4	-5,4	-4,0	-5,6
1997	2,8	12,9	0,8	54,0	-4,5
1998	-4,2	-53,3	6,8	14,3	5,5
1999	1,4	-13,1	2,8	0,5	3,2
2000	-0,2	-24,3	1,8	26,4	-2,4
2001	3,6	-21,5	5,2	34,3	-1,2
2002	-1,8	-36,2	-0,2	6,3	-2,1
2003	-4,5	20,6	-5,3	-6,9	-4,7
2004	8,4	19,1	8,0	18,1	4,7
2005	12,7	2,5	13,1	33,1	5,9
2006	16,2	-3,1	17,0	25,1	13,3

(1) Inclui crédito ao setor privado industrial, habitacional, rural, comercial e outros serviços.

(2) Dados deflacionados pelo IPCA acumulado em março de 2007.

Fonte: Banco Central do Brasil

sugerindo que os próprios bancos estavam engajados numa mudança de estratégia. A demanda de reserva por crédito sempre foi alta no Brasil, de modo que as perspectivas de crescimento do mercado eram avaliadas como altamente positivas. No entanto, esta tendência foi logo interrompida pela crise tequila do fim de 1994 e início de 1995. Em um contexto de abertura da conta de capitais, o governo combateu a fuga de capitais ocorrida durante a crise aumentando drasticamente a taxa de juros e impondo medidas severas de contração monetária e de crédito. A elevação drástica de taxas de juros, na verdade, se tornaria o instrumento padrão utilizado pelo banco central em episódios posteriores de crises de balanço de pagamentos para combater fugas de capital.

A crise tequila e suas seqüelas imediatas exerceram influência poderosa na determinação do modo pelo qual o SFB evoluiu desde então por pelo menos quatro razões. Primeiramente, ela levou os bancos a repensarem as mudanças estratégicas que começavam a implementar. Choques de taxas de juros sempre elevam o risco de crédito, e se episódios de fuga de capitais fossem se tornar mais freqüentes, seria de se esperar que choques de juros ocorressem também com maior freqüência, elevando significativamente o risco de emprestar a agentes privados. Em segundo lugar, percebeu-se que a estabilização de preços não implicaria necessariamente em estabilização macroeconômica. A inflação seria substituída por problemas no balanço de pagamentos como a principal fonte de distúrbios macroeconômicos nos anos que se seguiriam a 1994. Neste contexto, os riscos crescentes dos empréstimos a tomadores privados serviram para sublinhar a atratividade dos muito mais seguros títulos públicos. Terceiro, a incerteza gerada pelas crises de balanço de pagamentos despertou os investidores e o público em geral para o fato de que o fim da inflação não seria suficiente para colocar o país em qualquer rota de crescimento sustentado. A instabilidade do balanço de pagamentos gerou um sentimento “curto-termista” nos mercados financeiros tanto quanto a inflação o fez antes de 1994. Ou seja, a estabilidade de preços por si não foi suficiente para ancorar expectativas de longo termo a respeito das taxas de juros futuras e assim as curvas de rendimento no Brasil permaneceram truncadas nos segmentos de curto termo. Quarto, o endividamento público não caiu como esperado. De fato, ele cresceu no período, fazendo com que bancos pudessem continuar contando com as oportunidades de lucro oferecidas pela aplicação em dívida pública.

Assim, apesar das mudanças dramáticas no contexto macroeconômico acarretadas pelo fim da alta inflação, pouco realmente mudou para o setor bancário, pelo menos no curto e médio termos. Como no período anterior ao Plano Real, a principal atividade dos bancos permaneceu sendo a captação de depósitos para financiar a retenção de carteiras de títulos públicos que ofereciam rentabilidade excepcional a riscos negligíveis⁴.

4 O impacto do Plano Real sobre o setor bancário brasileiro é examinado em detalhe em Carvalho (1998).

De fato, quando outra grande crise de balanço de pagamentos se gestava, em meados de 1998, o investimento em títulos públicos protegidos contra o risco de crédito não apenas era uma oportunidade muito lucrativa, mas também se tornou um importante instrumento de hedge contra o risco cambial (muito importante em uma economia onde era consensual o julgamento de que a moeda local encontrava-se amplamente sobrevalorizada)⁵. O Tesouro brasileiro emitiu títulos indexados ao dólar americano para impedir que expectativas de desvalorização cambial levassem a fugas de capitais e ataques especulativos contra o real. O título foi, de fato, amplamente aceito pelo setor bancário. Como consequência, quando a crise cambial finalmente ocorreu, em janeiro de 1999, os bancos brasileiros registraram lucros recordes, em contraste com a praticamente unânime experiência de crises gêmeas (cambial e bancária) em outros países.

A mudança no regime cambial em 1999 reduziu, de qualquer forma, a amplitude das variações de taxas de juros requeridas para controlar crises de balanço de pagamentos. O câmbio flutuante não eliminou, como previsto em livros-texto, a possibilidade de fugas de capitais e a necessidade de elevar taxas de juros (na ausência de controles de capitais) para confrontá-las, como se tornou claro em 2002. O novo regime, porém, reduziu a intensidade das altas de juros necessárias para administrar as crises. Neste sentido, o regime de câmbio flutuante se mostrou compatível

Tabela 2
Taxa de Juros Média - %a.a.

	Taxa Selic	Hot money	Desconto de duplicatas	Capital de giro	Crédito pessoal	Aquisição de Bens	
						Pessoa jurídica ⁽¹⁾	Pessoa física
1995	53,8	120,2	159,9	158,0	213,7	183,2	210,8
1996	27,3	63,5	88,1	73,8	128,8	88,9	117,7
1997	24,2	66,2	73,1	61,4	109,0	54,3	74,5
1998	28,5	72,9	78,4	65,6	119,6	55,7	80,0
1999	25,0	70,4	73,9	61,6	105,5	51,4	68,0
2000	17,6	44,6	48,2	37,8	70,8	32,6	42,7
2001	17,4	45,4	47,4	35,5	77,6	32,3	42,6
2002	19,1	49,1	50,4	37,9	85,2	35,5	48,6
2003	23,1	56,2	52,5	42,3	91,1	36,8	48,3
2004	16,2	49,9	41,1	35,9	73,5	28,1	39,3
2005	19,1	52,3	42,9	38,6	69,4	30,1	39,6
2006	15,2	51,9	38,7	33,7	62,1	26,5	37,0

(1) Inclui crédito ao setor privado industrial, habitacional, rural, comercial e outros serviços.

Fonte: Banco Central do Brasil

5 Cf. Souza et al. (2005).

com uma redução dos riscos de mercado em mercados de títulos, e poderia ser favorável ao seu desenvolvimento. No entanto, também como mostrado em 2002, ainda que menores, os riscos de juros (isto é, de variações adversas nos valores dos títulos induzidas por altas repentinas das taxas de juros) continuaram suficientemente significativos para dificultar o crescimento dos segmentos de longo termo⁶.

A elevação das taxas de juros não apenas abortou a expansão da oferta de crédito privado como também ameaçou os empréstimos já realizados. A maturidade dos contratos financeiros era (e ainda é) bastante curta. Muitos dos tomadores privados de 1994 eram certamente especuladores no sentido de Minsky, isto é, agentes que tomavam emprestado por períodos mais curtos do que realmente precisavam, especulando que seriam capazes de rolar a dívida quando os empréstimos tivessem de ser liquidados⁷. Quando as taxas de juros subiram dramaticamente, provavelmente uma ampla fração desses tomadores exibiam uma demanda por crédito juros-inelástica (dado que não poderiam liquidar suas dívidas, não tendo assim escolha senão tentar rolá-las). Os bancos poderiam refinarçar essas dívidas, expondo-se a riscos de crédito maiores, ou exigir seu repagamento, expondo-se a um aumento imediato do valor dos créditos em liquidação. Em qualquer dos casos, os bancos se tornariam mais frágeis por causa das políticas adotadas para combater a crise do balanço de pagamentos.

Outro desenvolvimento significativo da crise tequila e das políticas implementadas para combatê-la foi o aumento da presença de bancos estrangeiros no mercado bancário doméstico⁸. O setor bancário já estava em posição frágil por ter sido forçado, como argumentado acima, a buscar novas estratégias para lidar com a estabilidade de preços. Nessas condições, as ondas de choque da crise tequila causaram, senão uma crise bancária aberta, pelo menos uma alta substancial do nível de estresse. O estresse bancário manifestou-se na sucessão de intervenções em bancos realizadas pelo banco central em 1995, que finalmente levou o governo a lançar duas iniciativas de política. A primeira, que se tornou conhecida pela sigla PROER, foi um programa que permitiu cindir bancos com problemas em duas partes: uma saudável, a ser vendida para outro banco, e a parte comprometida, a ser administrada e liquidada pelo banco central. O PROER reproduziu, assim, a estratégia utilizada pelas autoridades supervisoras americanas no caso do Banco Continental Illinois, no início da década de 1980. O programa brasileiro incluiu também linhas de financiamento da compra dos ativos saudáveis pelo banco adquirente, além de oferecer a estes últimos vantagens fiscais.

A segunda política foi permitir a entrada seletiva de bancos estrangeiros no mercado doméstico. A Constituição Federal de 1988 havia congelado o número de

6 Para uma discussão dos riscos de juros mesmo sob regimes de câmbio flutuante, veja-se Carvalho e Sicsú (2006), pp. 19/22.

7 Cf. Minsky (1975).

8 Cf. Carvalho (2000).

bancos estrangeiros com permissão para operar domesticamente, mas deixou aberta a possibilidade de emissão de autorizações especiais em casos específicos julgados de interesse nacional, assinadas pelo Presidente da República. Durante o período de alta inflação, muitos bancos tinham sido criados apenas para tirar vantagem dos ganhos de tesouraria derivados da detenção de títulos públicos por curtos períodos de tempo. Acreditava-se que esses bancos não sobreviveriam à estabilização de preços. O estresse pós-tequila apenas acentuou a crença de que o sistema bancário estava às vésperas de um amplo movimento de consolidação. O PROER, de fato, foi uma forma de organizar e acelerar esse processo. Neste quadro, temia-se que se a consolidação fosse conduzida apenas por bancos nacionais, a concentração de ativos poderia alcançar níveis insustentavelmente altos. Conseqüentemente, o governo decidiu usar a cláusula de escape prevista na constituição, permitindo a entrada de um certo número de bancos estrangeiros, desde que estes aceitassem adquirir um banco doméstico com problemas. Uma vez que o setor foi estabilizado, no entanto, nenhuma outra autorização foi concedida. Deve-se ter em mente, no entanto, que uma vez que uma instituição estrangeira cria uma subsidiária local, esta subsidiária passa a receber tratamento nacional. Assim, a participação estrangeira no setor bancário local pode crescer se subsidiárias locais de bancos estrangeiros compram bancos de propriedade local. Mas deve-se também ter em mente que a aquisição de um banco é um processo controlado no Brasil, como em qualquer outro lugar, de modo que mesmo que um banco estrangeiro tivesse como meta a aquisição de outros bancos locais, seria necessário para tanto obter uma autorização das autoridades brasileiras.

Tabela 3
Ativos dos 10 maiores Bancos

	R\$ bi	Partic.% dos ativos dos 10 maiores no total de ativos do consolidado bancário	Partic. % de bancos de origem estrangeira nos ativos dos 10 maiores bancos	Partic. % de bancos de origem nacional nos ativos dos 10 maiores bancos
dez/95	326,8	70,6	0,0	100,0
dez/97	686,2	65,4	0,0	100,0
dez/00	591,9	72,6	12,8	87,2
dez/03	900,7	79,7	15,3	84,7
dez/06	1726,9	82,2	19,7	80,3

Fonte: Banco Central do Brasil

A concorrência de bancos estrangeiros não parece ter tido os efeitos esperados na literatura. De fato, a maioria das subsidiárias estrangeiras adaptou-se às características do mercado local ao invés de introduzir inovações⁹. Muitas dessas insti-

9 Cf. Carvalho (2002).

tuições acabaram por deixar o país, como, notavelmente, foi o caso do BBVA. As evidências sugerem que esses bancos apostaram que teriam vantagens competitivas em um mercado de crédito em expansão sobre bancos locais mais acostumados a investir em sistemas de pagamento e aplicação em dívida pública. A interrupção precoce do ciclo de expansão do crédito em 1995 condenou os bancos entrantes a jogar o mesmo jogo dos bancos locais, no qual tinham poucas, se alguma, vantagens. Além disso, os bancos estrangeiros provavelmente superestimaram a força de suas próprias marcas e subestimaram o grau de implantação dos bancos domésticos líderes no mercado local, em um ramo de atividade em que a confiança do público é um insumo fundamental.

A eficiência dos bancos brasileiros deve ser avaliada tendo todos esses aspectos em mente. Por um lado, enquanto firmas capitalistas, eles são obviamente muito eficientes, capazes de registrar lucros consistentemente muito elevados por um longo período. A eficiência de lucros não se deve prioritariamente ao grau particular de concentração no setor, dado que os índices de concentração bancária não são superiores à média encontrada em outros países. Por outro lado, é inegável que a lucratividade do setor deveu-se em grande parte às características especiais dos mercados locais que deram à dívida pública sua proeminência como uma oportunidade de investimento.

Os bancos brasileiros são também tecnicamente avançados, com os bancos líderes incorporando continuamente tecnologias de estado-das-artes em informática e comunicações, comparando-se favoravelmente mesmo ao encontrado em países mais avançados. A criação do Sistema Brasileiro de Pagamentos, em 2002, interligando todos os bancos em tempo real, é evidência da competência tecnológica do setor. No entanto, esses mesmos bancos não são eficientes em custos, o que parece ser principalmente uma característica herdada dos tempos inflacionários. Os bancos ainda usam mais capital e trabalho (especialmente na manutenção de agências) do que o necessário. O compartilhamento de equipamentos como caixas eletrônicos, por exemplo, é ainda incipiente. Como resultado, os custos operacionais e overheads são ainda muito altos como proporção dos ativos quando comparados a outros países.

O sistema bancário brasileiro opera sob regras da Basiléia desde 1998, depois de um período de transição de 4 anos para o novo sistema. O Banco Central, que funciona como a autoridade de supervisão bancária no país, também aderiu aos 25 Princípios Nucleares de Efetiva Supervisão Bancária. Atualmente, o Banco Central está divulgando as primeiras decisões relativas à adoção de Basiléia II, prevista para estar completa em 2011. Novamente, é preciso ter-se em mente a peculiaridade do quadro financeiro doméstico na última década, em que os bancos foram capazes de investir e fazer hedge de seu balanço através dos mesmos instrumentos: títulos públicos, que os protegeram contra riscos de mercado, liquidez e de juros, além, naturalmente do risco de crédito. O risco cambial foi objeto de proteção tan-

to, inicialmente, pela emissão de títulos públicos indexados à taxa de câmbio quanto, posteriormente, por operações de swap oferecidas pelo Banco Central. O governo federal, por outro lado, vem tentando mudar esta situação, substituindo por papéis com taxas de juros prefixadas os papéis indexados em poder do SFB, e estendendo suas maturidades. Esta meta tem sido facilitada pelo cenário de taxas de juros cadentes, que estimula aplicadores a comprar papéis com taxas de juros prefixadas, e pela calma reinante nos mercados financeiros internacionais. Até onde a normalização da situação permitirá ao governo oferecer combinações mais realistas de retorno e risco nos títulos de sua emissão ainda está, contudo, para ser determinado.

2.3 Mercados de Títulos

A infra-estrutura necessária para operar um mercado de papéis vem sendo construída desde o fim da década de 1980. Naturalmente, este desenvolvimento foi motivado principalmente pela expansão das operações com títulos públicos. Seja como for, especialmente desde a virada do século, as operações com papéis de emissão privada têm se expandido rapidamente.

Os mercados de ações, e particularmente a Bolsa de Valores¹⁰, recuperaram-se lentamente depois da crise do início dos anos 1970. Novas leis sobre as sociedades anônimas e a criação de uma instituição de supervisão específica (Comissão de Valores Mobiliários - CVM), na década seguinte, contribuíram para a ressurreição desse segmento¹¹. Seu destino, no entanto, tem estado intimamente associado com a entrada e saída de capitais externos. Nos anos 1990 esses investimentos foram particularmente importantes, em conexão com os processos de privatização de empresas estatais promovidos pelo governo Cardoso. Investidores domésticos e estrangeiros buscaram fazer posição em ações de firmas marcadas para privatização, apoiando assim altos volumes de negócios. Depois que a privatização foi completada, no entanto, as transações permaneceram intensas, à medida que investidores passaram a buscar alternativas a títulos públicos para diversificar seus portfólios.

Desenvolvimentos mais significativos, contudo, tiveram lugar no mercado privado de dívidas. Como já argumentado, as combinações risco/retorno dos títulos públicos não podem ser superadas por tomadores privados. Títulos públicos oferecem altas taxas de juros sobre dívida que está sujeita a poucos riscos de qualquer natureza (com a possível exceção do risco político, também considerado, contudo, muito baixo atualmente). Por outro lado, como já indicado, o curto-termismo fo-

10 Pode-se referir à Bolsa de Valores (no singular), porque as operações com esses títulos são concentradas na Bolsa de São Paulo.

11 Veja-se Sarno (2006).

mentado pela imprevisibilidade da trajetória futura das taxas de juros enraizou-se no SFB e o controle da inflação só muito recentemente começa a mudar esta característica.

De todo modo, a expansão do crédito tende a se tornar um fator mais importante na recuperação e sustentação do crescimento do que foi no passado. Os episódios de crescimento até os anos 1970 foram principalmente liderados por firmas estatais e estrangeiras. Nenhum dos dois grupos precisou, na verdade, de apoio significativo de instituições financeiras locais, dado que podiam acessar fontes alternativas de financiamento. Mas a recuperação do crescimento, atualmente, teria de se apoiar em muito maior extensão sobre firmas domésticas. Estas têm sido tradicionalmente financiadas por lucros retidos, porque recursos externos lhes são tipicamente racionados.

A economia brasileira manteve basicamente baixos níveis de demanda agregada durante a maior parte do período pós-estabilização. Se os gastos das empresas privadas devem assumir a liderança na recuperação do crescimento, é improvável que elas possam ser financiadas apenas por lucros retidos (mesmo que as firmas em alguns setores tenham alcançado recentemente lucros recordes). A percepção de que a oferta de crédito para as firmas tem de crescer a fim de quebrar o círculo de ferro dos lucros baixos e baixa demanda levou o governo a promover algumas reformas institucionais no sistema financeiro, almejando aumentar o crédito para firmas mesmo antes que a situação dos títulos públicos possa ser resolvida. Três dessas reformas merecem menção especial.

A primeira, já referida anteriormente, foi autorização a bancos para oferecer crédito consignado em folha de pagamento para indivíduos. O impacto desejado desta medida, naturalmente, é aumentar a demanda por bens e serviços, mais particularmente para bens de consumo durável, e, assim, os lucros das empresas. Os bancos podem negociar diretamente com as firmas a concessão de crédito a seus empregados, tendo o serviço da dívida deduzido diretamente do hollerith do trabalhador. Este tipo de contrato substitui o risco de crédito do indivíduo pelo risco de crédito da firma, dado que a dívida será servida enquanto a firma for capaz de gerar renda e pagar salários e ordenados. Esta substituição por si beneficia o banco de duas maneiras: primeiro, o risco de crédito da firma pode ser mais fácil de avaliar e administrar que o associado a um indivíduo; segundo, os custos administrativos são reduzidos pela substituição de um conjunto de contratos individuais por um contrato coletivo.

A segunda e a terceira inovações lidam mais diretamente com a demanda das firmas por crédito. Em ambos os casos, o racionamento de crédito bancário é desafiado pela expansão de atividades nos mercados de títulos. No primeiro, qual seja, a securitização de recebíveis, um novo mercado foi criado; no outro, a reativação do mercado de debêntures, as mudanças foram introduzidas em um mercado já antigo.

Em 2001, a figura do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) foi criada para regular as transações com recebíveis. FIDCs foram autorizados a investir em direitos creditórios gerados por um variado conjunto de transações que

criassem algum direito na forma de obrigações de pagamento futuro. Isto é, originadores desses direitos poderiam transferi-los para uma terceira parte, um FIDC, depois de um processo em que esses direitos fossem examinados, avaliados em termos dos riscos envolvidos, preços e outros termos contratuais. Uma vez que estes requisitos preliminares fossem cumpridos, os FIDC comprariam esses direitos para manter em suas carteiras e emitir quotas-parte a serem adquiridos por investidores.

Por sua própria natureza, o FIDC é similar, em intenção, à securitização de empréstimos de curto prazo promovida pelo crescimento dos mercados de commercial paper nos Estados Unidos nos anos 1980. No caso dos Estados Unidos, a firma tomadora emite papéis de curto termo e os vende diretamente, através de bancos de investimento, em mercados de papéis, depois de completar um processo preliminar similar ao criado no Brasil. No caso brasileiro, a firma originadora não emite realmente um título. Ao invés de emitir uma dívida, ela vende um direito.

Poder-se-ia pensar que a versão brasileira da securitização de curto termo poderia torná-la acessível a pequenas firmas, dado que o custo dos procedimentos americanos é proibitivo para empresas médias e pequenas. De fato, o processo brasileiro é também bastante caro, requerendo a intervenção (e, é claro, a remuneração) de um grande número de instituições, de agências de rating a custodiantes. A principal diferença se refere à natureza da obrigação que é criada no processo. Enquanto nos Estados Unidos um título potencialmente líquido, o commercial paper, é criado, no caso brasileiro é a quota-parte do FIDC que resulta da securitização. A liquidez então dependerá da criação de mercados secundários para essas quotas-parte, o que não ocorreu até o presente.

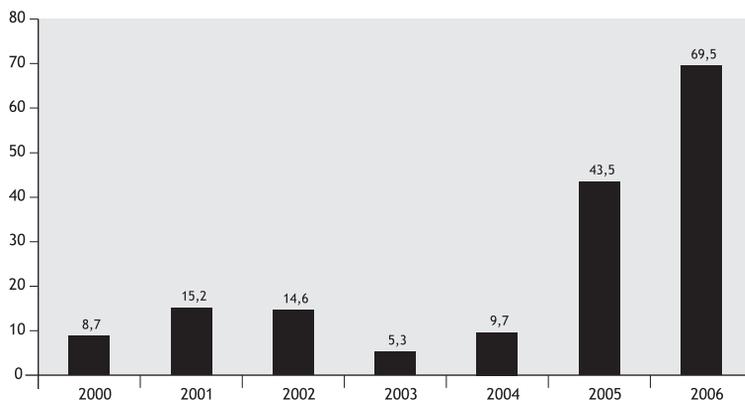
Embora o volume de recursos securitizados através dos FIDCs tenha crescido rapidamente desde que a iniciativa foi lançada, este é ainda um canal menor no bojo do SFB. Ele tem sido usado principalmente por instituições semi-financeiras, como empresas de leasing. Uma eventual redução de custos no processo de qualificação e um aumento na liquidez dos mercados para quotas de fundos poderiam estimular este segmento no futuro próximo. Mas mesmo no presente, o custo de capital já é inferior para aquelas firmas capazes de transferir seus direitos do que para as que tem de apelar para o crédito bancário (mesmo se desconsiderarmos o problema do racionamento). De fato, as firmas têm se beneficiado indiretamente da proeminência de títulos públicos no mercado doméstico. Investidores em quotas de FIDCs se satisfazem com uma remuneração alinhada aos Depósitos Interbancários, dado que este é o pagamento padrão obtido com a dívida pública indexada à SELIC. Estas taxas são altas, mas são muito menores do que aquelas cobradas sobre empréstimos oferecidos a firmas pelos bancos. Em outras palavras, para firmas capazes de acessar esse novo canal, o custo de capital é próximo ao custo cobrado sobre títulos públicos, líquidos e seguros, que é alto, mas não tão alto quanto o custo de capital para firmas privadas nos mercados bancários. Naturalmente, dado que o acesso ao FIDC é limitado a grandes empresas, a securitização de curto termo

no Brasil criará provavelmente vantagens competitivas indevidas adicionais para as grandes empresas, como ocorreu também nos Estados Unidos.

A outra inovação refere-se ao mercado de debêntures. As debêntures no Brasil são títulos de médio e longo prazos que permitem a renegociação periódica de termos. A possibilidade de renegociação tornou-as praticamente o único tipo de dívida que poderia ser aceita por tomadores e emprestadores durante os tempos de alta inflação. À medida que a incerteza permaneceu elevada, a despeito da estabilização de preços, as debêntures poderiam continuar sendo o título preferido em mercados domésticos em tempos mais recentes. Estes títulos só podem ser emitidos por corporações não-financeiras, o que deveria, em princípio, garantir que os recursos negociados neste mercado alcançassem tomadores nos setores não-financeiros da economia. No entanto, essas expectativas são viciadas pela classificação de empresas de leasing, que são de fato ofertantes de empréstimos como instituições não-financeiras.

O mercado primário de debêntures permaneceu pequeno até 2004. Mas apenas em 2005 as colocações passaram para cerca de R\$ 40 bilhões em novas emissões, comparado com R\$ 10 bilhões em 2004. Este salto fez com que a emissão de debêntures se tornasse uma fonte de recursos comparável em dimensão aos empréstimos do BNDES ao setor privado (que, por sua vez, estima-se corresponder a cerca de 20% do crédito bancário total a tomadores privados). No entanto, esses números podem superestimar a importância desse instrumento. Em contraste com os FIDCs, se supõe que debêntures sejam fontes de recursos de longo termo para empresas não-financeiras. Cerca de 40%, porém, do estoque de debêntures emitidas, foi feito por empresas de leasing para satisfazer necessidades de capital de giro.

Gráfico 1
Emissões de Debêntures em R\$ bilhões



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Os mercados secundários para debêntures são ainda menos que incipientes. A variedade de tipos de títulos agrupados sob o nome debêntures tende a reduzir a liquidez do mercado, ao reduzir a substitutibilidade entre diferentes classes de papéis. Além disso, compradores de debêntures, como também é o caso de compradores de quotas em FIDCs, adquirem esses ativos para reter, reduzindo o giro de mercado e diminuindo a liquidez dos papéis. Por outro lado, a criação recente de debêntures padronizadas tende a aumentar o mercado primário e a dar maior liquidez ao mercado secundário do título, e já vem se tornando a principal modalidade emitida.

Em suma, o SFB, embora ainda disfuncional como alavanca de crescimento, vem avançando em muitos sentidos. O sistema bancário ainda é viesado em favor do investimento em títulos públicos, voltando-se para o crédito privado apenas quando se lhe oferecem combinações privilegiadas de risco e retorno. Mas a expansão do crédito nos últimos anos tem sido vigorosa. Os mercados de títulos, embora ainda sejam limitados em tamanho e seus números ainda reflitam muitas transações internas ao próprio setor financeiro (se se considerar empresas de leasing como instituições financeiras), vem passando por um processo de inovação e crescimento rápido.

3. GRAU DE INTEGRAÇÃO COM OS MERCADOS FINANCEIROS GLOBAIS E COM O MERCOSUL

3.1 Introdução

Se a integração com o mercado bancário internacional foi parcial e limitada, a liberalização das transações financeiras com o exterior foi praticamente completa nos últimos dez anos¹². No entanto, a relação entre a liberalização da conta capital brasileira e o movimento internacional de globalização financeira não foi sincrônica. Como se sabe, houve um amplo movimento de liberalização da conta de capitais nas economias avançadas nos anos 1970 e 1980 – primeiro em países como os EUA, Alemanha e Canadá, mais tarde no Japão, e por fim em países como a França e a Itália (Marston, 1995, Frankel, 1992). No Brasil, no entanto, a exemplo de alguns outros países em desenvolvimento, a década de 80 foi um período de forte recrudescimento dos controles de capitais, podendo-se afirmar que o país praticamente desligou-se do circuito financeiro internacional no período. Na década de 1990 e nos primeiros anos do século XXI, quando, a despeito das crises financeiras e cambiais, a globalização financeira continuou avançando no mundo (Lane e Milesi-Ferretti, 2006a), o Brasil se reintegrou plenamente ao movimento mundial, chegando a atingir, na atualidade, um grau de liberalização financeira inédito desde os anos 1930 do século passado.

É interessante notar que nem mesmo a crise cambial de janeiro de 1999 levou a uma reversão deste processo. Ao contrário, com a introdução do câmbio flutuante a economia se tornou mais resiliente frente a turbulências financeiras internacionais. Por outro lado, desde o final da década passada os mercados financeiros internacionais vivem um período especialmente benigno. Mesmo crises em países importantes, como a Argentina, foram amplamente previstas antes de sua eventual eclosão, permitindo aos mercados internacionais acomodarem-se e absorver o choque. Apoiado neste quadro, o Banco Central do Brasil decidiu adotar novas medidas de liberalização da conta capital.

Há, contudo, dois traços intrigantes na economia brasileira que aparentemente se chocam com a idéia de que a economia esteja mais integrada no mercado financeiro internacional. O primeiro deles é que, a despeito das mudanças legais e institucionais que deram maior liberdade aos fluxos de capitais, o país passou a contar

12 De fato, um índice preparado pelo Banco Mundial aponta o Brasil como tendo completado sua liberalização financeira. Apud Carvalho (2007).

menos com a poupança externa como fonte de financiamento do investimento nos últimos anos. Como se pode ver na tabela 4 a seguir, apesar da taxa de investimento ter declinado apenas levemente no mais recente quinquênio em relação ao anterior, o seu financiamento mudou radicalmente, com uma queda da poupança externa de 4,7 pontos percentuais do PIB, compensada por um aumento de 4,1 pontos percentuais na poupança doméstica. Fenômenos semelhantes de reversão na taxa de poupança externa ocorreram em momentos em que houve um enfraquecimento ou mesmo ruptura nos laços financeiros da economia com o exterior (como na década de 80). Desta vez, contudo, o fenômeno ocorre num contexto inteiramente diferente.

O segundo fenômeno intrigante consiste na ampla diferença entre juros reais internos e externos. Há dois aspectos surpreendentes nesta característica distintiva da economia brasileira¹³. O primeiro deles é a persistência de taxas de juros ainda muito elevadas na presente década, apesar das mudanças profundas porque passou a economia brasileira. O segundo é a lentidão do processo de convergência entre as taxas de juros reais da economia brasileira e a das demais economias, a despeito da crescente integração financeira com o resto do mundo (gráfico 2)¹⁴.

Tabela 4
Investimento e Poupança em % do PIB

Ano	Investimento	Poupança Externa	Poupança Doméstica
1997-2001	16,8	3,9	12,8
2002-2006	16,2	-0,8	16,9

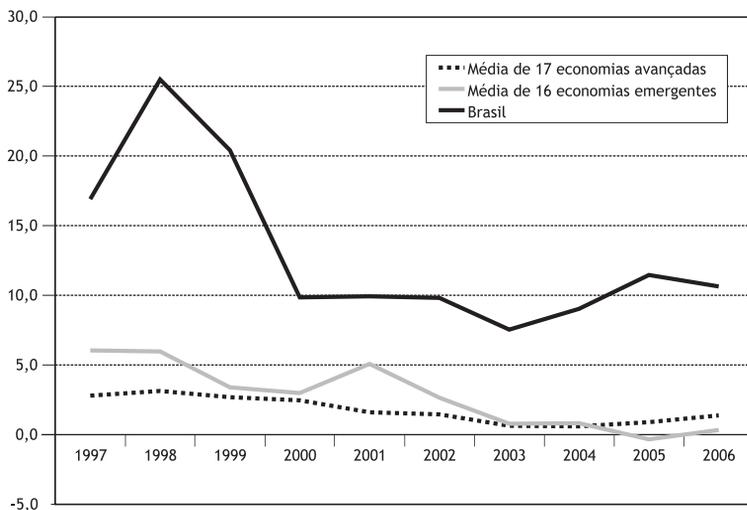
Fonte: IBGE.

Na presente seção procuraremos descrever o processo de integração dos mercados financeiros doméstico e internacional, abordando os aparentes paradoxos apontados. Para tanto, além de recorrermos a um conjunto de informações estatísticas relativas aos fluxos de capitais e aos estoques de ativos e passivos internacionais do país, construímos alguns indicadores comumente usados na literatura para avaliar o grau de integração financeira e mobilidade de capitais entre uma economia e o resto do mundo. Além disso, procuraremos destacar algumas especificida-

13 Além dos aspectos a seguir referidos, cabe notar também que taxas de juros reais excepcionalmente elevadas foram, de um lado, um dos instrumentos empregados para evitar a dolarização da economia, durante o período da alta inflação, e para atrair capitais externos para financiar crescentes déficits em transações correntes no período de 1994 ao início de 1999. Uma das consequências da manutenção de elevadas taxas de juros reais por tanto tempo foi a atrofia da oferta de crédito (medido como proporção do PIB) nos anos 1990 e na primeira metade da atual década.

14 A taxa de juros real para o Brasil foi calculada com os dados do FMI/IFS, para efeitos de comparabilidade com os das demais economias. As taxas para as demais economias correspondem a médias aritméticas simples.

Gráfico 2
Taxa de Juros Reais do Brasil Comparadas
as Médias de Economias Avançadas e Emergentes (%)



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*.

des da integração financeira com as demais economias do Mercosul, como um capítulo da integração global, mas com especificidades derivadas da evolução econômica recente do bloco.

Porém, antes de proceder à análise das evidências empíricas da integração financeira, faremos a seguir, no item 2.1, um relato da evolução dos controles cambiais do Brasil, que põe em contraste as instituições que prevaleceram durante a maior parte do século passado e as atuais regras liberais em relação ao movimento de capitais entre a economia e o resto do mundo.

3.2 A evolução dos controles cambiais no Brasil

3.2.1 Introdução

Grosso modo, o mercado cambial brasileiro passou por duas fases no século XX. A primeira, como ocorreu em grande parte do mundo à época, iniciou-se na década de 1930 e caracterizou-se pela adoção de extensivos controles sobre as operações cambiais. Numerosas razões explicavam essa opção, dentre as quais a fra-

gilidade da balança comercial, em que conviviam importações de produtos essenciais com exportações concentradas em poucos produtos primários, de demanda e preços voláteis, e os problemas criados pela volatilidade dos fluxos de capitais, especialmente aqueles entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos. A livre movimentação de capitais era considerada particularmente perigosa, levando inclusive os países participantes da Conferência de Bretton Woods, em 1944, a reconhecer formalmente a legitimidade da imposição de controles sobre a conta de capitais nos estatutos do Fundo Monetário Internacional, criado naquela reunião. No caso brasileiro, os mega-choques do petróleo da década dos 1970, seguidos pela crise da dívida no início da seguinte, justificaram a intensificação dos controles.

Ao final da década dos 1980, como visto na seção inicial deste trabalho, iniciou-se um processo de liberalização financeira doméstica apoiado notadamente na liberação das taxas de juros e na permissão para a criação de instituições bancárias de âmbito universal, os chamados bancos múltiplos. Ao mesmo tempo, iniciou-se um processo de abertura dos mercados de capitais domésticos, especialmente as bolsas de valores, para a participação de investidores não-residentes, que levaria ao desmantelamento da maioria dos controles de capitais então existentes. Este processo foi intensificado com a chegada à presidência de F. H. Cardoso, em 1995. A partir de então, foram tomadas sucessivas medidas de liberalização da conta capital, inclusive no governo do sucessor de Cardoso, o Presidente Lula da Silva.

A partir de meados dos anos 1990, dá-se um grande salto no ingresso do capital estrangeiro privado na economia brasileira. Concorreram para este salto a conclusão da renegociação da dívida externa, a estabilização de preços a partir de 1994, o excesso de liquidez existente no mercado de capitais internacional desde o início daquela década, e a aceleração do processo de privatização de empresas estatais, que atraiu grandes volumes de capital para as bolsas por parte de investidores desejosos de aproveitar as perspectivas de valorização dos papéis daquelas empresas previamente à sua venda. Ao mesmo tempo, observou-se um aprofundamento do mercado de derivativos e de títulos públicos, que ampliou as possibilidades de arbitragem entre taxas de juros domésticas e externas e, com isso, a integração do mercado financeiro brasileiro com os mercados internacionais no contexto liberalizado. As sucessivas crises cambiais em países emergentes na segunda metade dos anos 1990, somadas à elevada necessidade de financiamento externo da economia brasileira, desaceleraram, mas não reverteram este processo. Finalmente, a introdução do regime de câmbio flutuante, em resultado da crise cambial brasileira de janeiro de 1999, permitiu a retomada pelo governo do processo de liberalização da conta capital.

Este processo foi acelerado a partir de 2003, quando se aproveitou o benigno cenário financeiro internacional, o crescimento espetacular das exportações e a completa transformação da estrutura do balanço de pagamentos para remover os controles de capitais restantes. O país passou a exibir superávit em transações correntes e a necessidade de financiamento externo caiu drasticamente, ao passo que

as extremamente elevadas taxas de juros domésticas continuaram a atuar como poderoso atrativo para aplicações financeiras de não-residentes. Em consequência, a taxa de câmbio começou a se apreciar persistentemente. Nesse contexto, um debate se abriu no país, e que ainda persiste, opondo a visão dos que atribuem a sobrevalorização cambial a um possível excedente comercial “estrutural” e os que a explicam pela manutenção de taxas de juros domésticas excessivamente elevadas. Para os primeiros, a geração de superávits comerciais é vista como permanente, o que justificaria o prosseguimento do processo de liberalização, pelo seu (suposto) efeito contra-balançador da sobrevalorização da taxa de câmbio. Esta nova rodada de medidas teve início em meados de 2004 e prossegue até os dias de hoje, conduzida, como sempre, pelo Banco Central, que alega perseguir dois objetivos: adequar as regras cambiais à nova realidade do balanço de pagamentos e desburocratizar o mercado de câmbio.

No que segue são descritas as principais transformações ocorridas no mercado de câmbio brasileiro nas últimas décadas, bem como as mudanças recentes na legislação cambial.

3.2.2 De 1930 a 1988: adoção extensiva de controles

A partir de 1930, quando o país deixou oficialmente o padrão-ouro, foram estabelecidas duas regras para o mercado de câmbio que viabilizaram a implementação dos controles cambiais: o curso forçado da moeda, que implicava na proibição de pagamentos em moeda estrangeira nas transações entre residentes, e a centralização cambial, que concedia ao Banco do Brasil o monopólio das transações com moeda estrangeira e considerava ilegítima a operação de câmbio feita fora do estabelecimento monopolista ou, como posteriormente estabelecido, fora de estabelecimento autorizado pelo detentor do monopólio, hoje o Banco Central do Brasil (Franco e Pinho, 2004). A partir daí, a autoridade a quem se delegou esta responsabilidade¹⁵ passou a definir quais operações seriam permitidas e quais os seus limites.

Vale notar, por sua importância para a política de desregulamentação recente, que além de intenso controle sobre remessas, viagens internacionais e importações de bens e serviços, o país também estabeleceu, em 1933, a obrigatoriedade do ingresso no Brasil dos recursos resultantes das exportações, a chamada “cobertura cambial”. Com isso, o governo passou a garantir o ingresso no país da principal

15 Sucessivamente o Banco do Brasil, a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC e o Conselho Monetário Nacional - CMN. 16 O governo poderia cobrar multa de até 200% do valor da operação se não houvesse ingresso do valor correspondente ao registro de exportação. Ademais, para evitar (ainda que sem sucesso) o crescimento do mercado paralelo de câmbio, também estariam sujeitos a multas o subfaturamento de exportações e o superfaturamento de importações.

fonte de recursos externos para fazer frente ao pagamento de importações de bens e serviços e do serviço da dívida¹⁶.

A cobertura cambial foi mantida sem alterações até recentemente. Não obstante, o estabelecimento, em 1962, do “direito de retorno” para o capital estrangeiro abriu as portas para a ampliação das possibilidades de financiamento externo. Neste ano foi definido e operacionalizado o registro de capitais estrangeiros, que, além de servir como um instrumento de controle para a autoridade monetária, garantia o direito de retorno para os capitais estrangeiros que entrassem no país sob a forma de moedas conversíveis e assegurava o direito a juros e dividendos, o que viria conferir mais segurança aos investidores estrangeiros privados.

Apesar do registro de capitais estrangeiros ter sido implementado em 1962, foi somente a partir da década de 1970 que os empréstimos privados e o investimento estrangeiro direto cresceram de forma sustentada a ponto de se tornarem uma fonte importante de recursos a financiar o balanço de pagamentos. A partir daí, as regras relacionadas ao investimento direto continuaram estáveis, mas as dificuldades de balanço de pagamentos que levaram à chamada “crise da dívida externa” conduziram a um recrudescimento dos controles de capitais no início da década de 1980, a começar pela centralização cambial decretada em 1983. Por meio deste mecanismo, os pagamentos ao exterior foram submetidos a uma lista de prioridades estabelecida e controlada pela Autoridade Monetária. Recorreu-se a uma moratória *de facto* (embora não *de jure*) dos pagamentos da dívida externa, até que renegociações sucessivas com credores vieram a dar respaldo contratual ao não pagamento de obrigações externas. Em 1987, em meio a renovadas dificuldades cambiais, decretou-se uma moratória (agora sim, *de jure*) a qual foi substituída, nos anos seguintes, por reestruturações negociadas da dívida externa. Neste contexto, os fluxos de capitais de empréstimos novos voluntários foram zerados de 1982 até o final da década, enquanto que os investimentos diretos líquidos baixaram de um nível médio anual de US\$ 1,7 bilhão, nos dez anos anteriores à crise da dívida, para uma média de US\$ 981 milhões no período 1983-1991 (ou apenas US\$ 346 milhões, se excluirmos as operações de conversão de dívida externa em capital de risco).

3.2.3 O processo de liberalização a partir de 1988

Durante os anos em que o país permaneceu virtualmente desconectado do circuito financeiro internacional ocorreram algumas mudanças estruturais na conta corrente. As exportações brasileiras diversificaram-se muito no período, ao mesmo

16 O governo poderia cobrar multa de até 200% do valor da operação se não houvesse ingresso do valor correspondente ao registro de exportação. Ademais, para evitar (ainda que sem sucesso) o crescimento do mercado paralelo de câmbio, também estariam sujeitos a multas o subfaturamento de exportações e o superfaturamento de importações.

tempo em que alguns itens importantes da pauta de importações (como combustíveis) foram gradualmente substituídos por produção doméstica, reduzindo sensivelmente a correlação entre o saldo comercial e a evolução dos termos de troca¹⁷. Isto tudo contribuiu para a geração de crescentes superávits comerciais ao longo da década de 1980 e, conseqüentemente, para o relaxamento da restrição de divisas à qual estava submetida a economia. Ao mesmo tempo alguns analistas passaram a defender a idéia de que os controles haviam perdido eficácia e que as operações de câmbio tinham se tornado demasiado complexas por causa da sua existência.

Nesse contexto tem início um processo de liberalização financeira sob a forma de um movimento de simplificação do mercado de câmbio no Brasil, com a criação do Mercado de Câmbio a Taxas Flutuantes (MCTF) em 1988. Este mercado foi inicialmente apelidado de “dólar turismo” – porque incorporava operações relacionadas ao turismo internacional – e representou um grande passo rumo à maior liberdade cambial (ainda que a liberalização de fato só viesse ocorrer no início da década de 90). O MCTF era um mercado de câmbio separado do mercado oficial, e nele as moedas estrangeiras eram negociadas a preços e condições livremente pactuadas e sob regras mais flexíveis. Inicialmente, a regulamentação manteve limites quantitativos (que foram gradativamente extintos) para cada tipo de operação, enquanto a taxa de câmbio passava a flutuar (somente neste mercado) conforme a oferta e procura de moeda estrangeira, sem intervenção do Banco Central. Assim, o país passou a conviver com dois mercados de câmbio, um em que as operações eram livres e outro no qual as restrições das décadas anteriores permaneciam.

As principais operações admitidas no MCTF eram as relacionadas a viagens internacionais (turismo, cartões de crédito, tratamento de saúde, etc) e pagamento e recebimento de alguns serviços (compra de contratos de atletas, vencimentos, ordenados). As demais operações (exportações e importações, principais movimentações da conta capital e financeira, como investimento direto, em bolsa e empréstimos, e os pagamentos e recebimentos dos principais itens da conta de serviços) ainda estariam sujeitas às regras do mercado oficial, o Mercado de Câmbio a Taxas Administradas (MCTA), que ficou conhecido como “dólar comercial”. No primeiro, a taxa era flutuante, no segundo vigorava um regime de crawling peg¹⁸.

17 Para mais detalhes sobre a diversificação da pauta de exportações e a redução da dependência do saldo comercial em relação aos termos de troca, ver Souza *et al.* (2006).

18 Houve algumas modificações no regime de formação da taxa de câmbio ao longo do período. Assim, durante o Plano Collor, em 1990, estabeleceu-se, por alguns meses um regime de flutuação também no mercado destinado às exportações e à maioria das transações da conta capital (e que por isso ganhou, na época, a denominação de Mercado de Câmbio de Taxas Livres). Mas com o fracasso do Plano rapidamente se retornou ao crawling peg (embora a denominação de mercado de taxas livres tenha permanecido). Finalmente, com o Plano Real em 2004, adotou-se um regime de crawling peg ativo, que serviu de âncora cambial para o processo de estabilização, e que durou até a crise cambial de 1998/99, quando foi substituído pela flutuação.

Um expediente usado durante a década de 1990 para liberalizar o acesso ao mercado de câmbio foi a transferência progressiva de transações restringidas, ou mesmo proibidas, para o mercado de taxas flutuantes (MCTF). Uma outra brecha para remover as restrições cambiais – no caso do movimento de capitais – foi aberta com uma regulamentação flexível das contas correntes de não-residentes no país. Pela legislação de 1962, só podia sair do país o capital estrangeiro que comprovasse ingresso prévio. A partir de 1992, porém, foi modificada a sistemática de funcionamento das contas de não residentes estabelecida em 1962 para garantir o “direito de retorno” ao capital estrangeiro, e a conversibilidade da conta de capitais avançou significativamente¹⁹. Neste novo desenho fixou-se o conceito de que os montantes em moeda nacional depositados em contas de não residentes, onde o titular fosse instituição financeira, poderiam deixar o país através da Transferência Internacional em Reais (TIR), mas apenas pelo MCTF. A rigor, o ágio do MCTF era entendido como um imposto natural para o capital que buscava sair do país. Acreditava-se, também, que o MCTF deveria ser preservado como uma opção de política econômica, caso a situação cambial necessitasse medidas extremas²⁰ (Franco e M. Pinho, 2004). Com esse mecanismo abriu-se a possibilidade de que o capital fosse enviado para o exterior sem ingresso prévio.

As contas de não-residentes (chamadas de CC5) passaram, então, a servir de plataforma genérica para a introdução da conversibilidade *de facto*, pois, em princípio, quaisquer remessas eram autorizadas, independentemente da entrada de divisas em momento anterior, e para isso bastava que houvesse perfeita identificação do remetente e do beneficiário e que o remetente brasileiro estivesse em dia com o fisco (Franco e Pinho Neto, 2004). Ou seja, passou a ser possível a qualquer residente, pessoa física ou jurídica, inclusive exportador nacional, constituir disponibilidade no exterior por meio de operações internacionais em moeda nacional e com intermediação de instituições financeiras do exterior. Assim, o exportador brasileiro passou a conviver com uma situação paradoxal e assimétrica: submetido à obrigatoriedade do ingresso das receitas decorrentes de suas vendas externas, mas com amparo regulamentar para, simultaneamente ou em momento posterior, constituir disponibilidades no exterior sem qualquer restrição (Banco Central do Brasil, 2006).

19 Vale observar, porém, que o direito de retorno foi definido na Lei 4131. Muitos críticos do processo de liberalização da conta de capitais chamam a atenção para o fato de que o Banco Central não teria autoridade legal para criar “regulações” que modificassem o estabelecido em uma Lei, como ocorreu a partir dos anos 1990. Para um relato crítico da evolução da liberalização da conta capital, alternativo ao de Franco e Pinho Neto (2004), veja-se Sicsú (2006).

20 Neste caso o Banco Central poderia impor mais controles no MCTL. Assim, a maioria das operações teria que ser feita no MCTF, que por sua vez teria um ágio elevado e prejudicaria remessas em períodos de estresse cambial.

3.2.4 Completando a liberalização

A implantação do regime de flutuação em janeiro de 1999, na esteira de uma profunda crise cambial, abriu o caminho para novas mudanças no mercado de câmbio, com o aprofundamento do processo de liberalização.

De um lado, porque, sob o novo regime, desequilíbrios nos fluxos externos tornaram-se menos ameaçadores. As variações cambiais passaram a desempenhar um papel como mecanismo de ajuste que sob o regime anterior tinha que ser realizado ou pelo uso das reservas ou pela colocação de restrições à compra de moeda estrangeira. É verdade que flutuações cambiais muito intensas podem ter um papel desestabilizador e, nesse sentido, justificar a colocação de restrições ou “areia” nas engrenagens do mercado de câmbio. A crise cambial ocorrida no Brasil durante a campanha eleitoral de 2002 mostrou o potencial de dano que fugas de capitais podem causar mesmo sob a vigência plena do câmbio flutuante. A recuperação da normalidade do balanço de pagamentos, como nas crises de balanço de pagamentos anteriores, exigiu uma notável elevação da taxa de juros. Mas a experiência tem demonstrado que as pressões neste sentido são bem menores do que sob o câmbio fixo, dado o papel de mecanismo de ajuste desempenhado pela movimentação da taxa de câmbio, com variações da taxa de câmbio compartilhando o papel de promotor de ajustes com a taxa de juros e outras variáveis.

Mas há também uma outra razão associada ao próprio *modus operandi* do novo regime. Nele, a taxa de câmbio passou a ser formada livremente nos dois mercados, com intervenções ocasionais do Banco Central²¹. E com isto, o papel de *market maker* foi sendo transferido do Banco Central para os bancos autorizados a operar no mercado de câmbio – de forma que suas posições em moeda estrangeira passaram a ter um papel bem mais importante do que no período em que o Banco Central tinha maior responsabilidade em garantir a liquidez do mercado.

Neste contexto, a partir de 2005 o Banco Central resolveu dar início a mais uma rodada de mudanças na regulamentação, adotando uma nova postura: todas as operações passaram a ser *a priori* permitidas, exceto aquelas sujeitas a regulação específica²². Em março de 2005 os mercados de câmbio (livre e flutuante) foram unificados, o que trouxe maior liberdade para a compra e venda de moeda estran-

21 Para mais informações sobre volume e motivações para as intervenções, ver Souza e Hoff (2003).

22 No caso, as aplicações no exterior em mercados de capitais e derivativos pelas pessoas físicas ou jurídicas em geral, aplicações no exterior por instituições autorizadas a funcionar pelo BC e fundos. Estas operações estariam sujeitas a um regulamento único (RMCCI - Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais). No que diz respeito às aplicações em mercados de capitais e derivativos, no entanto, a regulamentação específica foi extinta em setembro de 2006.

geira e uma sensível redução de custos e simplificação de rotinas e procedimentos (Banco Central do Brasil, 2006). Na unificação, o Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu, como regra geral, o fim de limites e restrições para compra e venda de moeda estrangeira e para transferências internacionais em reais.

O prazo para ingresso no país da moeda estrangeira decorrente da exportação também foi flexibilizado, passando para 210 dias a partir do embarque das mercadorias ou da prestação do serviço ao exterior, independentemente das condições de pagamento ajustado entre o exportador brasileiro e o importador estrangeiro. Essa flexibilização permitiu ao exportador algum grau de gerenciamento dos seus recursos em moeda estrangeira, em compatibilidade com o regime atual de flutuação da taxa de câmbio.

Mas a medida que talvez maior impacto tenha tido para efeitos de formação da taxa de câmbio pelo mercado foi a eliminação dos (estritos) limites para a manutenção de posições compradas em moeda estrangeira pelos bancos, em janeiro de 2006. Com isso, acabou-se com um dos últimos resquícios do “monopólio” cambial.

Finalmente, após a edição da Medida Provisória 315 (MP 315), em agosto de 2006, foi possível flexibilizar a exigência de cobertura cambial nas exportações, ficando o Conselho Monetário Nacional (CMN) – órgão do poder executivo encarregado de estabelecer as diretrizes de natureza macroeconômica – com autonomia para estabelecer o percentual dos recursos de exportação que deve efetivamente ingressar no país. A MP de agosto de 2006 extinguiu a cobertura cambial de 100% das exportações, permitindo aos exportadores manter até 30% da receita de exportações no exterior, sem pagamento de CPMF.

O retrospecto que acabamos de fazer sobre a política brasileira relativa à conversibilidade cambial, e, em particular, da conta capital, deixou claro que através de um movimento lento e gradual – que se estendeu por quase vinte anos – chegou-se a uma situação de liberalização cambial que é a mais ampla desde a década de 1930 do século passado. Como isto se dá num contexto mundial de grande mobilidade de capitais, associado à “segunda globalização”, é de se esperar que a integração financeira da economia com o resto do mundo venha avançando no período. O item 2.2 a seguir procura então mensurar este efeito.

3.3 A integração financeira pelo critério do Portfolio Internacional

Há muitas formas de se medir a integração financeira e a mobilidade de capitais entre um país e o resto do mundo. Lane e Milesi-Ferreti (2006a), por exemplo,

medem o grau de integração financeira internacional pelo quociente da soma dos passivos e ativos internacionais pelo PIB:

$$IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}}$$

onde FA e FL são, respectivamente, os ativos e passivos internacionais do país i no período t .

Os autores concluem, com base em séries que retrocedem aos anos 1970, que tanto para as economias avançadas quanto para as emergentes houve uma elevação acentuada do grau de integração financeira internacional nos últimos 30 anos, medido pelo indicador acima. Mas que a partir dos anos 1990 o aumento do indicador foi muito mais forte nas economias avançadas do que nas emergentes. E no que se refere a um variante deste indicador, em que os ativos e passivos são confrontados com o volume de comércio (o quociente sendo a soma das importações e exportações de bens e serviços), a discrepância entre os dois grupos de países é ainda maior, dado que para os emergentes o crescimento dos fluxos comerciais é bem mais acentuado do que para as economias avançadas. Esta tendência, na verdade, pode ser considerada como um fator de estabilidade financeira para aquelas economias.

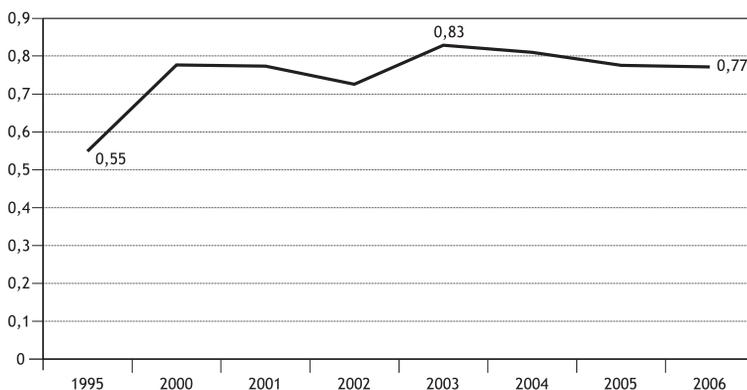
No caso do Brasil, verificou-se uma tendência semelhante à descrita acima nos últimos anos. A integração financeira cresce, mas bem menos do que a comercial. O Gráfico 3 a seguir mostra o índice de integração financeira acima apresentado (IFIGDP), construído com base em dados do Banco Central, porém ajustado de forma a eliminar os efeitos das fortes oscilações cambiais do período sobre o valor em dólares tanto do PIB quanto dos ativos estrangeiros cuja valoração é feita em reais²³. Como se pode observar, entre 1995 e 2003 o IFIGDP subiu de 0,55 para 0,83, recuando depois levemente para 0,77 em 2006, mas ainda assim ficando num nível 40% superior ao de 12 anos antes.

O recuo recente do IFIGDP está relacionado aos sucessivos superávits em transações correntes alcançados nos últimos 4 anos que levam, *coeteris paribus*²⁴, a uma redução do passivo externo líquido do país. E esta redução tem sido alcançada por meio de uma redução dos passivos internacionais que tem superado o aumento dos ativos internacionais do país. Contudo, quando se examina a evolução dos

23 Além disso, o dado para o ano 2000 foi obtido através de estimativa dos autores, a partir do dado de estoque de dezembro de 2001 e dos dados do fluxo do balanço de pagamentos para aquele ano.

24 Um dos principais fatores que produzem uma divergência entre o saldo em conta corrente e a variação da posição internacional do investimento (ou, trocando o sinal, do passivo externo líquido), é a variação dos valores dos ativos associados a mudanças na taxa de câmbio. Porém, para fins do presente trabalho este fator foi neutralizado, utilizando-se uma taxa de câmbio (real) fixa para efeitos de conversão.

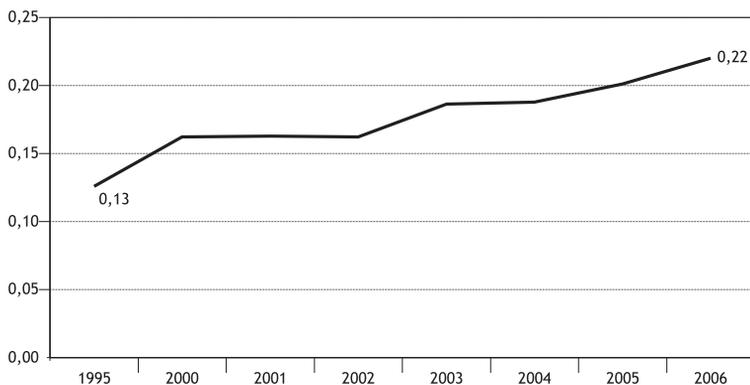
Gráfico 3
Brasil: Ativos e Passivos Internacionais/PIB¹



1 PIB e Passivos computados em reais, convertidos para dólar a uma taxa de câmbio real constante.

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

Gráfico 4
Brasil: Ativos/PIB¹



1 PIB e Passivos computados em reais, convertidos para dólar a uma taxa de câmbio real constante.

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

ativos externos (gráfico 4) verifica-se que sua expansão foi muito forte no período, tendo se acentuado nestes últimos 3 anos, quando o IFIGDP caiu. Este fato é particularmente significativo porque os obstáculos à integração financeira internacional são mais associados a restrições à saída de capitais do que ao controle de entrada. Em outras palavras, quando incorporamos na análise a relação ativos externos/PIB,

chegamos a um quadro consistente com a continuidade do aumento da integração financeira internacional do país.

Tendo em vista o rápido crescimento dos ativos brasileiros no exterior, cabe explorar sua evolução com mais detalhe. Apesar das estatísticas brasileiras a este respeito ainda apresentarem alguma precariedade, elas se tornaram bem mais confiáveis e detalhadas a partir dos dados relativos ao ano de 2001, em face do levantamento que o Banco Central passou a realizar anualmente²⁵.

A tabela 5 a seguir apresenta a evolução do estoque de capitais brasileiros no exterior entre 2001 e 2005. O crescimento é bastante forte em quase todas as modalidades – investimento direto, em carteira, e depósitos²⁶ – e pode ser explicado tanto pelo prosseguimento da liberalização da conta capital e financeira, conforme descrito na sub-seção anterior, como também pela estratégia das empresas de diversificarem riscos e de se internacionalizarem.

Tabela 5
Capitais Brasileiros no Exterior (CBE)
Distribuição por Modalidade
(em US\$ bilhões)

Modalidade	2001	2005	Variação (%)	Contribuição para a variação total (%)
Investimento Direto Brasileiro no Exterior ¹	49,7	79,3	59,5	68,5
Investimento em Carteira	5,2	9,6	85,7	10,3
ações	3,0	2,8	-6,4	-0,4
Bônus, notas e outros títulos de dívida	2,2	6,8	213,4	10,7
Depósitos	9,4	17,1	80,9	17,7
Demais	4,3	5,8	35,2	3,5
TOTAL	68,6	111,7	62,9	100,0

1 Inclusive empréstimos intercompanhia.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

25 “A obrigatoriedade de envio ao Banco Central do Brasil da declaração de CBE (Capitais Brasileiros no Exterior) estendeu-se às pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país, assim conceituadas na legislação tributária, detentoras de ativos de qualquer natureza mantidos fora do território nacional, cujo total fosse equivalente ou superior a R\$ 200 mil ou seu equivalente em outras moedas, sempre na data-base do último dia do ano, a R\$ 300 mil ou seu equivalente em outras moedas, na data-base 31/12/2002 e US\$ 100 mil ou seu equivalente em outras moedas nas datas-base de 31 de dezembro de 2003 a 2005”. Banco Central do Brasil (2006b).

26 Cabe notar, entretanto, que o saldo de depósitos é muito volátil, podendo sofrer grandes variações de ano para ano, conforme justificado pelo Banco Central do Brasil (2006b, pág. 5).

No que se refere aos capitais brasileiros nos países do Mercosul (tabela 6), contudo, não se verifica o mesmo fenômeno de expansão que foi identificado acima. Possivelmente isto se explica pela crise porque passaram as economias da Argentina e Uruguai em 2001/2002, bem como pelas desvalorizações cambiais ocorridas naqueles países (com reflexos no valor em dólares dos ativos brasileiros). De fato, a queda do estoque de capital brasileiro na região se concentra no ano de 2002. E se levarmos em conta os dados de fluxo de 2006, podemos concluir que está em curso uma retomada do processo de integração financeira com a região, medida por este critério, desde 2005. De fato, apenas o fluxo de investimento direto do Brasil para a Argentina em 2006 correspondeu a 70% do estoque observado em 2005.

Tabela 6
Capitais Brasileiros no Exterior - CBE
(em US\$ milhões)

País/Bloco	2001	2002	2003	2004	2005	var % 05/01
Argentina	1959	1701	1746	1902	2211	12,9
Paraguai	76	49	85	111	117	53,2
Uruguai	3768	2363	3827	2556	2592	-31,2
Mercosul	5803	4114	5658	4569	4920	-15,2

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Para concluir esta primeira abordagem sobre a integração financeira internacional da economia brasileira, apresenta-se a seguir a tabela 7, que decompõe o crescimento do estoque do investimento direto brasileiro no exterior por setores. Os dados mostram que o crescimento de 54% observado no período foi concentrado em 3 setores: o financeiro, o de serviços prestados às empresas e o de mineração

Tabela 7
Estoque do Investimento Direto Brasileiro no Exterior
(excl. empréstimos intercompanhia)

Ramo de Atividade	Valores em US\$ milhões			Variação (%)	Contribuição para a variação total (%)
	2001	2005	Variação		
Mineração e Petróleo	1559	3358	1799	115	7,9
Instituições Financeiras	20707	32132	11425	55	50,0
Serviços prestados a Empresas	14306	23639	9332	65	40,9
Demais	6013	6289	277	5	1,2
TOTAL	42584	65418	22833	54	100,0

Fonte: Banco Central. Elaboração dos autores.

e petróleo. E mais, o primeiro deles foi responsável por metade do aumento dos ativos de risco do país no exterior.

Em suma, quando se busca avaliar o grau de integração financeira internacional da economia brasileira pela ótica das estatísticas de riqueza internacional, verifica-se que, medida pelo indicador proposto por Lane e Milesi-Ferreti (2006a), a economia vem aprofundando sua inserção internacional desde a década passada, mas que nos mais recentes anos este processo teria supostamente se interrompido. Contudo, quando se analisa separadamente os ativos e passivos, verifica-se que a interrupção ocorreu a despeito de uma forte elevação dos ativos externos da economia, este último movimento sendo consistente com o aumento do grau de abertura da conta capital, enquanto a queda do passivo externo estaria associada ao processo de desendividamento derivado do ajuste da conta corrente, de uma posição fortemente deficitária, para elevados superávits.

O último fenômeno acima – o ajuste da conta corrente – ao contrário da experiência dos anos 1980, não esteve associado a um desligamento da economia em relação ao circuito financeiro internacional, mas a outras causas, como a forte depreciação cambial verificada entre 1999 a 2002 e o baixo ritmo de crescimento da economia. Esta seria a explicação para a primeira anomalia apontada no início da presente seção. A segunda anomalia – a manutenção de um enorme diferencial entre as taxas de juros reais internas e externas, a despeito do elevado grau de mobilidade de capitais, será discutida na subseção a seguir.

3.4 Disparidade de Juros Reais e a integração financeira aferida pelo diferencial coberto de Juros

Uma segunda abordagem para mensurar o grau de integração financeira internacional tem por base o suposto de que os rendimentos de ativos financeiros, ajustados pelo risco, devem ser tão mais próximos quanto maior a mobilidade de capitais. Seguindo Frankel (1992), podemos decompor o diferencial de juros reais entre um país e o resto do mundo em três variáveis:

$$r - r^* = (i - \pi^e) - (i^* - \pi^{e*}) = (i - \pi^e) - (i^* - \pi^{e*}) + \hat{E}^f - \hat{E}^f + \hat{E}^e - \hat{E}^e \quad (1)$$

onde:

i = taxa de juros interna

i^* = taxa de juros externa

π^e = inflação interna esperada

π^{e*} = inflação externa esperada

$\hat{\epsilon}^f$ = variação cambial implícita nos contratos de câmbio futuro

$\hat{\epsilon}^e$ = variação cambial esperada

$$r - r^* = [(i - i^*) - \hat{\epsilon}^f] + [\hat{\epsilon}^e - (\pi^e - \pi^{e*})] + (\hat{\epsilon}^f - \hat{\epsilon}^e) \quad (2)$$

O primeiro termo do lado direito da equação é o diferencial coberto de juros (DCJ), o segundo termo a taxa de depreciação real esperada da moeda doméstica (κ^e), e o terceiro o prêmio de risco cambial no mercado de câmbio futuro (ρ_f), ou seja, o risco de que a depreciação cambial seja diferente da esperada. Tomados conjuntamente, estes dois últimos termos refletem o prêmio de risco da moeda doméstica (ρ_m)²⁷, enquanto o primeiro, que reflete todos os demais custos e riscos (risco de default, diferença de impostos, obstáculos administrativos à mobilidade de capitais, etc) pode ser considerado o risco-país (ρ_p). Podemos então reescrever a equação (2) como:

$$r - r^* = \text{DCJ} + \kappa^e + \rho_f \quad (3)$$

onde:

$$\kappa^e + \rho_f = \rho_m$$

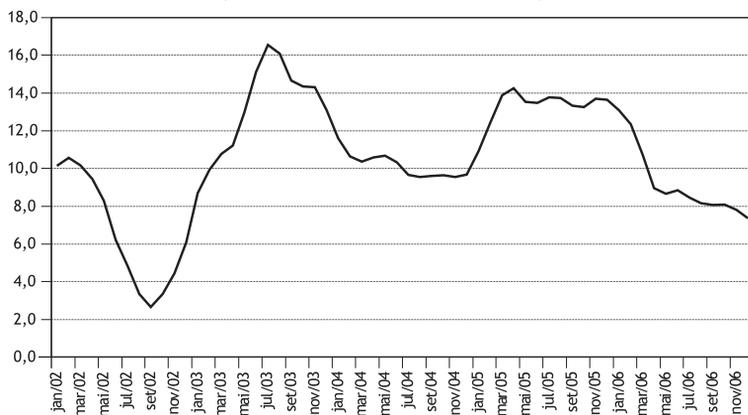
O termo DCJ deve ser maior ou menor de acordo com as restrições que cada país coloca ao movimento de capitais, bem como com a capacidade e vontade de pagamento de seus compromissos externos. Já os dois últimos termos tendem a ser mais altos quanto maior: a) a distância entre o nível atual da taxa de câmbio real e o nível considerado de equilíbrio; b) a variabilidade e imprevisibilidade dos movimentos da taxa de câmbio. Portanto, o primeiro termo mostra o grau de abertura financeira do país no plano institucional. Porém, a integração financeira efetiva com o resto do mundo, patente no volume de fluxos de capitais – ou, mais precisamente, na resposta do fluxo de capitais a mudanças domésticas nos níveis de investimento ou de poupança – depende das duas últimas variáveis. Concretamente, uma elevada correlação entre poupança e investimento domésticos (o enigma Feldstein-Horioka) pode ocorrer em países com abertura da conta de capitais, porém com elevado risco cambial ou de desvalorização real.

27 “Together they constitute the currency premium, because they pertain to differences in assets according to the currency in which they are denominated, rather than in terms of the political jurisdiction in which they are issued” (Frankel, 1992).

Há muitos obstáculos de ordem prática para a decomposição do diferencial de juros real, e as opções que são adotadas são sempre passíveis de algum tipo de contestação. Primeiramente, tanto a expectativa de variação cambial, quanto a taxa esperada de inflação são variáveis não observáveis, podendo, quando muito, serem estimadas através de *proxies*. Por outro lado, há muitos tipos alternativos de contratos e aplicações financeiras que podem servir de base para os cálculos dos juros internos e externos, bem como da taxa de câmbio no mercado futuro. Nos exercícios cujos resultados são apresentados a seguir trabalhamos com taxas de juros de um mês (anualizadas) para o Brasil e para os EUA, e com a depreciação implícita no contrato de dólar futuro para um mês da BM&F. Como *proxy* da inflação esperada para o mês, usamos uma média móvel de 12 meses da inflação, centrada no mês de referência. Foram também realizadas estimativas do diferencial coberto de juros para contratos de um ano de prazo, e neste caso utilizamos a taxa de juros dos contratos futuros de 1 ano da BM&F para o Brasil, e a taxa dos títulos do tesouro com maturidade constante de 1 ano para os Estados Unidos.

A diferença média dos juros reais entre Brasil e EUA foi de 10,5 pontos percentuais nos últimos 5 anos (2002-2006). O gráfico 5 a seguir mostra a evolução mensal desta variável, e nele pode-se notar uma redução forte e temporária no segundo semestre de 2002 e início de 2003, relacionada a uma intensa – e também efêmera – aceleração inflacionária, que não foi suficientemente compensada pelo aumento da diferença entre os juros nominais. Mais adiante voltaremos a este fenômeno, cabendo agora apenas salientar que, superado este episódio, pode-se observar uma tendência declinante a partir de meados de 2003.

Gráfico 5
Diferencial de Juros Reais entre Brasil e EUA
(em pontos percentuais)

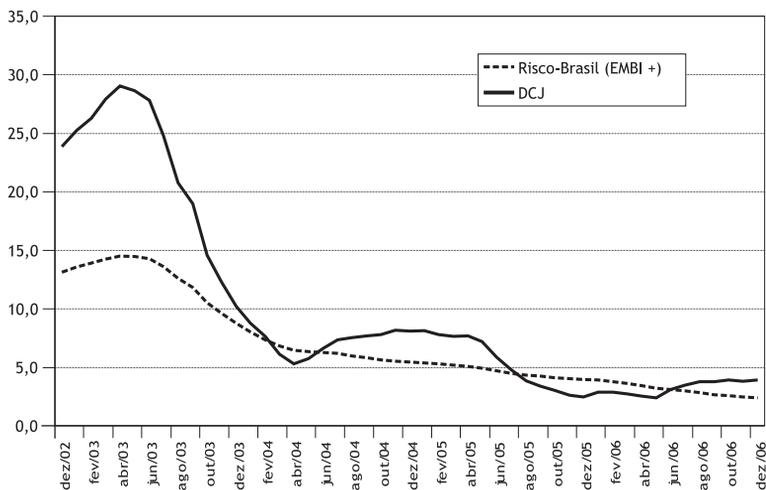


Fonte: Banco Central do Brasil, Federal Reserve Board, BLS e IBGE. Elaboração dos autores.

Seguindo a equação (3) acima, começemos a nossa análise desta enorme brecha entre os juros reais do país e do exterior pelo diferencial coberto de juros. Este diferencial deve, a princípio, refletir o risco de default e todos os demais elementos que diferenciam os títulos do país em relação a títulos externos de risco zero, que não a diferença entre as moedas em que são denominados.

O gráfico 6 apresenta a evolução do diferencial coberto de juros, lado a lado com a evolução do risco-Brasil medido pelo JP Morgan (EMBI+). Ambas as variáveis dão um salto no segundo semestre de 2002 e depois passam a seguir uma tendência nitidamente declinante. O movimento ascendente inicial está associado às incertezas do período eleitoral de 2002, em particular quanto a qual seria a política econômica do governo Lula. No que se refere ao co-movimento de acentuada queda que se segue, não faltam explicações: a superação das referidas incertezas, a melhoria dos fundamentos da economia, a continuidade das iniciativas de liberalização da conta capital e financeira e o quadro de crescente liquidez internacional e redução da aversão ao risco.

Gráfico 6
Diferencial Coberto de Juros e Risco-País (EMBI +)
Médias Móveis de 12 Meses



Fontes: Fed, JP Morgan, BMF e Banco Central do País.

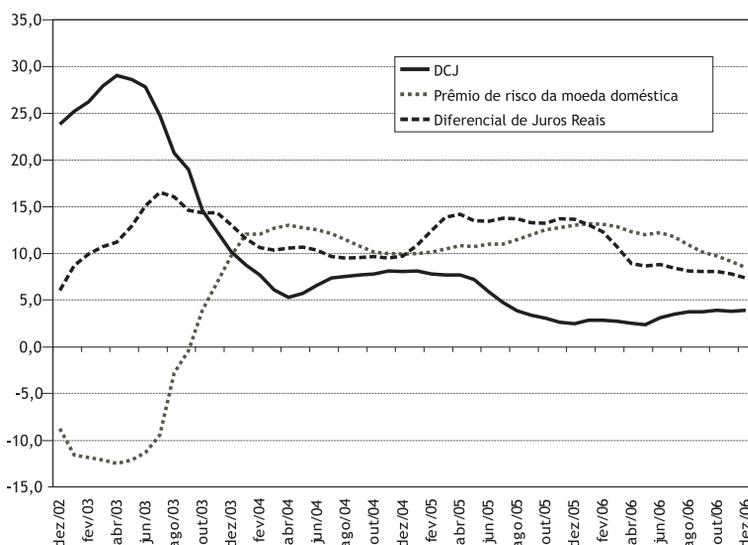
Em suma, a evolução do diferencial coberto de juros sugere um aprofundamento da integração financeira entre o país e o resto do mundo nos mais recentes anos, após um breve interregno ocasionado pela exacerbação das incertezas verificada entre o segundo semestre de 2002 e os primeiros meses de 2003. Contudo, e conforme já salientado anteriormente, não se verificou uma tendência semelhante –

pelo menos não com intensidade comparável – no que se refere ao diferencial de juros reais.

A razão pode ser encontrada no outro componente do diferencial de juros reais da equação (3), a saber, o prêmio de risco da moeda doméstica. Como se pode ver no gráfico 7 a seguir, o comportamento deste prêmio de risco impede que a queda do diferencial coberto de juros se converta integralmente em queda do diferencial de juros reais. Mas qual a razão desse comportamento do prêmio de risco da moeda doméstica?

O prêmio de risco da moeda doméstica tem, como vimos, dois componentes: a depreciação real esperada da moeda doméstica e o risco de que a depreciação esperada divirja da efetiva – traduzida pela diferença entre a depreciação implícita nos contratos de câmbio futuro e a depreciação esperada. Como a depreciação esperada da moeda doméstica não é uma variável observável, não há uma maneira inequívoca de identificar qual dos dois componentes teve maior peso na explicação do comportamento do prêmio de risco da moeda doméstica. Contudo, sabemos que houve uma redução substancial da volatilidade da taxa de câmbio ao longo dos últimos 3 anos, e a redução da volatilidade certamente reduziu o risco da apreciação/depreciação esperada divergir da efetiva, o que deve ter se traduzido na redução do prêmio de risco.

Gráfico 7
Diferencial Coberto de Juros, Diferencial de Juros Reais
e Prêmio de Risco da Moeda Doméstica
Médias Móveis de 12 Meses



Fontes: Fed, JP Morgan, BMF e Banco Central do País.

A explicação deveria estar então na depreciação real esperada da moeda doméstica. Mas por que razão a depreciação real da moeda doméstica não apresentaria uma tendência declinante num contexto em que os fundamentos do balanço de pagamentos melhoraram substancialmente e a inflação do país reduziu-se para níveis próximos ao da inflação americana? A resposta a esta questão provavelmente se encontra na política monetária e cambial seguida pelo Banco Central nos anos recentes. De fato, na medida em que uma diferença elevada entre as taxas de juros interna e externa é mantida, a taxa de câmbio presente precisa apreciar-se o suficiente (undershooting) para dar lugar a uma depreciação esperada que equilibre o mercado de câmbio. A partir desse ponto o diferencial de juros deveria ser reduzido e a depreciação esperada também, em função de uma depreciação progressiva (Dornbusch, 1976). Mas, à medida que o Banco Central mantém a diferença de juros e logra algum sucesso com as intervenções (de compra) no mercado de câmbio, o câmbio segue apreciando e a depreciação esperada não se reduz.

4. EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA, MUDANÇAS REGULATÓRIAS E OPORTUNIDADES DELAS DERIVADAS

4.1 Introdução

Até há poucos anos atrás, pensar no aumento da integração financeira no MERCOSUL pareceria algo inteiramente descolado da realidade financeira do Brasil. E isto era assim mesmo na fase de grande integração comercial entre os países do bloco verificada nos anos 1990. Concretamente, com uma estrutura financeira baseada em bancos, cujos ativos eram concentrados em títulos públicos brasileiros que geravam elevada rentabilidade e baixíssimo risco, as oportunidades para a diversificação do portfólio e dos passivos das instituições financeiras, bem como para a integração financeira com as economias vizinhas, pareciam, na melhor das hipóteses, diminutas. Ademais as restrições ao movimento internacional de capitais eram muito elevadas no país e muito baixas nos parceiros do MERCOSUL, o que criava dificuldades óbvias para abrir o mercado financeiro para a região e o manter ao mesmo tempo fechado para o resto do mundo.

Nos últimos anos, contudo, com a consolidação da estabilização da economia brasileira, importantes transformações começaram a emergir e deverão se consolidar na estrutura financeira do país, alterando substancialmente o espaço para a integração financeira com os países da região. São particularmente relevantes, deste ponto de vista, cinco grandes tendências emergentes: o alongamento dos prazos de captações e aplicações financeiras; a redução de patamar dos juros reais; o crescimento do peso do mercado de capitais como fonte de financiamento do investimento; a mudança na composição da carteira dos investidores institucionais, de títulos da dívida pública para títulos privados; e as alterações nas regras cambiais que viabilizam as aplicações no exterior. Algumas destas transformações são convergentes com o que vem ocorrendo nos países europeus e a experiência destes pode trazer sugestões e lições para o MERCOSUL, como se procurará explorar nesta e na próxima seção.

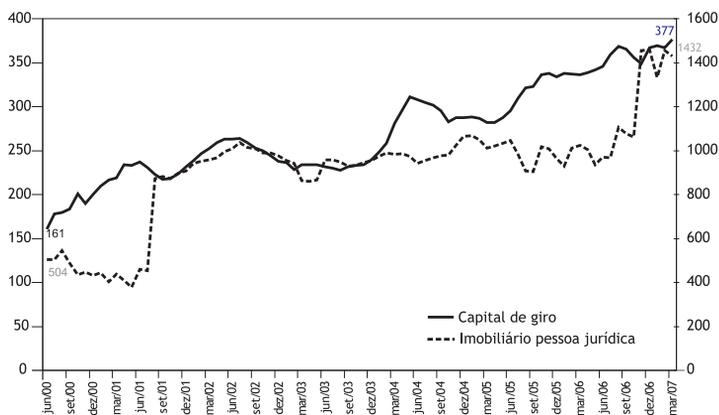
4.2 Alongamento Dos Prazos E Redução Do Patamar De Juros Reais

A consolidação da estabilidade de preços, mesmo após o desafio proveniente de dois choques cambiais de grandes proporções em 1999 e

2002²⁸, culminou com a obtenção de taxas de inflação decrescentes e bastante baixas em 2006, ao final do primeiro governo Lula. Neste contexto, começou a se verificar um processo de alongamento dos prazos de captações e aplicações financeiras, abarcando títulos da dívida pública, títulos privados, e diferentes modalidades de crédito. Os gráficos 8 e 9 a seguir mostram a acentuada elevação, nos últimos anos, dos prazos médios de algumas modalidades relevantes de crédito para as empresas e para as famílias.

As mudanças em curso, nos últimos anos, nas características das operações de crédito e dos ativos financeiros, não se limitam à extensão dos prazos, mas envolvem também a diversificação de instrumentos, a redução dos juros e a substituição de contratos pós-fixados por prefixados. Este último fenômeno é, na verdade, uma outra face do processo de alongamento dos prazos. De fato, como exposto na seção 1 deste trabalho, os investidores no mercado brasileiro tinham uma preferência por títulos indexados à taxa de juros do overnight – e nos momentos de crise cambial, aos ativos indexados ao dólar. Mas a trajetória de queda persistente das taxas de juros (e também o prolongado processo de apreciação cambial) tem levado, nos últimos anos, a um crescimento progressivo da participação dos ativos financeiros e dos créditos (inclusive imobiliário)

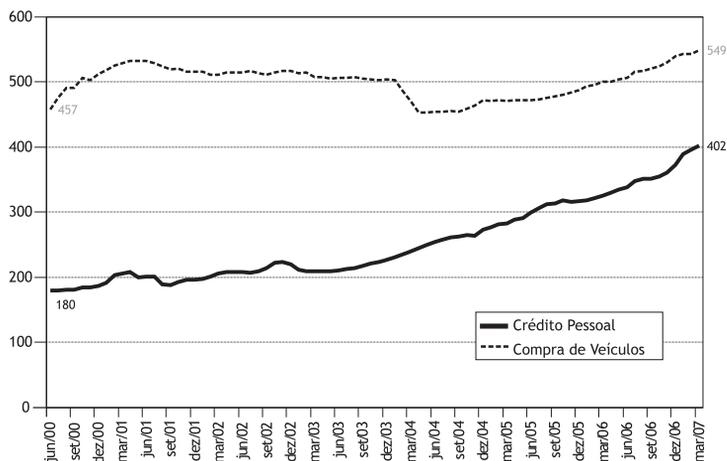
Gráfico 8
Crédito para as empresas



Fonte: Banco Central do Brasil

28 O primeiro, no contexto da mudança para o regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, produziu uma depreciação cambial de cerca de 50% em apenas 3 meses, enquanto que o segundo, ocasionado pela ascensão do Partido dos Trabalhadores ao poder, pela primeira vez na história do país, levou a taxa de câmbio média mensal a subir 61% entre janeiro e outubro de 2002.

Gráfico 9
Crédito para as famílias



Fonte: Banco Central do Brasil

com taxas prefixadas. No caso do perfil da dívida pública, a mudança em prol dos prefixados e dos indexados a índices de preços em detrimento dos títulos indexados à taxa de juros de curto prazo e ao dólar é notável nos últimos anos, como mostra a tabela 8.

Tabela 8
Títulos Públicos Federais - Participação % por indexador

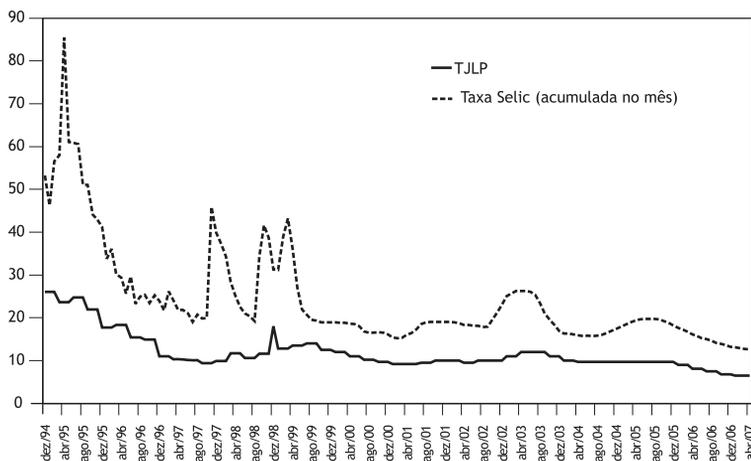
	Total	Over/ Selic ⁽¹⁾	Taxa de Câmbio ⁽¹⁾	Índices de Preços	Prefixado	Outros
	R\$ bilhões			Participação %		
dez/00	506,7	52,7	22,5	6,0	14,9	4,0
dez/01	605,4	54,4	29,5	7,2	8,1	0,8
dez/02	687,3	41,9	33,5	11,4	2,0	11,2
dez/03	787,6	46,6	20,5	12,6	11,6	8,8
dez/04	857,5	49,5	9,3	14,1	19,0	8,1
dez/05	1002,5	52,1	1,2	15,2	27,2	4,4
dez/06	1153,5	38,1	-1,0	21,4	34,2	7,3
mar/07	1248,6	35,5	-0,9	20,7	34,1	10,6

.... (1) Inclui swaps.

Fonte: Banco Central do Brasil (Nota para a Imprensa - Política Fiscal).

No centro deste conjunto de transformações nas características do crédito e dos ativos financeiros está o prolongado movimento de queda das taxas de juros (e a perspectiva de que o movimento prossiga até a superação desta anomalia brasileira que são os juros – nominais e reais – excepcionalmente altos, vide seção 2). De fato, movimentos de altas e baixas nas taxas de juros costumam ser tratados como fatores de natureza conjuntural. No caso brasileiro, contudo, a manutenção de taxas elevadíssimas de juros reais por mais de uma década²⁹ conferiu a este fenômeno uma característica quase que estrutural. Como argumentado anteriormente (seção 1), e também em Souza, Silveira e Carvalho (2006), este foi um dos fatores responsáveis pela particular estrutura financeira montada neste país. No entanto, como se pode observar no gráfico 10 a seguir, tanto as taxas de juros de curto prazo quanto as de longo prazo vem apresentando um movimento tendencial de queda, que já se tornou suficientemente importante para induzir as transformações financeiras acima relatadas.

Gráfico 10
Taxa Selic e Taxa de Juros de Longo Prazo
(% anualizado)



Fonte: Banco Central do Brasil

²⁹ Antes da implementação do Plano Real, em julho de 2004, as altíssimas e voláteis taxas de inflação faziam com que a idéia de taxa de juros real da economia tivesse pouco sentido, dada a grande dispersão das variações de preços entre setores e mesmo dentro de setores, além das acelerações/desacelerações da inflação que ampliavam a variância da inflação esperada.

4.3 Crescimento Do Peso Do Mercado De Capitais Como Fonte De Financiamento Do Investimento

Com juros mais baixos e prazos mais longos ampliou-se a demanda por crédito no mercado de capitais, em detrimento do crédito externo e do crédito oficial (sobretudo BNDES), ainda que estes continuassem crescendo (tabela 9). Como já referido na seção 1, a adaptação da legislação à nova realidade e o aperfeiçoamento institucional permitiram o desenvolvimento de instrumentos financeiros como os FDIC, que vem se expandindo bastante no período recente, e mesmo o forte crescimento das aplicações em debêntures, reforçado, entre outras medidas, pela padronização. Por outro lado, o crédito bancário continuou crescendo a taxas elevadas, de forma que, apesar do maior peso do mercado de capitais, a estrutura do sistema financeiro brasileiro continuou a ser baseada em bancos. Nisto há uma semelhança com o que vem se passando na Europa, havendo mesmo uma proximidade grande no que se refere aos níveis de capitalização do mercado de ações. Lá, a despeito do intenso crescimento do mercado acionário, cujo valor de capitalização subiu de 19% em 1990-1994 para 50% em 2000-2004 e, finalmente, 70% na atualidade (numa trajetória semelhante ao que se passou no Brasil, como se vê na tabela 10), os créditos bancários continuaram crescendo, mantendo a característica “bank-based” do sistema (Werner, 2006)³⁰.

Tabela 9
Principais Fontes de Financiamento de Longo Prazo
(Part.%)

Ano	Financiamento Externo de LP (R\$ milhões)	Desembolsos do BNDES	Financiamento via Mercado de Capitais ¹	Total
2000	59	23	18	100
2001	62	20	18	100
2002	49	33	18	100
2003	62	30	8	100
2004	50	32	18	100
2005	37	27	35	100
2006	40	20	40	100

1 Emissões Primárias de Ações, Debêntures, FIDC, Notas Promissórias e CRI.

Fontes: Banco Central do Brasil, BNDES e CVM.

³⁰ Alguns dão mais ênfase à mudança em curso da estrutura financeira do que à manutenção de sua característica “bank-based”. Hartmann et al. (2003), por exemplo, descrevem assim o fenômeno: “the continental european system is no longer ‘bank-based’ in the same way as it was in the past. While credit institutions are still the preferred source of intermediation for financial investment in the euro area, their ‘traditional’ business is on a relative decline compared to other intermediaries, such as investment funds, pension funds and insurance companies” (pág. 12).

Tabela 10
Capitalização do Mercado Acionário

Período	% do PIB
1996-1999	26,5%
2000-2003	31,6%
2004-2006	47,5%
2007 (jan-mar)	66,3%

Fonte: Banco Central do Brasil.

4.4 Redirecionamento Da Carteira Dos Investidores Institucionais

A carteira dos investidores institucionais cresceu aceleradamente ao longo da presente década. No caso dos fundos de pensão, a expansão real foi de 9,3% a.a. entre 2000 e 2006, alcançando neste último ano um valor de R\$ 381 bilhões, equivalentes a 16,4% do PIB. Quanto aos fundos mútuos de investimento, seu crescimento real anual foi de 12,6% no período, e o valor da carteira alcançou R\$ 906 bilhões, ou 39% do PIB, em 2006.

Há que destacar que essa expansão do portfólio dos investidores institucionais vem sendo acompanhada, recentemente, de alteração na sua composição, com aumento dos títulos privados em detrimento dos públicos (tabela 11), e dos títulos de renda variável (sobretudo ações), em prejuízo dos de renda fixa. Dentro destes últimos, também se destaca que os prefixados ganham espaço relativamente aos pós-fixados. Estes movimentos, que prometem dissolver algumas das idiossincrasias da estrutura financeira brasileira, resultam, de um lado, da queda tendencial dos juros e da redução da dívida pública como proporção do PIB, e de outro, de inovações institucionais que tem impulsionado o mercado de capitais.

Tabela 11
Fundos de Investimento - Direcionamento da Carteira⁽¹⁾

	Total		Títulos Públicos		Títulos Privados	
	R\$ bi	Participação %	R\$ bi	Participação %	R\$ bi	Participação %
2000	282,8	100,0	246,5	87,2	36,3	12,8
2003	521,1	100,0	412,9	79,2	108,2	20,8
2006	906,2	100,0	647,3	71,4	258,9	28,6

(1) Final do período.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Os processos que se acabou de descrever são incipientes e, *coeteris paribus*, tendem a se aprofundar na medida em que os fatores que os determinaram devem continuar produzindo efeitos num futuro previsível. Em particular, cabe chamar a atenção para a queda da dívida pública como proporção do PIB, dado o peso que os títulos emitidos pelo setor público tiveram – e ainda têm – no portfolio dos investidores institucionais e das instituições financeiras. Na medida em que sejam cumpridas as metas para o superávit primário adotadas pelo governo – e elas têm sido cumpridas e mesmo superadas nos últimos anos – pode-se esperar uma queda da dívida pública de 44,9% do PIB em 2006 para algo em torno de 36% do PIB em 2010, o que, se tomado em conjunto com o crescimento do tamanho da carteira dos investidores institucionais, significa um espaço razoável para a colocação de títulos privados.

Mais uma vez verifica-se aqui uma semelhança com o que ocorreu na Europa nos anos 1990, a partir do Pacto de Crescimento e Estabilidade, quando o mercado para a colocação de títulos privados passou a crescer em consequência da queda da dívida pública como proporção do PIB, da reestruturação das empresas e da liberalização dos negócios de telecomunicações (Hartmann et al., 2003, págs. 13 e 16).

4.5 Alteração Nas Regras Cambiais E Em Outros Instrumentos Legais

A conversibilidade da conta capital e financeira se deu em tempos bastante distintos no que se refere às aquisições de ativos brasileiros por não residentes e às compras de ativos externos por residentes no país.

Quanto às primeiras, a lei 4131 de 1964 foi estimulante no que se refere ao investimento direto e aos empréstimos externos. Mas foi só no início dos anos 1990 que a lei viabilizou investimentos de estrangeiros no mercado de capitais brasileiros. De uma maneira geral, as regras relativas à entrada de capitais estrangeiros no país foram sendo flexibilizadas com antecedência em relação às relativas à saída de capitais brasileiros. Assim, a presença de estrangeiros no mercado de capitais brasileiro cresceu de forma significativa nos anos 1990 e, depois de uma retração associada à crise cambial do final da década, voltou a crescer forte ao longo da primeira década deste século (tabela 12). O mesmo vem ocorrendo no mercado de derivativos (tabela 13).

No que se refere à aquisição de ativos externos por brasileiros, as restrições cambiais já vinham sendo flexibilizadas, desde os anos 1990, conforme tratado na seção 2.1 anterior. Foi, contudo, a partir da unificação dos chamados mercados de

Tabela 12
Participação de Investidores Estrangeiros
no Mercado Acionário Brasileiro
(Posição em final de período)

Ano	Valor da Carteira (US\$milhões)	Participação (%)
2000	17031	7,6
2001	13746	7,5
2002	7749	6,4
2003	17464	7,5
2004	26188	7,9
2005	48629	9,8
2006	83008	11,6

Fontes: Banco Central do Brasil e CVM.

Tabela 13
Participação de Investidores Estrangeiros na BM&F⁽¹⁾ -
Volume Financeiro dos Contratos em Aberto
(R\$ milhões)⁽²⁾

	Compra			Venda		
	Total	Estrangeiros	Partic.%	Total	Estrangeiros	Partic.%
dez-00	129300	7018	5,4	129300	2317	1,8
dez-01	176000	32882	18,7	176000	14102	8,0
dez-02	176791	10984	6,2	176791	3477	2,0
dez-03	303244	32928	10,9	303244	21946	7,2
dez-04	384022	58068	15,1	384022	19836	5,2
dez-05	624256	196630	31,5	624256	61463	9,8
dez-06	719639	189129	26,3	719639	84145	11,7
mai-07	767375	173317	22,6	767375	133321	17,4

(1) Participação nos contratos futuros de cumpom cambial, taxa de juros e dólar, que são os de maior volume. Os demais contratos não foram considerados.

(2) Valor estimado.

Fonte: BM&F

câmbio livre e do flutuante³¹, em março de 2005, que as regras cambiais passaram a admitir a livre movimentação de recursos de brasileiros para aplicações no exte-

31 A rigor, ambos eram mercados de taxas flutuantes. Não obstante, havia uma separação entre atividades que podiam cursar por cada um deles e algumas regras que distinguíam a operação cambial nos dois mercados.

rior, desde que registradas e que paguem impostos³². No que se refere às aplicações dos investidores institucionais, permaneceram restrições, inclusive originárias de outros órgãos reguladores que não o Banco Central, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Posteriormente, no início de 2007, a CVM e o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizaram os fundos de investimento comercializados dentro do país a direcionar até 20% de suas carteiras³³ à aquisição de ativos financeiros externos, sejam eles títulos, ações ou derivativos. Mas por enquanto os fundos de pensão, assim como as entidades de previdência regulamentadas pela Superintendência de Seguros Privados (Susep), ainda não têm autorização para aplicar no exterior.

32 Na linguagem oficial, “As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, observada a legalidade da transação, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação.” (artigo 10 da Resolução 3265 de 4 de março de 2005, do Banco Central do Brasil).

33 Instrução 450 de 30/3/2007 da CVM e Resolução nº 3.334, alterada em 26/04/2007, do CMN. Para os fundos de forma geral foi fixado o limite de 10% para aplicação em ativos externos, mas para os fundos multimercados, dirigidos a investidores mais qualificados, o limite foi ampliado para 20%. Está sendo ainda examinada pelas autoridades a permissão para a criação de fundos que possam aplicar 100% de seu patrimônio em ativos externos.

5. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE AS PERSPECTIVAS DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA COM O MERCOSUL

Para o bem e para o mal, a economia brasileira vem trilhando um processo de abertura da conta capital e de integração financeira com o resto do mundo desde o início dos anos 1990, inserindo-se assim no processo mais amplo de globalização financeira. É quase que um truísmo afirmar que tal processo encerra riscos não desprezíveis, mas também oportunidades. Não foi objeto do presente texto discutir os inconvenientes, os riscos e as formas de minimizá-lo. O que interessa aqui destacar, ainda que de forma bastante sumária, são algumas oportunidades relacionadas à integração com os parceiros do MERCOSUL, dado o presente contexto de abertura da conta capital e financeira.

A integração financeira pode vir a ser um instrumento para alavancar o comércio e o investimento direto intra-regional, diversificar riscos para os aplicadores, e mobilizar fundos a serem alocados especialmente de acordo com a demanda de investimento em cada um dos países do bloco. A experiência européia mostra que a adoção de uma moeda comum e, portanto, de uma política monetária única, foi o gatilho para uma forte integração em alguns mercados, sendo o caso do mercado monetário (money market) o mais evidente. Cabe notar, entretanto, que mesmo neste caso, a integração quase que perfeita (no sentido da eliminação dos diferenciais de juros, ajustados pelo risco) foi sendo alcançado no estágio final de preparação para o Euro, ao longo do ano de 1998 (Werner, 2006). Em outros casos, como o do mercado de títulos públicos, a maior integração (medida pelo % da dívida emitida por governos absorvida por não residentes) avançou antes da união monetária, embora tenha sido depois potencializada por ela (Hartmann et al., 2003, p.22).

No caso do MERCOSUL, a união monetária ainda é um objetivo relativamente distante, mas a possibilidade de avançar na integração financeira, com os objetivos acima referidos, pode ser viabilizada tanto por ações diretas do governo, como por meio de iniciativas no campo da regulação que facilitem o desenvolvimento de instrumentos privados de captação e aplicação de recursos entre as economias da região.

Pode-se objetar que a não existência da união monetária e, mais do que isso, a adoção de estratégias cambiais e monetárias distintas entre os dois principais países da região (Souza, 2006), pode promover grandes desalinhamentos e volatilidades nas taxas de câmbio bilaterais, o que inibiria os fluxos de capitais e a integração entre os mercados financeiros dos países do bloco. Entretanto, enquanto for esta a realidade, é possível o desenvolvimento de mecanismos de proteção cambial através da criação de contratos no âmbito, por exemplo, da Bolsa de Mercadorias & Futuros, através dos quais seja possível fazer, direta ou indiretamente, hedge contra as variações cambiais entre o real e o peso. Esta seria uma alternativa ao caso europeu, onde o chamado “trilema de política econômica” foi resolvido abdicando-se

da independência da política monetária entre os membros, em prol da livre mobilidade de capitais e do “câmbio fixo” na forma de uma moeda única. No caso do MERCOSUL, a solução passaria, na etapa atual, pela abdicação do câmbio fixo em prol de políticas monetárias autônomas e elevada integração financeira. E a instabilidade derivada do câmbio flutuante teria que ser compensada pelo desenvolvimento de mercados de derivativos para as moedas e ativos da região.

Um segundo obstáculo, que seria a própria instabilidade institucional e econômica, parece que vem sendo superada nos anos recentes. Os efeitos de uma maior estabilidade podem ser sentidos, por exemplo, nos fluxos de investimento direto. De fato, tão logo foi superada a crise argentina e o país retomou taxas elevadas de crescimento, os investimentos diretos brasileiros naquele país passaram a crescer acentuadamente. A rápida e intensa resposta destes fluxos são sugestivos do potencial de integração da região.

No caso do Brasil, a consolidação da estabilidade – e, mais recentemente, o reencontro com o crescimento econômico – vêm provocando uma expansão vigorosa dos mercados de capitais. Como vimos, ao mesmo tempo em que se diversificam os instrumentos de captação de recursos, abre-se um espaço importante para a absorção de novos papéis, inaugurando-se, por conseguinte, um período muito fértil para a criação de um mercado regional³⁴.

Em particular, os órgãos reguladores, que já abriram a possibilidade de diversificação externa do portfólio dos fundos de investimento, poderiam contemplar a possibilidade de facilitar aplicações no Mercosul. A propósito, cabe lembrar que os ativos externos elegíveis para aplicações por parte dos fundos de investimento deverão ser negociados em mercados organizados e com algum acordo para troca de informações com a CVM. Nada impede que, cumprindo-se procedimentos desta natureza, os percentuais sejam ampliados e novos instrumentos para investimentos recíprocos sejam viabilizados. A standardização de mercados e títulos, que como já referido anteriormente, contribuiu para reforçar a expansão de determinados mercados domésticos, é certamente um fator importante para viabilizar a criação de um mercado regional do MERCOSUL. Este é portanto um dos espaços para se trabalhar a ampliação da integração financeira da região: estabelecer acordos de troca de informações entre as instituições supervisoras e a organização de mercados.

Por fim, cabe destacar uma iniciativa recente que pode ser um embrião de uma futura integração dos mercados monetários dos países do MERCOSUL: a criação de um sistema de pagamentos em moeda local do comércio bilateral entre Brasil e Argentina. No estágio em que se encontra atualmente, a proposta, a ser implemen-

34 A redução da vulnerabilidade externa no Brasil e nos outros países da região tem contribuído para a redução da volatilidade macroeconômica, criando assim uma oportunidade rara para romper o círculo vicioso, apontado por Fanelli (2007a), entre volatilidade macroeconômica, fragilidade institucional e mercados financeiros pouco desenvolvidos.

tada no segundo semestre de 2007, prevê pagamentos em moeda local pelos importadores de cada país aos seus bancos, com a compensação dos pagamentos sendo feita pelos bancos centrais dos dois países³⁵.

Este mecanismo deve levar a uma redução do saldo de dólares mantidos no exterior pelos bancos dos dois países para viabilizar o comércio exterior entre eles. Mas vem trazendo também outros avanços, muitas vezes negligenciados, e que certamente são cruciais para o processo de integração. Cabe lembrar, por exemplo, que um obstáculo evidenciado ao longo do processo de implantação do mecanismo e que provocou atrasos no mesmo foi a diferença entre os sistemas de informática do sistema bancário no Brasil e na Argentina, e a própria existência de múltiplos sistemas não compatibilizados dentro deste último país. Isto ressalta a importância da infra-estrutura como um elemento do processo de integração financeira, como aliás destacou Weber (2006) a propósito do papel do TARGET (Trans-european Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system) como uma das bases de apoio para a integração do mercado monetário europeu.

O desenvolvimento e compatibilização da infra-estrutura financeira é, evidentemente, um pré-requisito para o desenvolvimento institucional. Assim, para avançar do estágio ora em preparação para outro em que os bancos passem a manter saldos nas moedas do parceiro, e dêem maior liquidez às mesmas, caberá ainda fazer novos desenvolvimentos institucionais, cuja etapa mais avançada, a ser cumprida em algum momento no futuro, consistiria em criar um embrião de banco central regional que recebesse depósitos dos bancos dos países-membros, criando desta forma as bases de um mercado monetário regional.

Em suma, a integração financeira com os países do MERCOSUL pode vir a ser um instrumento para alavancar o comércio e o investimento direto intra-regional, diversificar riscos e mobilizar fundos de acordo com a demanda de investimento em cada um dos países do bloco. Embora a união monetária ainda seja um objetivo relativamente distante, a integração financeira pode ser viabilizada por meio de iniciativas que facilitem o desenvolvimento de instrumentos privados de captação e aplicação de recursos entre as economias da região. Dentre elas, destaca-se a necessidade de desenvolver um mercado de derivativos para as moedas e ativos da região – para compensar a instabilidade derivada do câmbio flutuante –, de estabelecer acordos de troca de informações entre as instituições supervisoras e organizar os mercados, de desenvolver e compatibilizar a infra-estrutura financeira dos países-membro. Vale notar ainda que a superação da instabilidade institucional e econômica na região, e, no caso do Brasil, a consolidação da estabilidade e o reencontro com o crescimento econômico, abrem um espaço importante para canalizar forças

35 De acordo com o esquema divulgado, os bancos encarregados de fazerem os pagamentos ao exportador do outro país seriam debitados em suas contas de reserva nos respectivos bancos centrais. E ao final de cada dia, feita a compensação entre os dois bancos centrais, apenas o saldo seria liquidado em dólares.

no sentido do crescimento e desenvolvimento de um mercado financeiro e de capitais regional.

No início deste trabalho foi dito que, a despeito dos grandes avanços observados nos anos recentes, o sistema financeiro brasileiro ainda apresentava distorções, além de ser atrofiado em determinados segmentos. A adoção de iniciativas, como as referidas acima, para promover a integração financeira no âmbito do mercosul, podem contribuir no processo em curso de superação destas deficiências pelo menos através de três canais. Primeiramente, pela abertura do leque de ativos disponíveis para abrigar a poupança financeira, o que ampliaria as possibilidades de diversificação de riscos, contribuindo para a redução da volatilidade financeira. Além disso, a expansão do volume de negócios aumentaria a liquidez dos títulos emitidos, o que tornaria os papéis das empresas brasileiras (bem como as dos demais parceiros do MERCOSUL) mais atraentes para os investidores da região, dando um impulso adicional ao emergente mercado de bônus domésticos (debêntures). Por fim, e em conexão com iniciativas como a de um sistema de pagamentos em moedas locais, a integração financeira da região conferiria maior liquidez as moedas regionais, reforçando o processo em curso de financiamento externo em moeda doméstica, crucial para mitigar o problema de descasamento monetário (currency mismatch), que sempre se revelou um mecanismo perverso de propagação e aprofundamento de crises cambiais.

