



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ALMIR MARTINS FURTADO

**FLUXOS DE CAPITAIS ESTRANGEIROS PARA A BOVESPA: UMA
ANÁLISE DE SUA EVOLUÇÃO RECENTE E SUAS VARIÁVEIS
DETERMINANTES**

Florianópolis, 2010

ALMIR MARTINS FURTADO

**FLUXOS DE CAPITAIS ESTRANGEIROS PARA A BOVESPA:
Uma análise de sua evolução recente e suas variáveis determinantes**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal De Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Maurício Simiano Nunes

Florianópolis, 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 8,5 ao aluno Almir Martins Furtado na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Maurício Simiano Nunes

Prof. Thiago Fleith Otuki

Prof. Netanias Dormundo Dias

RESUMO

Nos últimos anos, mais precisamente após 2003, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) obteve grandes valorizações anuais, tendo inclusive em 2007, quase 50% de crescimento. Em todo este período, o aumento dos fluxos de investimento estrangeiro é seguido de perto pelos números da bolsa, numa inter-relação positiva em que, muitas vezes, causas e efeitos se confundem. A alta participação estrangeira de mercado e volume financeiro de proporções significativas sob o aporte destes agentes leva à questões no sentido de investigar até que ponto estas variáveis se relacionam e o que motiva a vinda destes investimentos.

As características voláteis destes capitais estão sujeitos à percepção dos investidores internacionais e o modo como os mesmos vêem o desempenho de uma economia. Indicadores como o câmbio, taxa de juros, risco país e o próprio crescimento da bolsa são variáveis importantes na determinação dos fluxos estrangeiros. Outros aspectos como a condução da política econômica, credibilidade das instituições e sustentabilidade do crescimento econômico também influenciam a confiança destes agentes que, somando-se ao fim das barreiras à sua entrada no mercado acionário, no longo prazo, respondem a estes fatos aumentando sua participação e aplicações na Bovespa. A crise financeira de 2008 traz a alta volatilidade novamente aos mercados. Os fluxos de investimento estrangeiro para a Bovespa, assim como o próprio mercado de capitais, por sua natureza de rápida assimilação da informação e circulação auferem de grande sensibilidade a estes fatos, intensificando assim, a inter-relação muito próxima já existente entre fluxos de investimento estrangeiro direcionados à Bovespa e a variação do próprio Índice Bovespa.

Palavras-Chaves: FLUXO DE CAPITAIS INTERNACIONAIS, INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NA BOVESPA E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Captação Total (IPO + Follow-on) das empresas na bolsa de valores de 2004 até agosto de 2009.....	14
Figura 2 – Valor de mercado das empresas listadas na Bovespa de 1994 a agosto de 2009.....	15
Figura 3 – Simbologia das classificações de risco das principais agências.....	20
Figura 4 – Crescimento do PIB (%a.a), de 1981 a 2009.....	23
Figura 5 – Dívida externa brasileira, de 1982 a 2009.....	24
Figura 6 – Dívida Líquida Total do Setor Público Brasileiro (% PIB), de 1991 a março de 2010.....	25
Figura 7 – Fluxos de investimento estrangeiro para o Brasil de 1990 a 2008.....	33
Figura 8 – Participação no volume financeiro da Bovespa de 1994 a agosto de 2009.....	34
Figura 9 – Fluxo de investimento estrangeiro para a Bovespa de 1994 a 8 de outubro de 2009.....	38
Figura 10 – Fluxo de investimento estrangeiro na Bovespa e Ibovespa.....	44
Figura 11 – Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$), de 1990 a março de 2010.....	47
Figura 12 – Fluxo de Investimento Bovespa X Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$), de 1996 a 2009, final do período.....	48
Figura 13 – Ibovespa (período final) X Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$), de 1996 a 2009, final do período.....	50
Figura 14 – Fluxo de investimento estrangeiro na bovespa e Taxa de Juros, SELIC, fixada pelo copom (%a.a), final do período.....	53
Figura 15 – Fluxo de Investimento para Bovespa X EMBI+Brasil, final do período.....	57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	3
1.1 O problema.....	4
1.2 Formulação da Situação-Problema.....	5
1.3 Objetivos	6
1.3.1 Objetivo Geral	6
1.3.2 Objetivos Específicos	6
1.4 Metodologia	6
2 O MERCADO DE CAPITAIS E A BOVESPA.....	10
2.1 O mercado de capitais	10
2.2 Bovespa	11
2.2.1 O Ibovespa.....	12
2.3 Contribuições do mercado de capitais no desenvolvimento brasileiro	13
2.2 Mercado de capitais no Brasil	16
3 FLUXOS DE CAPITAIS INTERNACIONAIS E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NO BRASIL.....	18
3.1 Riscos financeiros e estoque de capitais internacionais	18
3.1.1 Classificações de Risco.....	19
3.1.2 Risco-país	21
3.2 Fatores internos de atração dos capitais internacionais: Dívida x PIB.....	23
3.3 Investimentos estrangeiros no Brasil e liberalização do mercado de capitais.....	26
3.3.1 ADR – American Depositary Receipts.....	28
3.4 Características dos fluxos de capitais internacionais	29
3.5 Fluxos de investimento estrangeiro recente no Brasil	32
3.6 Fluxos e participação estrangeira na Bovespa.....	33
3.6.1 Fluxos e Retorno do Ibovespa: causas e efeitos.....	35
3.6.2 Fluxos de investimento estrangeiro recente para a Bovespa	37
4 A RELAÇÃO ENTRE OS FLUXOS DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NA BOVESPA E AS VÁRIAVEIS DETERMINANTES..	40

4.1 Determinantes de investimento estrangeiro em carteira	40
4.2 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Ibovespa	42
4.3 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Câmbio.....	46
4.4 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Taxa de juros	51
4.5 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Risco País.....	56
5 CONCLUSÃO	61
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS	63
ANEXOS	66

1 INTRODUÇÃO

Em um mundo onde a cada momento se quebram mais barreiras à livre circulação de capitais, a movimentação destes recursos e seus volumes acabam influenciando direta e indiretamente o desenvolvimento dos centros por onde passam. A Bolsa de Valores de São Paulo é um exemplo disso, com quase metade de sua participação vinda do exterior, esta traduz a realidade da complexidade entre as dinâmicas de mercado.

A importância da entrada destes recursos tem conseqüências em um melhor desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que estes possibilitam uma ampliação da captação de recursos pelas empresas nacionais, diminuindo o custo do capital, além de ter uma influência positiva no mercado nacional. Meurer (2006) evidencia isto ao afirmar que os fluxos externos ou a participação dos estrangeiros na capitalização de mercado influencia o mercado brasileiro de modo compatível com as explicações teóricas de aumento da liquidez gerada pela ampliação da base potencial de acionistas. Ou seja, um aumento do número de investidores e de capitais gera um aumento da liquidez do mercado que por sua vez, é relacionada positivamente com o desempenho das ações. Se há potencial de ampliação da base de acionistas, então há também boas perspectivas futuras quanto ao retorno destes investimentos. Os aumentos da participação estrangeira e dos fluxos incentivam estas expectativas e o acompanhamento desta relação se torna, então, fundamental para entender os recentes movimentos da bolsa.

Com a crise mundial no final de 2008, houve grande histeria nos mercados internacionais, aumentando fortemente a aversão a riscos e afugentando principalmente os capitais nos países emergentes. O saldo de investimento no país teve variações que, por sua vez, puxaram índices e derrubaram o ritmo positivo que a bolsa vinha tendo. Porém, em meio ao pessimismo vindo de todas as partes e diferente de países que tiveram seus *rating* revistos para baixo, o Brasil reforçou sua conquista conseguindo manter o grau de investimento. Tendo em vista que muitos economistas afirmam que esta é uma das maiores crises desde 29, o Brasil se

mostra muito forte quando estas agências divulgam que as perspectivas do país se mantêm estáveis.

1.1 O problema

De fato, são grandes os benefícios que o desenvolvimento econômico brasileiro das últimas duas décadas tem trazido ao país. A solidificação de uma economia sobre as bases de uma estabilidade duradoura tem contribuído para garantir mais segurança aos capitais aqui aportados. Todo este processo engrenou o sistema financeiro a níveis maiores de credibilidade.

Os resultados obtidos pelas políticas econômicas têm se mostrado no caminho certo, a elevação ao chamado “grau de investimento” reflete a maturidade das instituições bem como a melhoria fiscal e o controle da dívida externa. A saída da condição de mercado de especulação traz investidores com novas visões e objetivos. Modificando a natureza do capital (investimento/especulação), modificam-se também suas necessidades e com isso um desenvolvimento sobre princípios duradouros podem ser proporcionados. A quantidade de recursos em posse deste perfil de investidores é considerável e seus fluxos recentemente tiveram significativos aumentos lado a lado com as valorizações da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Será que estes investimentos estrangeiros influenciam a bolsa? Por que a vinda destes capitais têm se intensificado nos últimos anos? Quais as razões que possibilitaram e influenciaram este aumento de recursos externos? Estas questões são importantes para se entender acerca das relações entre os investidores estrangeiros e o comportamento da Bovespa, bem como a importância destes fluxos e os motivos que levam a este crescimento.

1.2 Formulação da Situação-Problema

Estima-se que exista algo em torno de US\$ 38 trilhões (RC Consultores, 2008) que são aplicados somente em países com grau de investimento. E, se comparamos ao Produto Interno Bruto (PIB) nacional, que gira em torno de US\$ 1,8 trilhões (Banco Central, 2009), temos a dimensão dos recursos que estão por vir, o que torna relevante o acompanhamento de perto da entrada destes recursos e suas finalidades.

O levantamento de informações por meio de estudos já realizados é fundamental para a análise, na qual contribuiu para alimentar o debate sobre a importância de tal efeito na economia nacional.

Outro fator não menos importante, são as confusões acerca dos determinantes da vinda do capital, pois muitos economistas afirmam que o grau de investimento não influencia a tomada de decisão de grandes investidores, outros partem por uma frente que leva em conta os investidores menores sem capacidade de realizar uma análise mais profunda, ficando suas carteiras sob administração destes fundos que possuem restrição à mercados especulativos. De qualquer maneira, ambos os casos tendem a caminhar na mesma direção e a variação dos fluxos de investimento estrangeiro é o resultado de toda esta interação.

A Bolsa de Valores de São Paulo conta com uma participação expressiva de capital estrangeiro e sua movimentação é de grande influência no mercado de capitais nacional. Tendo em vista a conversão destes valores pelo câmbio e os vários fatores que influem nos fluxos de investimento internacionais, um conjunto de inter-relações é determinante para seu desenvolvimento. Explicitar os mecanismos que moldam o comportamento destes agentes torna-se também útil para os investidores nacionais, pois apesar de seus rendimentos não serem afetados da mesma maneira, entender este processo possibilita melhor conhecimento do mercado e assim melhores tomada de decisão.

Portanto, diante dos fatos apresentados, uma análise da evolução recente dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil e a sua relação com variáveis que

determinam seu movimento é fundamental para compreender o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro à luz do processo de internacionalização da Bovespa.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Realizar uma análise acerca da evolução dos investimentos estrangeiros para o Brasil, focando a participação estrangeira na Bovespa, suas relações e os fatores que contribuíram para este recente crescimento

1.3.2 Objetivos Específicos

- Realizar um breve histórico dos investimentos estrangeiros no Brasil.
- Analisar a relação entre os fluxos de investimento estrangeiro na bolsa brasileira com a variação cambial, taxa de juros, risco país e retorno do Ibovespa.
- Identificar as determinantes da evolução dos fluxos de capitais internacionais para a Bovespa.

1.4 Metodologia

Foi realizada uma pesquisa descritiva no que diz respeito aos dados levantados à entrada de recursos estrangeiros para aplicação no Brasil e mais especificadamente no mercado de capitais. A abordagem foi de efeito qualitativo sobre os dados, que foram conseguidos através da disponibilização das mesmas nos portais oficiais na internet como o da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Banco Central do Brasil (BC), do Banco da Reserva Federal de Nova Iorque e do Banco de

Investimento JPMorgan Chase (JPMorgan Chase & Co, 2010). Nestes, foi levantada uma série do movimento do volume estrangeiro na bolsa em relação às variáveis taxa de juros, câmbio, risco país e retorno do Ibovespa, na qual trabalhos já realizados nesta área foram utilizados no tratamento destas informações.

Trata-se de um estudo qualitativo *ex post-facto*, ou seja, que analisou situações já ocorridas procurando entender os motivos para tal variação e relação entre as variáveis consideradas importantes. Os fatos históricos e o ambiente que o cerca dão suporte para traçar uma linha temporal dos acontecimentos que moldam o comportamento dos fluxos.

O primeiro passo para compreender o foco da pesquisa consiste, então, no conhecimento da importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do país, cujo objetivo foi o de enaltecer a importância deste mercado na qual centra o objetivo da pesquisa.

O ambiente financeiro em que os fluxos de capitais se movimentam e os riscos associados a estas operações são importantes características para a aplicação de grandes recursos mundiais. A lógica desta movimentação é fundamental para entender o potencial de expansão dos mercados integrados da qual faz parte a Bovespa.

O foco do trabalho foi tratado com a pesquisa descritiva. Os fluxos de capitais internacionais para aplicação no Brasil, seu histórico e a abertura financeira foram apresentados em defesa da circulação destes capitais como instrumento de integração e desenvolvimento. Esta abordagem é realizada no âmbito do objetivo deste trabalho de reunir informações necessárias para o entendimento do processo de internacionalização da Bovespa, haja vista o crescente volume destes recursos na participação da bolsa nos últimos anos.

Uma relação da oscilação do Ibovespa com os fluxos de capitais é realizada a fim de encontrar as relações já estudadas por autores que evidenciam a importância e as influências dos investimentos externos no mercado de capitais brasileiro. Dados recentes à respeito desta relação, que se intensificou após a eclosão da crise financeira, constituiu-se no alvo do estudo com uma descrição de fatos passados associando a variação dos fluxos de investimento estrangeiros na Bovespa com as variáveis câmbio, taxa de juros, risco país e retorno do Ibovespa.

O tratamento das associações entre a variação dos fluxos de investimento na Bovespa com as variáveis abordadas teve o apoio da análise de correlação linear de Pearson, uma das ferramentas mais utilizadas para se verificar a correlação entre duas variáveis aleatórias. Indicado para observar a intensidade e a direção que há na relação entre duas variáveis, esta coeficiente registra através de números o quão relacionado às são. Apesar de não significar uma relação de causalidade, ou seja, não tem como função descobrir a causa e o efeito que um dado tem sobre outro, possui importância para se verificar como estas duas caminham juntas no decorrer do tempo ou da referência adotada.

A fórmula de cálculo do coeficiente de correlação de Pearson é a seguinte:

$$\rho = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}} = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\sqrt{\text{var}(X) \cdot \text{var}(Y)}}$$

Onde x_1, x_2, \dots, x_n e y_1, y_2, \dots, y_n são os valores das variáveis estudadas e:

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n x_i \quad \bar{y} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n y_i$$

são as médias aritméticas de ambos os dados.

Nota-se que o coeficiente utiliza-se da divisão da covariância de X e Y pela raiz quadrada da variância de X multiplicada pela variância de Y, também chamada de multiplicação dos desvios padrões de X e Y.

O coeficiente ρ encontrado será sempre entre 1 e -1, valores positivos revelam uma correlação linear de mesma direção e valores negativos uma correlação linear inversa, ou seja, quando o coeficiente for acima de zero, as duas variáveis tendem a crescer juntas e quando for abaixo de zero enquanto uma sobe a outra tende a descer. O número encontrado serve para mostrar a força da correlação, sendo 0 a correlação nula e 1 a correlação perfeita. Se o resultado for entre 0 e 0,3 temos uma fraca relação, entre 0,3 e 0,7 uma relação moderada e acima de 0,7 uma forte correlação. Para garantir uma maior precisão dos resultados de correlação deste estudo, o software Excel 2007 realizou os cálculos entre as variáveis abordadas.

Os instrumentos de coleta de dados que darão suporte ao estudo tangem tanto as áreas da pesquisa bibliográfica quanto à pesquisa descritiva. A primeira tem

sua contribuição haja vista a determinação das variáveis fundamentais para a análise, pois são objetos de estudos de autores passados e suas conclusões reforçam a utilização destas mesmas. Tendo isto definido, a pesquisa descritiva é utilizada posteriormente como fonte para as análises que dão contextualização aos fatos apurados para melhor entendimento de sua evolução.

2 O MERCADO DE CAPITAIS E A BOVESPA

Neste capítulo, o mercado de capitais e mais precisamente a Bolsa de Valores de São Paulo são descritos brevemente com o intuito verificar suas características e importância no desenvolvimento econômico brasileiro.

2.1 O mercado de capitais

O mercado de capitais, constituído pela bolsa de valores, sociedades corretoras, instituições componentes do sistema de poupança/empréstimo e outras instituições financeiras autorizadas, caracteriza por um sistema de distribuição de valores mobiliários com o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos emitidos por empresas e viabilizar seu processo de capitalização (Assaf Neto, 2001).

Sendo o segmento do mercado que concede financiamento de médio e longo prazo aos agentes econômicos produtivos, podendo ser tanto na esfera pública quanto privada, a maior parte dos recursos financeiros de longo prazo é suprida por intermediários financeiros não bancários e a bolsa de valores também fazem parte deste mercado. (Lopes e Rossetti, 1992)

A abertura de capital das empresas pela emissão de ações no mercado é uma forma que estas têm de financiar-se sem optar pelo mercado de crédito. Os investidores que aplicam buscam o retorno através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros que se bem reaplicados geram valorização das ações. Gitman (1997), resume este segmento ao afirmar que o mercado de capitais opera com títulos de renda variável com o objetivo de canalizar recursos para as empresas através do capital de risco.

Dentro do mercado de capitais há também: o mercado primário e o mercado secundário. De acordo com Lopes e Rossetti (1992), no primário é onde são negociados os ativos pela primeira vez. Empresas emitem títulos que serão ofertadas por intermédio de uma instituição financeira e é neste momento que ocorre sua capitalização ou financiamento. O mercado secundário então está associado por

fornecer liquidez a este sistema, pois são negociadas apenas as emissões que já foram colocadas no mercado primário. O investidor não tem a necessidade de carregar o título até seu vencimento (se houver) e o fato dele querer vender a qualquer momento é uma das importâncias de sua existência.

2.2 Bovespa

A fusão da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) criou a terceira maior bolsa de valores do mundo em valor de mercado (EXAME, 2010). Este fato demonstra o quão representativa este o é globalmente e contribui também para seu objetivo de posicionar não apenas a bolsa, mas também o Brasil como centro financeiro internacional (Bovespa, 2010).

Inúmeras transformações se passaram ao longo da história no sentido de promover seu desenvolvimento. As mais recentes podem-se destacar: em 2005, o encerramento das atividades de negociação através do pregão viva voz e 2006, com a implantação de uma moderna infra-estrutura de tecnologia e de informação, propiciando redução de custos e uma ágil adaptação ao aumento do volume negociados no Brasil. Ambos enaltecendo o processo de constante modernização da bolsa brasileira e as melhorias de acesso à bolsa proporcionada pela integração tecnológica.

Em 2007, a Bovespa Holding S.A. é criada tendo suas subsidiárias a Bolsa de Valores de São Paulo, responsável pelas operações do mercado de bolsa e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), responsável pelo serviço de liquidação, compensação e custódia. Antes deste fato, apenas corretoras com propriedade de títulos patrimoniais podiam negociar na bolsa. Com isso, houve um melhoramento no acesso às negociações e demais serviços prestado pela Bovespa sem haver a necessidade destas propriedades de títulos.

Neste mesmo ano (2007) e seguindo uma tendência mundial, a Bovespa Holding juntamente com a Bolsa de Mercadoria e Futuros (BM&F) realizaram uma abertura de capital e a constituição de uma companhia de capital aberto. Com este

feito, a Bovespa deixa de ser uma instituição sem fins lucrativos e se torna uma das maiores bolsa de valores do mundo.

2.2.1 O Ibovespa

Uma das funções de um índice de preços de um ou vários ativos, esta no fato de indicar, de um modo geral, o histórico do comportamento desses preços dentro do intervalo de tempo que são observados. É também, de certa forma, um indicador que antecipa a tendência daquele ativo ou conjunto de ativos. (Fortuna, 1997)

Para os investidores, o índice pode ser utilizado para que se consiga analisar o que fazer em relação ao ativo, uma vez que o histórico do comportamento do índice, aliados à outros fatores e variáveis específicas, ajudam na formulação das tomadas de decisões.

Criado em 1968, o Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. A composição deste índice constitui ações que tiveram: em conjunto, 80% do volume transacionado à vista nos doze meses anteriores à formação da carteira e, pelo menos uma presença de 80% nos pregões realizados neste mesmo período, além de participação superior a 0,1% do volume total de negócios. A cada quatro meses é feita uma reavaliação do mercado, com base nos doze meses anteriores, para manter uma representatividade do índice ao longo do tempo.

O Ibovespa, assim como outros índices de bolsas, registra o movimento do preço das ações de uma carteira formadora do índice em relação a sua variação no decorrer do tempo. O Ibovespa capta a tendência da bolsa brasileira, que pode ser comparada aos períodos anteriores, determinando assim, a direção de alta ou baixa em que se encontra e alimentando então, o poder dos agentes em se posicionar diante de tal fato.

2.3 Contribuições do mercado de capitais no desenvolvimento brasileiro

A consolidação do mercado de capitais “corresponde, em geral, à última etapa do processo de evolução da intermediação financeira” (Lopes & Rossetti, 1992). Esta, uma vez bem desenvolvida, assume um dos mais relevantes papéis no processo de desenvolvimento econômico, sendo o grande municiador de recursos permanente para a economia (Assaf Neto, 2001)

No Brasil, este mercado tem crescido consideravelmente após a abertura econômica dos anos 90. A estabilização da economia criou condições de planejamento à longo prazo, deu credibilidade ao sistema financeiro e este pôde desenvolver-se em prol da nação.

Com a função de viabilizar uma relação entre agentes carentes de recursos com agentes capazes de gerar poupança, o sistema financeiro é formado por uma série de instituições públicas e privadas, entre elas o mercado de capitais, na qual assume um posto relevante nesta composição.

Ao proporcionarem a redução de risco de liquidez e ajudando a financiar projetos de longo prazo, o mercado de capitais possibilita melhores condições de oportunidades tanto para investidores, que podem minimizar riscos em seus portfólios de investimento diversificando títulos, como para as empresas, que obtém alternativas de captação.

As ofertas públicas de ações (IPO) ou debêntures das sociedades anônimas caracterizam-se como “uma das formas mais vantajosas que essas empresas possuem de levantar recursos” (Assaf Neto, 2001), porém as empresas só se beneficiam (com recursos) no momento da emissão no mercado primário, ficando o mercado secundário somente com a função de fornecer liquidez a este sistema. Por outro lado, uma vez bem aceita pelo mercado (IPO), seja pelos bons fundamentos ou por um bom uso dos benefícios das subscrições, a credibilidade conseguida por estas empresas retornam mais tarde nas melhorias de captação de novas ofertas (Follow-on).

Apesar de ter diminuído o número de empresas listadas na Bovespa de 1994 até agosto de 2009 (de 544 para 388), o valor de suas captações tem atingindo marcas históricas. A figura a seguir mostra esta evolução, ficando em destaque o mês de julho de 2008 com um valor acima dos R\$ 18,4 bilhões:

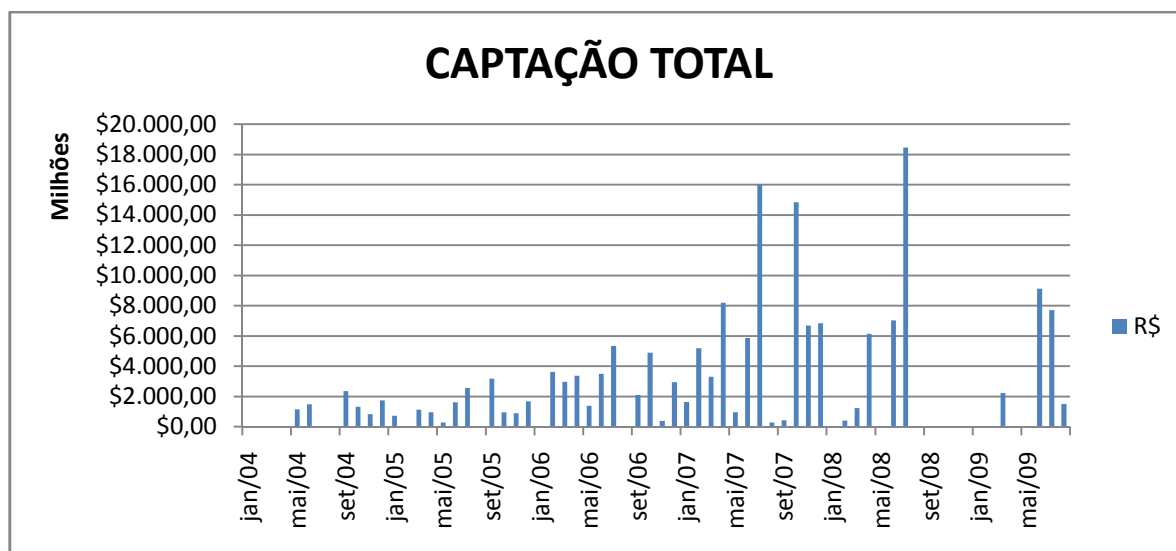


Figura 1: Captação Total (IPO + Follow-on) das empresas na bolsa de valores de 2004 até agosto de 2009

Fonte: Bovespa. Elaboração própria.

Notas: Valores em R\$ Milhões.

Nota-se que em todo o período (figura 1) há um aumento considerável do valor captado pelas empresas, ficando apenas setembro de 2008 e início de 2009, com uma média abaixo da tendência, fato este atribuído principalmente à crise financeira mundial.

Além das facilidades de arrecadação de recursos na bolsa de valores, empresas listadas têm sua imagem atrelada às grandes corporações de seus setores uma vez que os requisitos para abertura de capital são altos. A Bovespa criou novas categorias de empresas que se comprometem com práticas de governança corporativas adicionais ao que é exigido pela legislação, como no caso do Novo Mercado.

Estas medidas dão mais segurança para seus acionistas, seja por uma maior transparência das informações fornecidas, seja pelos direitos adicionais concedidos. Como conseqüências, nesta todos são beneficiados, pois os efeitos tendem a ser positivos nas valorizações e na liquidez das ações.

O valor de mercado das companhias com ações negociadas no pregão também tendem a apresentar crescimento ao longo do tempo. Com a pulverização de investidores e o constante crescimento da economia, os reflexos são visíveis na valorização destas empresas:

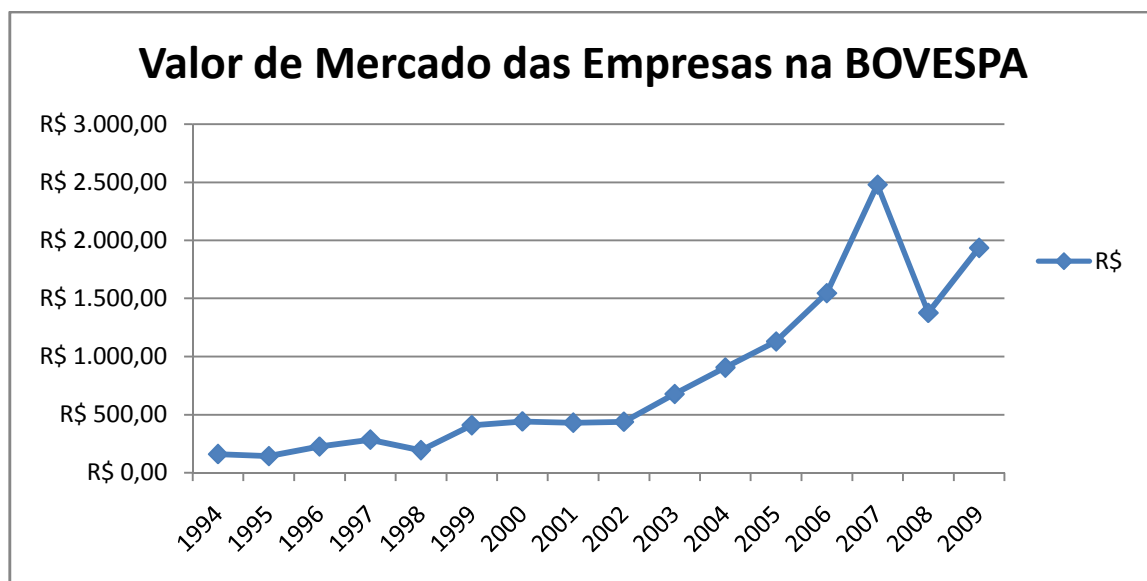


Figura 2: Valor de mercado das empresas listadas na Bovespa de 1994 a agosto de 2009.
Fonte: Bovespa. Elaboração própria.
Valores em R\$ bilhões.

Na figura 2, mesmo no período de 1994 a 1999, onde ocorreram diversas crises mundiais (México, 1995; Crise Asiática em 1997 e 1998; Rússia em 1998 e 1999; e a crise cambial brasileira em 1999), o valor de mercado apresentou resultados positivos, subindo de pouco mais de R\$ 160 bilhões em 1994 para R\$ 408,9 bilhões em 1999. Porém, é somente a partir de 2002 (R\$ 438 bilhões) que se percebe um maior crescimento destes valores, dando um salto para incríveis R\$ 2,477 trilhões em 2007 ao passo que no ano seguinte, os efeitos da crise americana de 2008 já são percebidos, interrompendo a vertiginosa subida que havia-se instalado.

2.2 Mercado de capitais no Brasil

Diferente de outras economias desenvolvidas, onde o mercado de capitais já se encontra bem estruturado, na brasileira este mercado ainda não se transformou na principal forma de financiamento das empresas.

Vieira e Corrêa (2002) argumentam que apesar do relativo crescimento durante a década de 90, o mercado de capitais brasileiro nunca se mostrou como o “locus propulsor” do financiamento das empresas, estando “à margem do arranjo financeiro nacional”. Pouco desenvolvido, apresenta como principais características: A) Baixa capitalização bursátil. B) Inexpressivo volume transacionado. C) Poucas emissões primárias. D) reduzido número de companhias abertas. E) alta concentração das transações em poucas ações. F) Baixa liquidez.

Porém, Rogers (2006) salienta ao dizer que modificações ocorridas nos anos 80/90, como as inovações financeiras, flexibilizaram o mercado, permitindo o lançamento de títulos de dívida direta para o levantamento de recursos das companhias. Mais tarde, nos anos 90, o crescimento se deu em boa parte devido aos ingressos de capitais estrangeiros facilitados pela abertura financeira e comercial.

Com a globalização dos mercados, um intenso intercâmbio entre as nações ganhou volume. O mercado de capitais tem crescido sua importância neste cenário financeiro internacional. Países em desenvolvimento buscam ampliar as formas de abertura de suas economias, reduzindo entraves na circulação de capitais e com isso aumentar o fluxo de investimentos estrangeiros.

Apesar desta menor representatividade do mercado de capitais brasileiro, não se pode negar sua importância como parte do processo econômico. Tendo em vista que o Brasil é considerado um país em desenvolvimento, deve-se levar em conta que a nação ainda não atingiu todas as suas potencialidades e isto mostra que há um longo trajeto a seguir até a consolidação do mercado de capitais brasileiro.

Neste capítulo analisamos o mercado de capitais dando ênfase a Bovespa, seu principal indicador, a influência da bolsa no crescimento das empresas

brasileiras e as características de sua estrutura no Brasil. Estes fatos contribuem para o entendimento da sua importância, bem como as possibilidades de crescimento, uma vez que este ainda não se transformou em referência de financiamento para os agentes produtivos e experiências recentes têm contribuído para estas melhoras das expectativas.

3 FLUXOS DE CAPITAIS INTERNACIONAIS E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NO BRASIL

Neste capítulo são analisados os fluxos de capitais internacionais e os fluxos estrangeiros na Bovespa. Primeiramente, abordando os riscos financeiros atrelado ao movimento de grande quantidade de recursos externos e fatores importantes na mensuração do risco e atração de capitais. Em seguida, as características e um breve histórico dos investimentos estrangeiros no Brasil são descritos para se chegar aos fluxos de capitais externos na Bovespa. Com isso, a participação dos investidores internacionais na bolsa brasileira é estudada e sua inter-relação pode assim ser mais bem entendida.

3.1 Riscos financeiros e estoque de capitais internacionais

No mercado financeiro, a assimetria das informações se faz presente uma vez que tomadores de empréstimos possuem melhores condições de prever sua capacidade de pagamento do que os que repassam os recursos. Esta assimetria influencia o risco de tal transação que por sua vez afeta seu prêmio de risco.

Há diversas formas de se minimizar os impactos negativos de tais efeitos, como o levantamento de informações adicionais antes das operações, cláusulas de prestação de contas no pós-contrato ou qualquer negociação que dê maiores garantias aos credores. Porém, estes mecanismos são particulares em cada caso além de tratar-se de uma negociação direta entre ambas as partes, o que inviabiliza procedimentos quando não se têm esta aproximação, o mercado de capitais é um exemplo disso.

Como não há maneira de garantir tais condições em todas as operações, a busca por informações antes deste momento torna-se de suma importância. O papel das agências de classificação de risco esta justamente inserida nesta ponta inicial, na qual atua processando dados e emitindo relatórios sobre as condições encontradas.

Estas agências podem atuar classificando tanto emissões públicas quanto privadas, tendo em cada caso suas especificidades e suas variáveis distintas consideradas. Podem-se avaliar não somente a capacidade de pagamento de suas dívidas, como também a qualidade da emissão em si.

A partir dos anos 70, com o processo de internacionalização financeira e de securitização de dívidas públicas e privadas, o aumento da necessidade de se conseguir informações sobre o risco de títulos fez com que surgissem diversas *Credit Rating Agencies*. Mais tarde, sua importância no mercado financeiro atingiu níveis intrínsecos às regras de negociações com a expansão da securitização dos ativos de crédito (*asset backed securities*) e com a aprovação em 2004 do Acordo de Capital de Basiléia II, que estabelece a incorporação das avaliações das agências de risco nas regras de aferição dos riscos de crédito dos bancos (Prates e Farhi, 2009).

3.1.1 Classificações de Risco

Diversos são os números de instituições que classificam risco de títulos, porém as três mais conhecidas e de maior reputação são a Standard And Poor's, Fitch Ratings e Moody's Investors. Estas três agências utilizam uma simbologia parecida para avaliar diferentes níveis de risco como podem ser vista abaixo:

	Moody's	S&P	Fitch
Categoria de Investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Categoria de Investimento de Risco	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	SD	DD
		D	D

Figura 3: Simbologia das classificações de risco das principais agências.

Fonte: Standard And Poor's, Fitch Ratings e Moody's Investors. Elaboração Banco Central, 2006.

As duas grandes divisões encontradas são a categoria de investimento ou também chamada de grau de investimento e a categoria de investimento de risco ou grau especulativo. Para esta classificação são utilizadas informações quantitativas e qualitativas a respeito dos emissores sendo que as formas de avaliação também são diferentes como, por exemplo, o peso de cada indicador em suas avaliações.

Apesar desta diferença nos critérios de avaliação, os *Rating* indicados pelas letras e números basicamente representam o mesmo nível de risco. As notas AAA e Aaa são consideradas com “máxima capacidade de pagamento”, AA e Aa representam “forte capacidade de pagamento” e A com “baixo risco de credito”. As

notas mais baixas dentro do Grau de Investimento são as BBB ou Baa, classificadas como “capacidade adequada de honrar compromissos financeiros”.

Na outra grande divisão, temos os Investimentos de Risco ou Grau de Especulação, com BB ou Ba indicando “incertezas em relação a condições comerciais, financeiras e econômicas adversas”. B sinalizando “condições vulneráveis a situações adversas”, porém ainda com capacidade de pagamento. Já as notas CCC e Caa, temos os “vulneráveis e dependentes de condições econômicas favoráveis para cumprir obrigações financeiras”, CC e Ca os “altamente vulneráveis e especulativos”. O *rating* C representa que os compromissos estão sendo honrados, porém já foi feito o pedido de moratória (falência). Abaixo destes, temos os inadimplentes e com moratória (falência) deflagrada.

3.1.2 Risco-país

O grande volume de capitais internacionais regidos sob as avaliações de risco faz com que seja imprescindível obter um bom *rating* para tomadores terem acesso aos recursos de maior qualidade. Ser considerado um país grau de investimento significa que seus ativos estão aptos para receber uma gama de investimentos que só é permitida à emissores de baixo risco.

A confiança das notas concedidas por estas agências serve atualmente como referência de risco. Esta confiança por sua vez depende de uma reputação que se consegue através do tempo, porém, nos últimos anos, tal imagem foi seriamente abalada, como na crise Asiática em 1997 e mais recentemente na crise dos empréstimos *subprime*.

Há um bom tempo o mercado financeiro tem demonstrado certo ceticismo quanto à eficácia das análises destas agências no que diz respeito à precificação das emissões. Muitas vezes, o risco implícito de suas avaliações diverge dos rendimentos apresentados pelo mercado, caracterizando uma influência limitada (Cantor e Parker, 1995, apud Prates e Farhi, 2009). Para suprir as deficiências das agências de rating, o banco J.P. Morgan/Chase passou a divulgar em tempo real um índice do risco-país das economias emergentes, o EMBI+, que apesar de não ter o

aspecto “quase-institucional” dos *ratings*, tornou-se um espelho mais fiel das expectativas do mercado financeiro e um indicador mais preciso do custo provável de uma nova emissão.

Confundido muitas vezes com o Risco Soberano, o risco país é um índice que representa o *spread* entre o retorno de uma carteira hipotética de um país frente aos rendimentos dos títulos do tesouro norte-americano de mesmo período, este último é usado como referência devido ao risco nulo de *default* (não pagamento) considerado pelo mercado.

Em 1992 surgiu o Emerging Markets Bond Index (Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes), calculado pelo JP Morgan, com o intuito de medir o retorno e a variação diária dos papéis destes países em relação ao *spread over treasury*. O índice mais utilizado para medir esta diferença no Brasil é o chamado EMBI+Brasil, que corresponde à média ponderada dos prêmios pagos pelos títulos da dívida pública externa brasileira em relação ao mesmo equivalente do tesouro norte-americano. Vale lembrar que este instrumento mede somente a diferença numérica, não representando uma análise mais detalhada. É justamente essa imparcialidade e a maior sensibilidade para captar o fator risco no curto prazo que torna este indicador o mais confiável para o uso em estudos cuja dinâmica de mercado é intensa.

Nota-se que para ambas as formas de se avaliar o risco, a dívida pública externa é o componente essencial na percepção dos riscos dos agentes estrangeiros. Por isso que entender a condução da capacidade de pagamento da dívida pública brasileira recente é um fator importante no entendimento dos fatos que se sucedem à respeito dos fluxos de capitais para o Brasil.

3.2 Fatores internos de atração dos capitais internacionais: Dívida x PIB

O ambiente econômico e o desenvolvimento dos países as quais os fluxos são direcionados logicamente é uma das principais questões na determinação de seu direcionamento. As taxas de crescimento do PIB bem como a condução da dívida pública tornam-se então importantes indicadores a serem levados em conta pelos investidores internacionais.

A economia brasileira desde os anos 80 tem apresentado deficiências em sustentar suas taxas de crescimento econômico, diferentemente do registrado a partir de 2000 como pode ser visto em seguida.

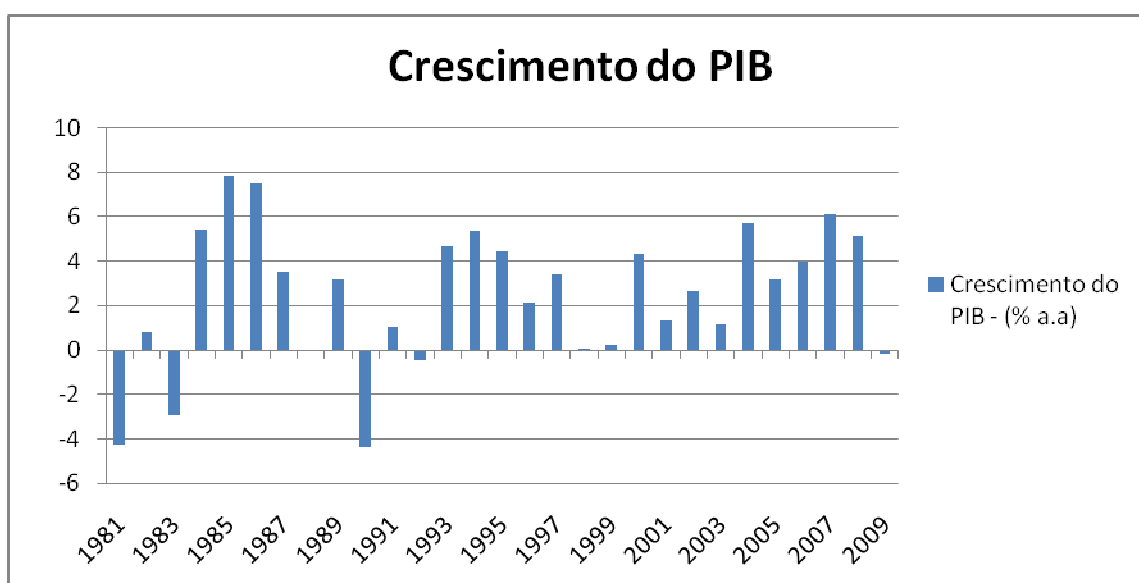


Figura 4: Crescimento do PIB (% a.a.), de 1981 à 2009.
Fonte: Ipeadata. BCB Boletim/BP. Elaboração própria.

Na figura 4, comparando uma média das taxas de crescimento do PIB de 1981 a 2003, com 2004 a 2009, temos um crescimento de 2,03% para 3,97%, revelando uma melhora nos últimos anos de sua sustentabilidade. Durante os anos 80, problemas macroeconômicos foram determinantes para este comportamento, principalmente no controle da inflação e a dívida externa. Nos anos 90, após o Plano Real e o sucesso no combate à inflação, problemas que se encontravam relativamente resolvidos ganharam novas forças como a dívida pública.

A política fiscal entre 1994 e 1998 não teve limites no endividamento do setor público e suas conseqüências foi o crescimento desta dívida. A política antiinflacionária deste período utilizou-se de altas taxas de juros e valorização cambial, resultando em um grande aumento das importações, de ingresso de capitais especulativos e de empréstimos no exterior de empresas localizadas no país. Estes eventos ocasionaram um substancial crescimento também da dívida externa neste período:

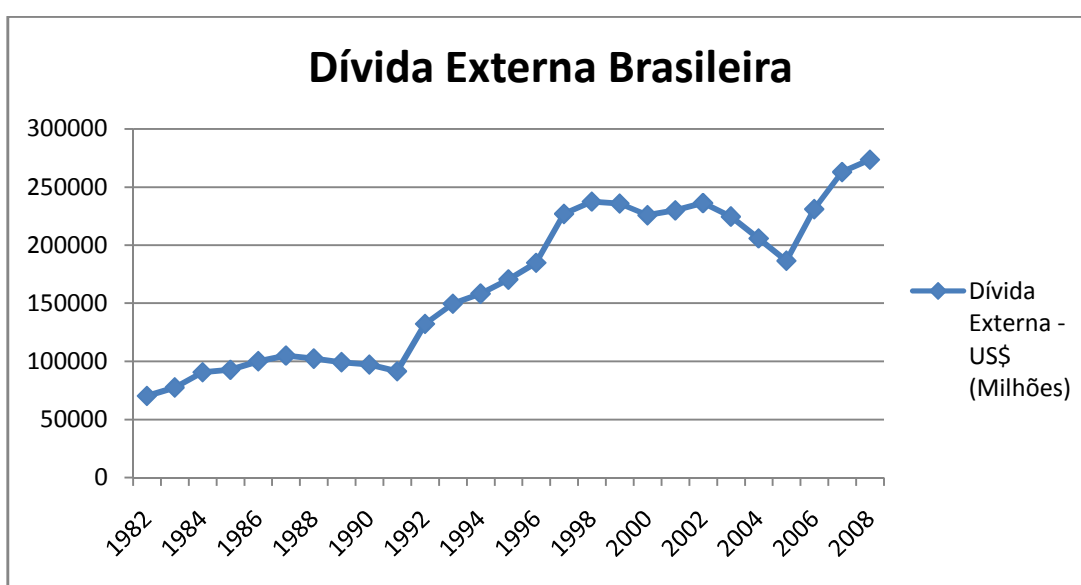


Figura 5: Dívida externa brasileira, de 1982 à 2009.
Fonte: Ipeadata. BCB Boletim/BP. Elaboração própria.
Valores em US\$ Milhões.

Os crescentes déficits em conta corrente entre 1994 e 1998 foram decisivos para a não continuidade do crescimento econômico sustentado. Com os crescentes resultados negativos da balança comercial, o governo se endividou em dólares numa tentativa de fazer frente a estes déficits, aumentando assim grande parcela da dívida interna reajustada pelo câmbio. Este movimento acabou por criar uma “armadilha para si própria” disparada em janeiro de 1999 com abrupta desvalorização do real, fazendo com que a dívida externa desse um grande salto. (figura 5)

A trajetória da dívida total do setor público em relação ao PIB, que inclui a dívida interna e a externa, além do governo federal, Banco Central, estados, municípios e empresas estatais são apresentadas na próxima figura:

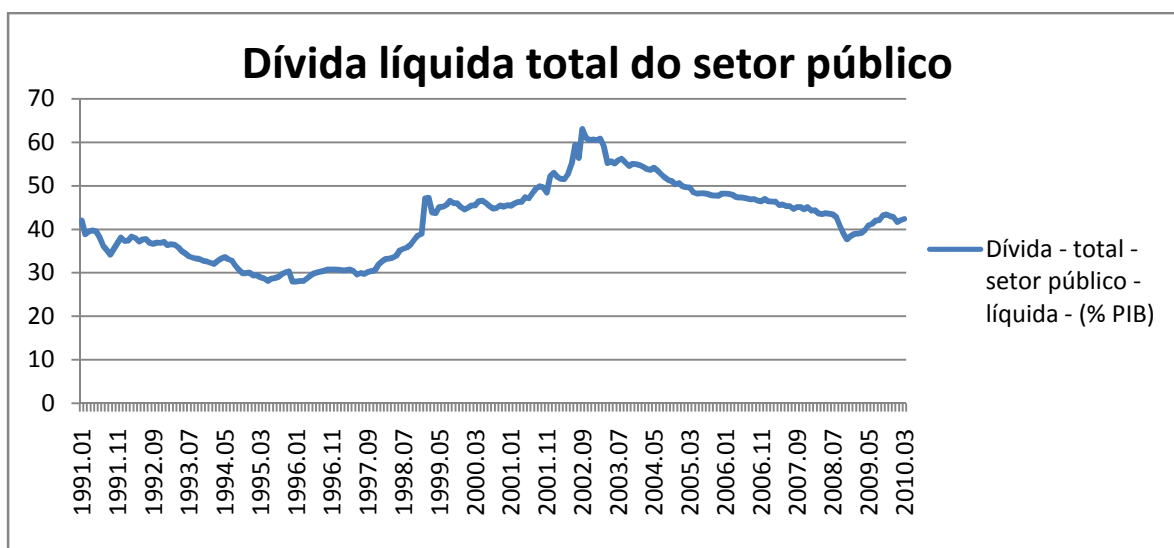


Figura 6: Dívida Líquida Total do Setor Público Brasileiro (% PIB), de 1991 a março de 2010.

Fonte: Ipeadata. BCB Boletim/F. Públ. Elaboração Própria

Na figura 6, após a crise cambial de 1999, a economia brasileira iniciou um controle da dívida interna e externa com a adoção de uma política de superávits primários do setor público em 3,25% do PIB. Em 2003, com a alternância do poder, o governo optou por aprofundar este ajuste do setor público aumentando para 4,25% e depois para 4,5% o superávit primário, além de incentivar o setor exportador e realizar um controle mais rígido da inflação. Outro ajuste importante foi a diminuição ao risco cambial, em dezembro de 2002, 37% da composição da dívida pública federal era indexada ao câmbio, em 2009 este valor caiu para 6,6%. O prazo médio de vencimento dos títulos também passa por um processo de alongamento, subindo de 35 meses em 2004 para 42 meses em 2009, ao passo que a porcentagem vincenda em 12 meses diminuiu de 39,3% para 23,6%. Todos estes fatores têm contribuído para a queda ao longo do tempo da dívida pública em relação ao PIB.

Goldfajn (2002) faz uma série de testes para mostrar possíveis trajetórias da dívida pública sob premissas alternativas com a taxa de câmbio, a taxa de juros reais, o crescimento do PIB e os superávits primários. O autor mostra que taxas de

juros mais altas tendem a provocar um declínio mais lento da dívida e que maiores crescimentos reais do PIB aliada a superávits primários acima de 2% resultam em redução inicial da dívida e posterior trajetória decrescente se mantidas estas condições. É importante destacar a importância do superávit na equalização das contas, pois seus efeitos “na redução da dívida é considerável”. No cenário básico, de crescimento do PIB de 3,5%, taxa de juros média real de 9% ao ano e superávit primário de 3,75% do PIB, estima que a dívida pública fique abaixo dos 50% em 2010. Elevando-se o superávit para 5%, a mesma atinge 38% do PIB em 2011. Comparando as projeções de Goldfajn (2002) com os dados aqui atualizados, nota-se que tal autor conseguiu uma boa aproximação dos fatos esperados.

Para os credores da dívida pública, a capacidade do estado de honrar seus compromissos torna-se tão ou mais importante que a própria proporção da dívida/PIB. Países desenvolvidos, como Japão, Estados Unidos e da Europa costumam apresentar uma relação dívida pública/PIB maiores que a do Brasil e, no entanto, não o são considerados insolventes. A capacidade de saldar seus compromissos e a credibilidade da condução das políticas econômicas influencia a percepção dos riscos por parte dos investidores. Marcantonio (2004, p. 237) lembra que a “credibilidade da política econômica, por motivos óbvios, se vincula e se confunde, em larga medida, com a confiança depositada nas elites dirigentes nacionais”. Sugerindo inclusive que esta confiança pode compensar de alguma medida e por algum tempo os “tropeços ou limitações da política macroeconômica”. Assim como a é fundamental para a economia superar uma conjuntura crítica, a falta precipita a fuga de capitais e impede a superação de tal quadro crítico.

3.3 Investimentos estrangeiros no Brasil e liberalização do mercado de capitais

Segundo Toledo Filho (2006), o Brasil entrou com atraso na captação de recursos internacionais em relação a outros países da América Latina. Os investimentos de curto prazo, também conhecido por *Smart Money*, só começaram a ingressar a partir de 1991.

Cabe frisar que antes desta data ocorreram duas tentativas de atrair esse tipo de investimento, segundo Toledo Filho (2006), a saber:

- Decreto-Lei nº 1.401, de 7.5.1975, que possibilitou a criação de sociedades de investimento. Porém era exigido um prazo de carência de três anos para o retorno dos investimentos à seus países, além também de fazer altas exigências burocráticas. Foi considerada uma tentativa frustrada, pois poucas Sociedades de investimento foram criadas.
- Fundo de Investimentos – Capital Estrangeiro, criado pela Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional em 23.3.1987, conhecido também por Fundo Brasil. Administrado por bancos de investimos, corretoras e distribuidoras brasileiras. A carteira deveria conter um mínimo de 70% de ações de companhias abertas. Pessoas físicas também poderiam participar.

Porém foi somente a partir do anexo IV da resolução nº 1.289, aprovada pela Resolução nº 1.832 do Conselho Monetário Nacional (CMN) de 31.5.1991, que instituições estrangeiras tiveram a possibilidade de administrar suas carteiras mantidas no país. Nesta ficou estipulado a criação da Carteira de Investimento de Capital Estrangeiro, podendo ser utilizada por Fundos de Pensão, Carteiras Próprias de Instituições Financeiras, Companhias Seguradoras e Fundos Mútuos de Investimentos. Apesar de se mostrar um grande avanço, “O Anexo IV não permitiu que um cidadão estrangeiro comprasse ações diretamente nas bolsas brasileiras, o que foi considerado um empecilho para o maior desenvolvimento de nosso mercado” (Toledo Filho, 2006)

Em 2000, o Conselho Monetário Nacional eliminou os anexos I, II, IV e VI, da Circular nº 1.289 criados no início de 1990 pelo Banco Central. Esta medida, como parte do processo de liberalização e desregulamentação, eliminou as restrições à entrada e saída de capitais vigentes nos anexos anteriores, como por exemplo, o tipo de instrumento utilizado, a composição da carteira e a natureza do investidor, deixando somente o Anexo III e o V, esta última que diz respeito às ADRs. Com a resolução 2.689, os investidores estrangeiros tiveram o acesso sem limites à bolsa brasileira.

Em 2007, as resoluções 3.452 e 3.456 do CMN, alteraram a regulamentação dos fundos de investimentos em geral, dos fundos multi-mercados e dos fundos de

pensões. Os dois primeiros, com respeito à 3.452, foram autorizados a aplicar entre 10% e 20% respectivamente no mercado externo. Já os fundos de pensões foram permitidos a investir até 3% de suas carteiras em fundos multi-mercados, até 10% em cotas de fundos classificados como de dívida externa e também possibilitados de operar no mercado de derivativos.

3.3.1 ADR – American Depositary Receipts

Importante marco na globalização do mercado de capitais brasileiro, o Anexo V da resolução nº 1.289, em 18.5.1992, permitiu as empresas de capitais abertos nacionais captarem recursos fora do país através da emissão de recibos de depósitos (DRs) em bolsas internacionais, conhecido por *Global Depositary Receipts* (GDRs). Quando esses recibos são localmente negociados no mercado dos Estados Unidos, eles recebem o nome de *American Depositary Receipts* (ADR).

Caracterizado por um certificado negociável de ações de uma empresa estrangeira emitido por um banco norte-americano em bolsa daquele país. Trata-se de uma negociação a qual obedece a rígidas normas de controle e emissão. Neste procedimento é necessário o envolvimento de três agentes: A empresa emissora; o banco custodiante, representado por uma instituição financeira do país de origem, responsável por custodiar os títulos emitidos; e o banco depositário, representado por um banco estadunidense responsável pela emissão da ADR, que a faz com base nos papéis de origem em custódia do banco custodiante.

Existem quatro níveis de *American Depositary Receipts*, de acordo com sua exigência, segundo Toledo Filho (2006) são eles:

- Nível I: Neste não é permitido o acesso direto a bolsa, sendo negociado somente no mercado de balcão. Também não é necessária a adaptação dos demonstrativos contábeis às normas locais nem a apresentação de relatórios à Securities and Exchange Commission (SEC). As emissões são lastreadas pelo banco custodiante.
- Nível II: Com acesso direto à bolsa de valores, exige-se a adaptação das demonstrações contábeis aos padrões dos últimos cinco anos, além de

outras exigências à SEC. Tanto o nível I como no nível II, as ADR representam títulos lastreados no país de origem, assim sendo, não permitem à empresa captação de recursos, porém servem para dar maior visibilidade no mercado internacional.

- Nível III: Permitida a captação de recursos via oferta pública no mercado norte-americano. Devido aos altos custos e exigências, poucas empresas brasileiras conseguiram este nível.
- ADR restrito ou 144-A: Apesar de não exigir a adaptação às normas, as instituições compradoras destes recibos investem o mínimo de US\$ 100 milhões em valores mobiliários não registrados.

3.4 Características dos fluxos de capitais internacionais

A abertura econômica promovida pelas mudanças da gestão macroeconômica brasileira do início dos anos 90 propiciou uma maior integração do país ao mercado financeiro mundial. Os efeitos desta aproveitaram também um movimento internacional de busca por rentabilidades maiores iniciada no processo de redução da taxa de juros básica da economia americana de 1988¹.

A reforma monetária do Plano Real em 1994 soube bem aproveitar este aumento da liquidez mundial, que foi fundamental para a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal. “O Plano Real foi, então, um produto dos mercados financeiros globalizados, desregulamentados e líquidos” (Cintra e Prates, 2004, p. 2), pois se utiliza exatamente das condições proporcionadas pela globalização, aumento da integração entre os mercados e a diminuição às barreiras de circulação dos capitais para ter êxito em seu objetivo. As altas taxas de juros praticadas pelo país, além dos programas de privatização do governo, atraíram a atenção dos investidores estrangeiros, na qual tiveram grande importância no sucesso da política econômica adotada.

Os fluxos de capitais decorrente do fim do padrão-ouro em 1971 tiveram sua natureza modificada. A nova lógica de busca por maiores rentabilidades cria um

¹ Ver Anexo A

sistema especulativo baseado na sua livre circulação e protegidos pelo regime de câmbios flutuantes.

A característica volátil dos fluxos de capitais interfere diretamente nos países emergentes, uma vez que estes necessitam atrair capitais, mas não tem total controle sobre os mesmos, dependendo também de fatores exógenos aos bons fundamentos de suas economias.

Atualmente o sistema monetário mundial está estruturado de forma hierarquizada, tendo o Dólar como moeda-chave, seguida pelas moedas conversíveis, emitida por países centrais. Longe deste núcleo, temos as moedas não-conversíveis de emissão dos países emergentes (Carneiro, 1999). As principais causas da não conversibilidade são a grande dificuldade de se emitir títulos de dívida interna em moedas próprias e a incapacidade de exercer a função de reserva de valor.

Sobre esta assimetria monetária que esta fundada a assimetria do sistema financeiro internacional. As determinantes do fluxo de capitais para os países emergentes passam por uma lógica especulativa, porém racional sob a ótica da valorização da riqueza. Os ciclos econômicos aliados às políticas monetárias dos países centrais moldam o comportamento de grandes quantidades de recursos. Momentos de grande crescimento econômico mundial aliado a aumentos de liquidez diminuem as aversões ao risco de investidores globais, incentivando-os a adquirir ativos considerados de menor qualidade, mas de maior retorno. Tendo este fenômeno em vista, Belluzzo (2004) acrescenta que, em geral, estes movimentos em direção às regiões de maiores riscos tende a ser associados com uma expansão do crédito bancário, assim, os investidores podem assumir posições que são “um múltiplo de seu aporte de capital próprio” em busca de valorização de seus estoques de riqueza.

Na economia mundial, normalmente, períodos de crescimento não são acompanhados por movimentos bruscos como nos períodos de reversão. Estes efeitos negativos bruscos são quase sempre associados a efeitos de manada, onde um grande número de investidores possuidores de grandes recursos realiza uma verdadeira “limpeza” de suas carteiras de investimentos, fugindo de ativos mais arriscados. Neste caso, os títulos de dívidas dos países periféricos de moedas não-

conversíveis são os primeiros a serem vendidos, justamente por suas moedas não representarem uma função de reserva, seus ativos são os mais desvalorizados.

A “fuga pela qualidade” (Cintra e Prates, 2004) está relacionada diretamente com a gestão da política monetária dos Estados Unidos, uma vez que este possui um grau de autonomia de política praticamente total devido ao caráter “devedor líquido do país emissor da moeda-chave”. Com isso, os fluxos de capitais internacionais passam a depender do ciclo econômico americano e as variações do *Federal Funds Rate*².

Longe de tal grau de autonomia estão os países emergentes, pois não possuem tanta liberdade de ação em políticas anticíclicas nestes momentos de reversão, ficando suas economias mais vulneráveis do que os países centrais na contenção dos rápidos movimentos dos fluxos de capitais. Este agravante é reforçado também pela “dimensão relativa” dos fluxos de capitais destinados à periferia. Cintra e Prates (2004) evidenciam isto argumentando que o fato de uma proporção marginal dos fluxos de capitais ser alocada para os países emergentes contribui igualmente para a maior incidência dos choques financeiros, isso porque, além do grau de instabilidade dos ativos dos “emergentes” em momentos de choque ser relativamente grande, a instabilidade se torna ainda maior devido aos impactos marginais da venda destes mesmos ativos sobre a rentabilidade dos portfólios globais. A natureza residual destes investimentos tem, então, efeitos potencialmente instabilizadores sobre os mercados emergentes, pois os fluxos para estas economias são significativos, uma vez que, em relação ao tamanho deste mercado, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal.

As características “perversas” do funcionamento dos fluxos de capitais internacionais são de um modo geral as “caras” de uma globalização financeira, onde o grande círculo da movimentação da riqueza mundial se faz presente. Com estas condições, os emergentes estão se lançando, atraindo recursos, ganhando confiança e se capitalizando. Esta relação nos momentos de crescimento econômico traz benefícios para ambas as partes, mas principalmente aos emergentes que buscam terreno no mercado global. Da mesma maneira, sob condições adversas, estes costumam também sofrer os maiores prejuízos.

² Ver anexo A

3.5 Fluxos de investimento estrangeiro recente no Brasil

Os países emergentes, designados assim por serem as nações em desenvolvimento que atraíram mais capitais na década de 90, aproveitaram bem a retomada dos fluxos de capitais internacionais.

O Brasil tem observado, especialmente a partir de 1992, uma crescente absorção de fluxos líquidos de capitais externos. Em 1990, este montante representava somente 1,22% do PIB com US\$ 7,37 bilhões. Em 1998, o auge do volume de capitais externos da década, atingia 6,44% do PIB com US\$ 48 bilhões. Esta tendência de crescimento dos anos 90 só foi interrompida durante as crises da Ásia (1997), da Rússia (1998) e a conseqüente crise cambial brasileira (1999), onde ocorreram saídas substanciais de capitais, principalmente de curto prazo. Logo após, os fluxos retomaram o ingresso no país, porém de modo mais lento que o registrado anteriormente, sendo novamente retraídos após uma sucessão de choques desfavoráveis em 2001 e 2002, como a crise argentina, os ataques terroristas de 11 de setembro, a crise energética brasileira e principalmente o período eleitoral de outubro de 2002 (Holland e Veríssimo, 2004). Estes eventos sucessivos causaram uma grande desconfiança dos investidores externos sobre os rumos do Brasil, influenciando vários indicadores de risco e uma redução dos fluxos que só retornaram de modo consistente a partir de 2005.

Nota-se que o “auge do volume de capitais externos” em 1998, não inclui dados mais recentes da economia brasileira, pois a partir de 2005 o país tem vivenciado um período de retomada do crescimento econômico, atingindo em 2007, um novo “auge do volume de capitais externo”, com aproximadamente US\$ 114,372 bilhões. Na figura a seguir é possível ver crescimento:

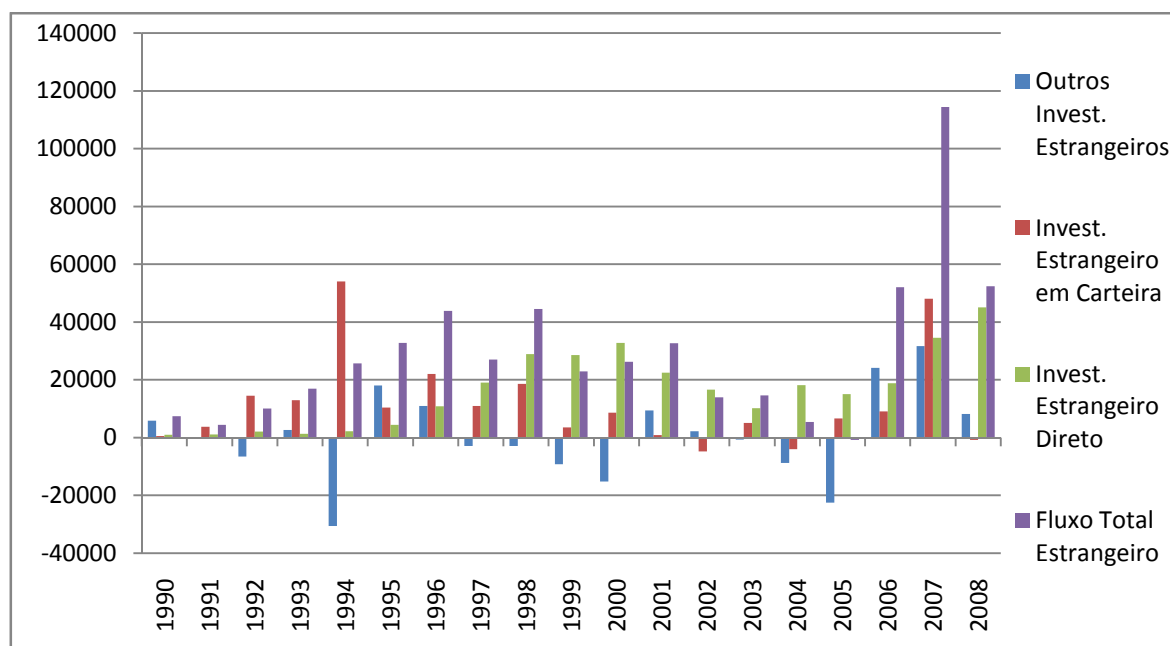


Figura 7: Fluxos de investimento estrangeiro para o Brasil de 1990 a 2008.
 Fonte: Banco Central Do Brasil. Elaboração Própria.
 Valores em US\$ Milhões

Os Investimentos Estrangeiros Diretos, importantes por sua característica de investimento produtivo e de maturação no longo prazo, aparecem com maior regularidade no período em questão (figura 7), diferentemente dos Investimentos em Carteira, que por serem mais voláteis retraem rapidamente seus fluxos ao menor sinal de instabilidade econômica. Cabe ressaltar aqui, que os Investimentos Estrangeiros em Carteira diferem dos investimentos estrangeiro na bolsa de valores, pois representa uma conta do Balanço de Pagamento onde são incluídas não somente os investimentos em ações, mas também títulos públicos e outras rendas variáveis e fixas.

3.6 Fluxos e participação estrangeira na Bovespa

A lei da oferta e demanda esclarece como os preços sobem em decorrência de uma maior procura pelos bens. Dentro desta lógica, por exemplo, um aumento significativo na procura por ações na bolsa tende a aumentar o preço das mesmas.

Em uma bolsa de valores, normalmente o número de investidores locais se restringe a uma porção já habituada do mercado, de modo que seu crescimento se

alinha com o desenvolvimento da bolsa. Com isso, os investidores estrangeiros, por seu caráter não residente, representam uma possibilidade de crescimento além das fronteiras territoriais.

Com a abertura econômica brasileira na década de 90 e os constantes ingressos de capitais internacionais no país, as influências destes investimentos tem atraído a atenção de todos os agentes econômicos. A Bolsa de Valores de São Paulo conta atualmente com uma participação estrangeira no volume financeiro de aproximadamente 35% (Bovespa, 2009), a maior entre as três mais representativas. (Pessoas Físicas, Investidores Institucionais e os investidores Estrangeiros)

Na figura a seguir é possível ver a evolução da participação dos investimentos estrangeiros, investidores institucionais e pessoas físicas no volume financeiro da Bovespa a partir de 1994.

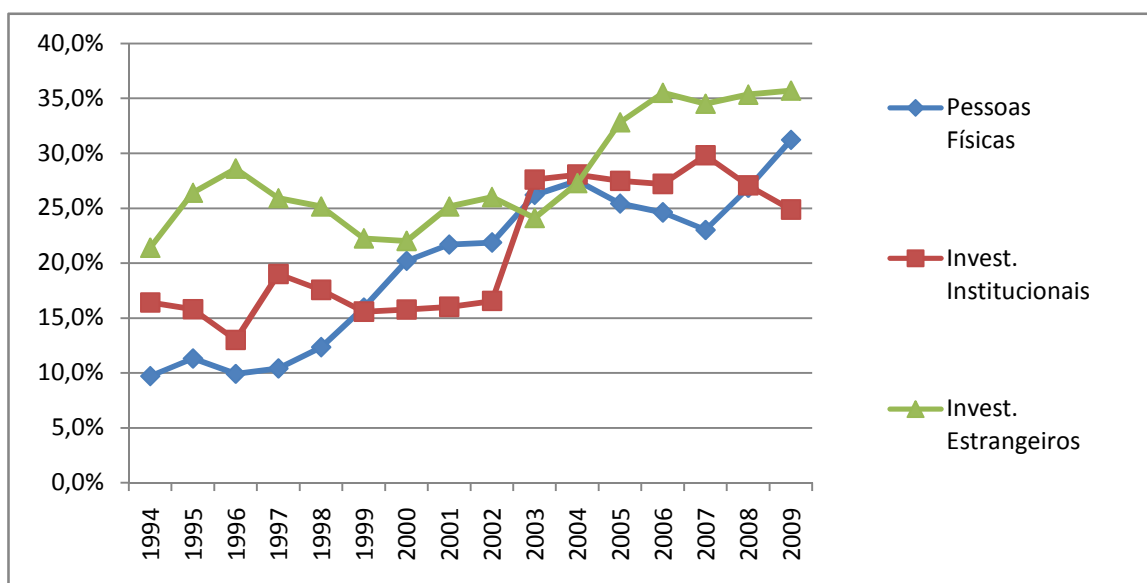


Figura 8: Participação no volume financeiro da Bovespa de 1994 a agosto de 2009.
Fonte: Bovespa. Elaboração própria

Nota-se que em todo o período a participação estrangeira é predominante, salvo 2003/2004 (figura 8), ano da posse do presidente Lula, momento este marcado por muita desconfiança no cenário externo a respeito dos possíveis rumos que esta gestão traria.

Na figura 8 é relevante também notar o impressionante crescimento das Pessoas Físicas, em 1994 representavam somente 9,7% da participação, este número cresceu mais de três vezes atingindo quinze anos depois 31,2%, mostrando

a popularização da Bovespa. Diversos fatores estão relacionados a esta “evolução”, entre elas a estabilidade econômica, a melhoria do acesso e da qualidade das informações que dão maior transparência e segurança ao público, mas principalmente as constantes valorizações da bolsa a partir de 2003, que atraem os olhares desta população interessada cada vez mais no mercado de renda variável.

Passado o “efeito Lula”, a melhoria dos fundamentos macroeconômicos no decorrer dos anos trouxe novamente um cenário positivo de longo prazo, os fluxos de investimento para a bolsa retomaram e este passou a “abocanhar” um pedaço ainda maior na participação, passando de uma média de 25% em 2003 para 35% a partir de 2006.

3.6.1 Fluxos e Retorno do Ibovespa: causas e efeitos

Com todo esse predomínio da participação estrangeira, diversos estudos têm relacionado o desempenho do Ibovespa com estes fluxos de capitais internacionais, mais precisamente Meurer (2006) e Reis (2007), na qual analisaram o período de 1995 a 2005 e encontraram evidências diretas desta relação.

Reis (2007) argumenta que a única alternativa para explicar o retorno do Ibovespa constituiu na adição de variáveis. Seu modelo mais apropriado foi aquele que o retorno é explicado não somente pelo investimento estrangeiro, como também pelo câmbio, por um índice global de ações, pelo risco país e pela volatilidade. Como conclusões apontam que, o fluxo estrangeiro, o retorno do índice global de ações e a volatilidade relacionam-se positivamente com o retorno do Ibovespa. Já a variação cambial e a variação do risco Brasil apresentaram relação negativa com o mesmo. Esta adição de variáveis então, conjuntamente, responderam por 73% da explicação do retorno do Ibovespa no período analisado em seu estudo.

Pela dificuldade de se estabelecer uma relação direta de causa e efeito é sempre necessário adicionar variáveis que influenciam o comportamento dos agentes. Esta complexidade inclui também a lógica de que uma expansão da gama de investidores promove um aumento da liquidez do sistema, que por sua vez está positivamente relacionada ao desempenho das ações. Dada esta inter-relação muito

próxima, alcançar um modelo que explique o retorno do Ibovespa em função exclusivamente do fluxo torna-se impraticável, de modo que estas hipóteses seriam aplicáveis somente em determinados curtos períodos e não seriam suficientes para explicar no longo prazo.

As evidências mais claras estão posicionadas no efeito contrário, em que o fluxo de investimento seria função do retorno do Ibovespa. Reis (2007) salienta que apesar de alcançar um modelo robusto em seu estudo, não foi possível estabelecer causalidade de Granger do fluxo de investimento estrangeiro em relação ao retorno da bolsa. Os dados encontrados indicaram forte correlação contemporânea entre as séries, porém quando defasadas, somente o retorno teve impacto sobre o fluxo de investimento. Diante deste fato Reis (2007) extrai então duas conclusões: O investidor estrangeiro leva em consideração os retornos passados na sua decisão de investir e o mercado de capitais brasileiro assimila rapidamente informação, de modo que o fluxo estrangeiro passado não influencia o retorno corrente.

Com isso, a participação estrangeira é vista mais como um agente atuante permanente investindo na procura de oportunidades de longo prazo do que um agente atuante no curto prazo especulando e interferindo com seu poder financeiro.

Meurer (2006) analisa que há uma relação complexa entre o comportamento dos investidores estrangeiros e o desempenho do Ibovespa. Sugerindo que pode haver uma relação indireta através do aumento da liquidez proporcionada por estes investimentos, além do fato que, compras em meses de baixa e vendas em períodos de alta indicam também que os agentes podem estar procurando oportunidades lucrativas ao longo do tempo. Isto é reforçado, em sua análise, pelo fato de anteciparem o comportamento do Ibovespa com três períodos de defasagem.

O estoque financeiro mundial está avaliado atualmente (2008) em US\$ 120 trilhões (RC Consultores, 2008), sendo um terço de fundos de investimentos e pensão. Montante (US\$ 40 trilhões), 95% (US\$ 38 trilhões) são investidos em países com grau de investimento e os outros 5% (US\$ 2 trilhões) nas nações que não possuem tal classificação. Apesar destes valores não representarem especificadamente fluxos de investimento destinados ao mercado de capitais e sim um estoque global podendo ser investido também em títulos da dívida externa,

esses números dão idéia da magnitude do volume de capitais internacionais à procura de aportes que lhe dêem rentabilidade e segurança.

Os fluxos tendem a se comportar de modo compatível com a racionalidade financeira e seus efeitos diretos e indiretos são percebidos por onde passam. Porém não se exclui aqui as possibilidades de que em certos momentos essa racionalidade esteja levando em conta os impactos que suas próprias atuações podem trazer aos mercados, pelo menos no curto prazo e em momentos de tensão internacional, onde reações em massa costumam seguir a mesma direção em sua “fuga para a qualidade”.

3.6.2 Fluxos de investimento estrangeiro recente para a Bovespa

Os dois autores citados anteriormente (Meurer, 2006 e Reis, 2007) estudaram um período que compreende de 1995 a 2005, estando então a salvo dos acontecimentos recentes como a valorização histórica do Ibovespa em 2007 e a crise financeira mundial de 2008, em ambos os casos a participação estrangeira teve papel importante no seu desenrolar.

Na figura a seguir é possível ver as mudanças significativas no fluxo recente em comparação com o analisado (1995-2005). O ano de 1998 era até então considerado como a maior fuga de capitais estrangeiros da bolsa já registrada, contabilizando R\$ 2.621,3 bilhões. Com a mudança abrupta da aversão ao risco mundial, a volatilidade dos mercados tornou-se acentuada, encerrando um período de quatro anos seguido de ingressos líquidos, momento este único desde o plano real. Neste cenário, 2008 marca um novo recorde negativo, atingindo a saída de R\$ 24.629,7 bilhões.

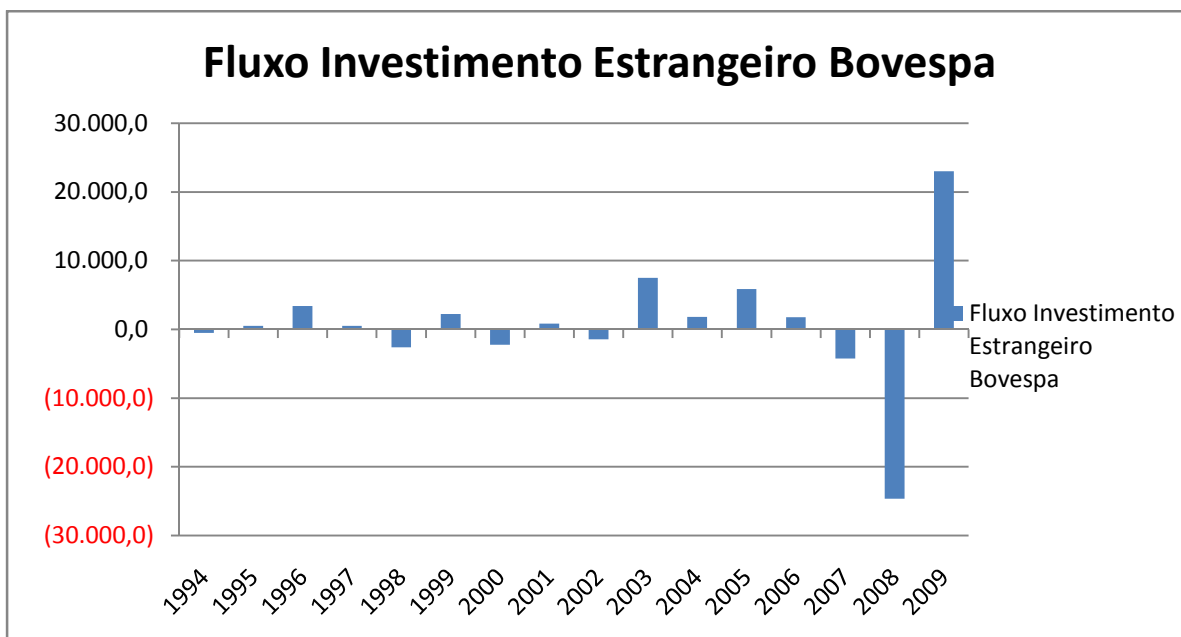


Figura 9: Fluxo de investimento estrangeiro para a Bovespa de 1994 a outubro de 2009.
 Fonte: Bovespa. Elaboração própria
 Valores em R\$ Milhões.

Os países emergentes, assim como a economia brasileira, sofreram as maiores fugas de capital promovida pela retração da liquidez internacional (figura 9). Porém diferentemente destes mesmos, o Brasil respondeu bem as adversidades encontradas, sendo o primeiro país a receber uma elevação de *rating* soberano por uma agência de risco depois do auge da crise. Com a melhora das perspectivas futuras e indícios de que a pior fase já passou, a confiança dos investidores faz com que se posicionem novamente em busca de maiores rentabilidades.

Na figura 9, em 2009 os fluxos voltam a ser positivo, mas desta vez retornam em grande volume, marcando novamente uma cifra nunca vista antes, com R\$ 23.026,6 bilhões de ingresso até o dia 22 de outubro de 2009, superando assim os R\$ 7.495 bilhões registrados em 2003. Estes números positivos devem-se em grande parte a volta dos capitais que saíram da bolsa em 2007 e 2008, no entanto é interessante notar o curto período de tempo que estes capitais “retornaram”, uma vez que somente a partir de fevereiro de 2009 é que os fluxos deixam de ser negativo. Outro fato que pode também ter uma parcela de reflexo positivo neste grande influxo é o efeito da conquista do grau de investimento, que por ter acontecido meses antes da crise internacional tiveram as repercussões esperadas minimizadas, havendo assim, espaço para tais efeitos nos resultados do ano. A

percepção de que a economia brasileira está se recuperando mais rapidamente que as outras também favorecem o interesse pelos ativos do país. Por outro lado, preocupados com esta rápida entrada e os possíveis efeitos negativos como a criação de bolhas no mercado de câmbio, a equipe econômica do governo através do ministro da fazenda, Guido Mantega, decidiu em 2009 taxar os investimentos estrangeiro em renda variável com o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em 2%.

Neste capítulo, o ambiente financeiro e as características dos fluxos de capitais foram descritos assim como os recentes ingressos destes ao Brasil. O processo de abertura dos mercados, aliado a outros fatores discutidos, proporcionaram também o crescimento da participação estrangeira na Bovespa. Esta intensificação verificada principalmente após 1994 têm despertado o interesse de autores no sentido de estudar a influência que estes investimentos proporcionam à bolsa brasileira. Determinando as condicionantes para seu ingresso, podem-se assim, estimar as variáveis mais influentes neste processo e com isso, estudar o comportamento das relações entre suas determinantes.

4 A RELAÇÃO ENTRE OS FLUXOS DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NA BOVESPA E AS VÁRIAVEIS DETERMINANTES

Neste capítulo, o foco da pesquisa é descrito analisando as relações entre os fluxos de capitais para a Bovespa e as variáveis que moldam o seu comportamento. Indicadores como Ibovespa, câmbio, taxa de juros e risco país são importantes para entender a evolução dos investimentos estrangeiros recente na Bolsa de Valores de São Paulo.

4.1 Determinantes de investimento estrangeiro em carteira

Na busca por determinantes dos fluxos de investimento mundiais em direção aos ambientes de maior risco (os emergentes) encontramos fatores além das possibilidades de manobra dos agentes.

Dentro da literatura sobre a evolução dos fluxos de capitais internacionais, a maioria dos trabalhos esta centrada na compreensão dos determinantes através de fatores internos, externos ou pelo contágio. A primeira também chamada de *pull factors*, diz respeito às condições domésticas no sentido de atrair a vinda destes capitais. São diversos os meios de medida como, por exemplo, o nível de desempenho da economia, a taxa de juros interna, a taxa de investimento e os aspectos institucionais de cada estado. A segunda conhecida também como *push factors*, de origem, refere-se acerca das condições desfavoráveis nos países desenvolvidos, tal como aumento de custos do capital, diminuição do retorno de ativos e baixas oportunidades de ganhos sendo, portanto, fatores externos aos receptores destes fluxos. O terceiro (efeito contágio), podendo ser chamado de transitório é quando ocorre o choque externo, em demasia este pode ser “contagioso” aos países vizinhos, causando uma retração de investimentos em virtude de uma desconfiança das capacidades reais da região ou global.

Calvo et al. (1993, apud Vieira, 2004) parte do princípio que os “fatores cíclicos externos são os principais determinantes dos fluxos de capitais para a América Latina” no início dos anos 90 e que a partir de então reformas de mercado tem sido feito no intuito de aumentar sua atração de capitais. Seus estudos centram na questão das relações entre a taxa de câmbio real e os fluxos, uma vez que os excessos de entrada de divisas geralmente estão associados a uma apreciação cambial e conseqüentes problemas de desempenho em contas externas.

Assim como Calvo et al. (1993, apud Vieira, 2004), Fernandez-Arias (1996, apud Franzen, 2007) considera também que os determinantes dos fluxos de investimento para a América Latina são os *push factors*, como “o aumento de capital disponível para financiamentos, declínio sustentado das taxas de juros no mundo e recessão nas economias desenvolvidas”.

Baek (2006) investiga a relativa importância dos *push* e *pull factors* na determinação de investimento em portfólio para a economia da Ásia e América Latina. Incluindo a atitude do mercado ao risco nos *push factors*, encontra diferenças entre o fluxo de investimento em portfólio para ambos os continentes. Enquanto os fluxos para a América Latina são influenciados tanto por fatores internos e externos, para a Ásia o peso dos fatores externos é maior. O autor caracteriza assim, que os fluxos para a Ásia são mais voláteis e transitórios, *hot money*, e para a América Latina são mais estáveis e persistente, *cold money*.

Athukorala e Rajapatirana (2003, apud Franzen, 2007) fazem um estudo a respeito da evolução dos fluxos de investimentos para a Ásia e América Latina. Neste, relatam um aumento dos saldos líquidos dos fluxos de capitais privados para os mercados emergentes, subindo de US\$ 10 bilhões no final dos anos 80 para US\$ 200 bilhões já na metade da década de 90. Do total destes fluxos, quase 75% são para países da Ásia e América Latina (1990-1997). Os autores analisam ainda que estes fluxos eram praticamente divididos entre ambos continentes no começo dos anos 90, porém de 1993 à 1996 a participação da Ásia superou em muito a América Latina no destino dos investimentos, tanto que a crise mexicana (1994) teve efeitos mínimos sobre os mercados da Ásia, já a crise Asiática (1997) teve conseqüências muito mais severas sobre a mobilidade de capitais internacionais. Outro ponto importante que os autores ressaltam é que a América Latina caracteriza-se por

receber mais fluxos de investimentos em portfólio do que investimento direto externo.

Tendo estas características, a interação entre os fatores internos e externos da mobilidade de capitais leva a uma conclusão de que estes fluxos são voláteis, pois seus movimentos estão sujeitos a passar por além do controle dos “*policy-makers*”. (Vieira, 2004)

4.2 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Ibovespa

Para qualquer investidor, o retorno de suas aplicações é um dos elementos principais na sua decisão de investir e isso não é diferente com os investidores internacionais. A relação entre fluxos de investimento estrangeiro e o retorno do Bovespa passa então a ser uma importante questão a se analisar.

Tabak (2002) realiza um teste da hipótese de caminhos aleatórios para o mercado acionário brasileiro no período de 1986 a 1998. Utilizando a metodologia para teste de cointegração de Johansen, estima uma equação de cointegração para os fluxos de investimento de portfólio e o índice Ibovespa real. Obtendo um coeficiente de cointegração positivo, indica que aumentos do índice Ibovespa são seguidos por aumentos dos influxos de investimentos em portfólio. Evidências de bicausalidade entre ambas também são encontradas, onde os fluxos de portfólio defasados explicam o retorno do Ibovespa e os termos defasados do Ibovespa ajudam a explicar a entrada de investimentos em portfólio no mercado acionário brasileiro, ou seja, aumentos do Ibovespa parecem induzir aumentos dos fluxos de portfólio.

Froot et al. (2001, apud Franzen, 2007) investigam a relação entre os fluxos de investimento de portfólio e o retorno de ações através de uma amostra diária de 44 países, 16 destes desenvolvidos e 28 emergentes. Os autores chegam a diversas conclusões, entre elas, a de que os retornos passados influenciam fortemente os fluxos de investimentos e que os mesmos são persistentes. Encontram também fortes evidências de correlação entre fluxos líquidos de investimento, defasagens de retorno e variação cambial, geralmente positiva. Sugerem que o investidor

internacional adota o comportamento da teoria *positive feedback trading*, onde os agentes procuram comprar em momentos de alta e vender nos períodos de baixa do mercado. Com a utilização de vetores auto-regressivos, concluem que defasagens dos fluxos de investimento de portfólio e dos retornos do mercado acionário são importantes na determinação dos fluxos de investimentos futuros. A análise função Impulso-Resposta mostra que um choque de 1% nos fluxos de investimento gera um aumento de 1,5% nos fluxos para os mercados emergentes.

Meurer (2006) testa a relação entre os fluxos de investimento estrangeiro no período de janeiro de 1995 a julho de 2005. No intuito de especificar de forma correta o modelo são incluídas outras variáveis: O índice S&P 500 para considerar o desempenho do mercado internacional, a taxa de título de três meses do tesouro dos Estados Unidos como *proxy* para o custo de oportunidade de investir no Brasil, a taxa de câmbio e o indicador que captura o risco país, EMBI+. A partir dos resultados, conclui: os investidores podem estar à procura de oportunidades de lucro ao longo do tempo, visto que existe tanto uma relação de compra em meses de baixa e venda em meses de alta como uma antecipação do comportamento do Ibovespa em três períodos de defasagem; a variação da taxa de câmbio tem um efeito positivo sobre o Ibovespa, indicando a importância dos investidores estrangeiros na bolsa, uma vez que apenas investidores domésticos não afetariam na magnitude observada o índice, como exemplo observado, o aumento de 1% na taxa de câmbio resulta em um aumento de 0,44% no Ibovespa no próprio mês. Há uma forte relação inversa entre o risco país e o desempenho da bolsa, o aumento da liquidez também está associado a aumento no Ibovespa. Em resumo, a inter-relação do mercado externo com o mercado brasileiro são importantes para explicar os retornos do Ibovespa.

Franzen (2007) através da estimação de um modelo para a participação estrangeira na capitalização do Ibovespa concluem que o investidor tem comportamento racional, entrando no mercado quando o mesmo se recupera de baixas. Os retornos defasados do Ibovespa também são importantes na decisão de investir. Em relação à variação cambial, os investidores estrangeiros buscam diminuir sua exposição ao risco cambial saindo do mercado brasileiro quando a moeda doméstica se valoriza frente ao dólar. A variação defasada da Selic em seis

meses positivamente correlacionada com os fluxos de investimento indica que os investidores estrangeiros associam um aumento da taxa Selic com um melhor desempenho das empresas, possivelmente em virtude da queda esperada da taxa de inflação. Os diversos testes-diagnósticos apontam que o modelo é apropriado para fazer inferências, mas não para a formulação de políticas públicas.

Uma evolução dos fluxos de investimento estrangeiro para o mercado acionário brasileiro e o comportamento do Ibovespa é descritos abaixo com o auxílio da figura:

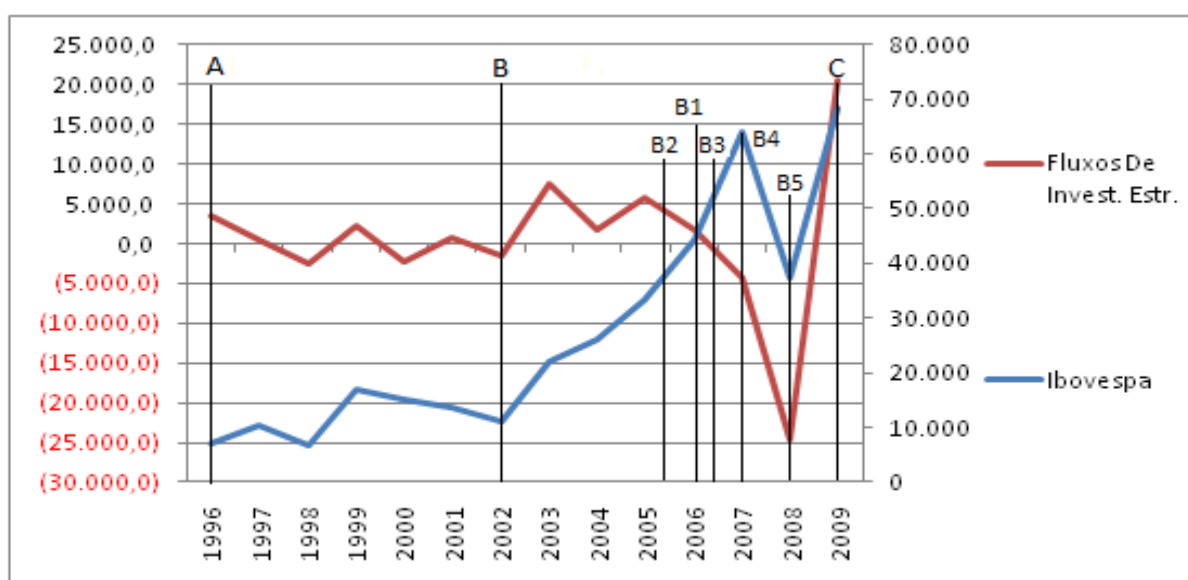


Figura 10: Fluxo de investimento estrangeiro na Bovespa e Ibovespa.
 Fonte: Bovespa. Elaboração própria.
 Valores em R\$ Milhões.

Na figura 10, nota-se a princípio um aumento da média dos influxos de capitais a partir de 2002, passando de pouco mais de R\$ 94 milhões ao ano (1996-2002) para R\$ 1,2 bilhão (2003-2009). Este aumento é percebido também pelo Ibovespa, que no primeiro momento (A-B) apresenta uma pequena alta do índice em relação à tendência de forte valorização no período seguinte (B-C). Entre 1996 e 2002 (A-B), a variação dos fluxos de investimento estrangeiros é caracterizada por entradas e saída constantes do mercado acionário. Este fato é decorrente principalmente das diversas crises nos mercados emergentes, criando um ambiente internacional instável e volátil para este tipo de investimento.

O período seguinte (B-C) é marcado por intenso influxo de capitais seguidos, tendo no acumulado 2002-2006 (B-B1) quase R\$ 17 bilhões. O Ibovespa também reflete esta boa entrada dos estrangeiros, subindo de 11 mil para mais de 44 mil pontos. Esta tendência positiva que durou quatro anos (B-B1) começa a dar sinais de esgotamento que podem ser vista nos quatro anos posteriores (B1-C).

Recorrendo aos dados mensais de ambas as variáveis, pode-se apurar que de agosto de 2006 a junho de 2007 (B2-B3), apesar de não ser visível na figura acima, temos um acompanhamento crescente do Ibovespa e dos fluxos positivos, somando-se ao final deste pequeno período um ingresso de aproximadamente R\$ 7 bilhões ao passo que o Ibovespa pula dos 35 mil pontos para a casa dos 55 mil pontos. A partir de junho de 2007 (B3-B4), os mercados ficam mais voláteis em virtude da eminência de uma crise, revertendo assim os fluxos (que vinham positivos) para o primeiro saldo anual negativo desde 2002. O ano seguinte (2008) é marcado por instabilidades, a manutenção da bolsa entre os 60 e 65 mil pontos que vinha desde outubro de 2007 é superada somente em abril de 2008, período que o Brasil conquistou o “grau de investimento” por duas das três mais respeitadas agências de classificação de risco. No dia 20 de maio de 2008, a bolsa atinge seu recorde histórico com 73.516 pontos para em seguida, mudar sua trajetória em uma tendência baixista nunca antes vista. A fuga de capitais atinge R\$ 24.629,7 bilhões no final de 2008 e a bolsa registra uma queda de 41,2% no ano, voltando a patamares de 2006 (B5). Entre dezembro de 2008 e fevereiro de 2009, o fluxo se estabiliza indicando uma reversão que é confirmada em março de 2009 com o primeiro saldo acumulado mensal positivo desde maio de 2008. Na seqüência (B5-C) é possível ver os fluxos positivos lado a lado com a valorização da Bovespa, levando à uma hipótese de um retorno após as saídas em massa destes capitais na eclosão da crise financeira internacional.

Uma análise de correlação do período total (A-C) revela um coeficiente positivo no valor de 0,1860, indicando uma fraca correlação, ou seja, influxos para a bolsa tendem a ser acompanhados por aumento do Ibovespa. Esta intensidade da correlação varia de acordo com o momento analisado, entre 1996 e 2002 (A-B), o coeficiente é menor com 0,0495 e no segundo momento, entre 2002 e 2009 (B-C), o coeficiente é maior com 0,2317. Esta diferença de valores pode ser entendida como

conseqüência de uma série de fatores, entre elas: o período mais volátil dos fluxos internacionais e com crises recorrentes nos mercados emergentes entre 1996 e 2002 (A-B), causando uma maior aversão ao risco dos investidores estrangeiros à estas economias; o aumento da integração financeiro-tecnológica da Bovespa com os mercados mundiais, bem como a liberalização total dos fluxos de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro pós 2000; a estabilidade macroeconômica, principalmente depois de 1999 com a adoção ao regime de metas de inflação, câmbio flutuante e adoção do superávit primário na condução das contas públicas; e a melhoria do setor externo brasileiro depois de 2003, com conseqüências diretas no controle da dívida externa, índice de risco país e câmbio. Todos estes fatores servem de atração para os investidores estrangeiros, que no decorrer do tempo aumentam seus fluxos em direção à bolsa brasileira, ao passo que esta apresenta um dos maiores períodos de crescimento de sua história. Apesar dos resultados indicarem uma fraca correlação entre as duas variáveis, os três coeficientes evidenciam o sentido positivo de crescimento do Ibovespa frente aos influxos de capitais para a bolsa brasileira, como pode ser visto mais precisamente depois de 2003 (B-C).

4.3 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Câmbio

Uma das variáveis mais importantes na hora de se avaliar uma economia é a taxa de câmbio. Seus movimentos traduzem impactos em todos os agentes econômicos, influenciando políticas econômicas, alterando a competitividade dos preços internos, afetando o poder de compra dos consumidores locais e a atratividade para os investidores externos.

Abaixo é possível ver a evolução da taxa de câmbio de 1990 a março de 2010:

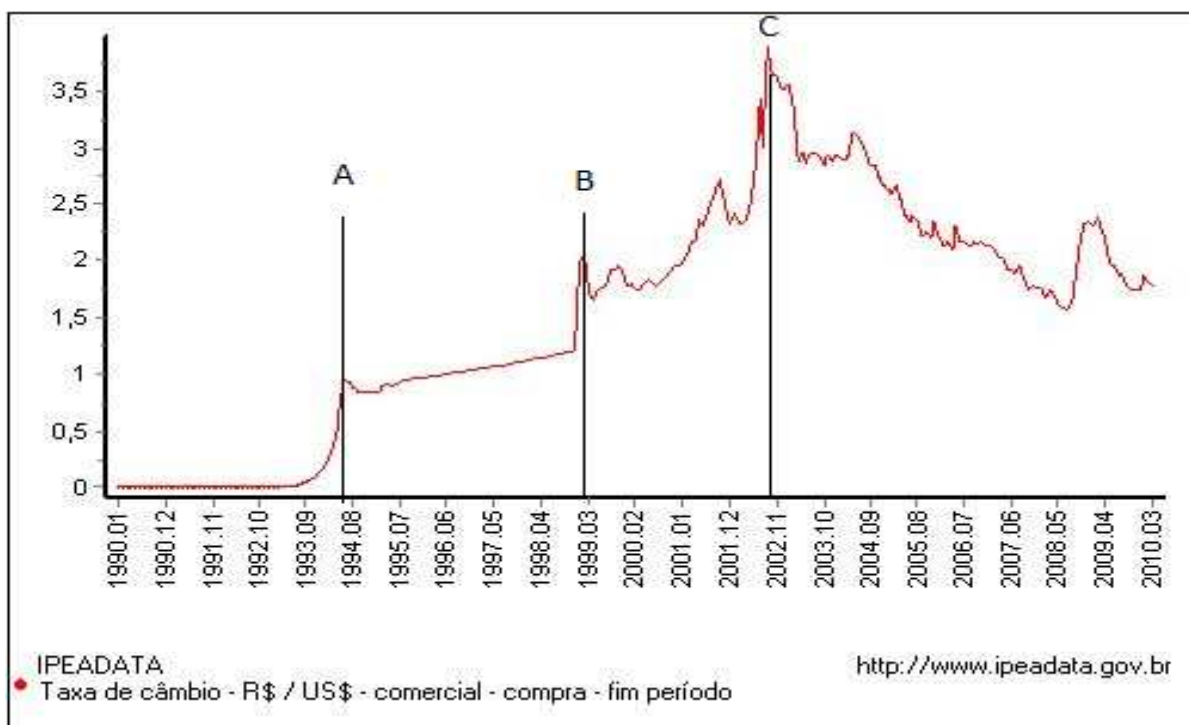


Figura 11: Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$), de 1990 a março de 2010.

Fonte: Banco Centro do Brasil.

Elaboração: Ipeadata

Em 1994 (A), junto com o plano real, em seu sistema cambial *Crawling Peg*, ocorrem minidesvalorizações periódicas do câmbio. Este movimento teve como forma de controlar a inflação valorizando o câmbio a fim de causar um choque de competitividade externa para mais tarde realizar as minidesvalorizações reajustando o poder de competitividade das empresas internas. Este regime culminou na crise cambial de 1999 (B) e a adoção do Brasil ao regime de câmbio flutuante. Após a mudança da política cambial, a taxa de câmbio nominal é caracterizada por um período de alta volatilidade até 2003 (B-C), quando se encerra uma longa tendência de desvalorização da moeda desde 1994 (A-C).

Para os investidores internacionais, as mudanças da taxa de câmbio influenciam a rentabilidade dos seus ativos, por isso esta variável passa a ser sempre levada em consideração na formulação de seus investimentos.

Hau e Rey (2002, apud Franzen, 2007) investigam as relações entre os fluxos de investimentos em portfólio e a variação cambial. Em seu estudo, afirmam que a variação cambial torna-se determinante para o retorno das aplicações internacionais, pois constata que fundos de investimentos norte-americanos estudados operam

com *Hedge* incompleto. Com isso, choques cambiais fariam uma reformulação das carteiras de investimentos devido ao crescente risco cambial. Sua hipótese diz que uma apreciação da moeda estrangeira leva a um aumento da exposição ao risco cambial, podendo induzir em uma redução de suas posições no mercado estrangeiro, causando assim um fluxo de investimento negativo em tal economia. A venda destas participações pode inclusive levar a uma queda dos preços das ações. Os autores estabelecem assim uma correlação positiva entre fluxos de investimento em portfólio e a variação cambial.

Abaixo podemos visualizar um comparativo da evolução dos fluxos de investimento estrangeiro para a Bovespa e a taxa de câmbio.

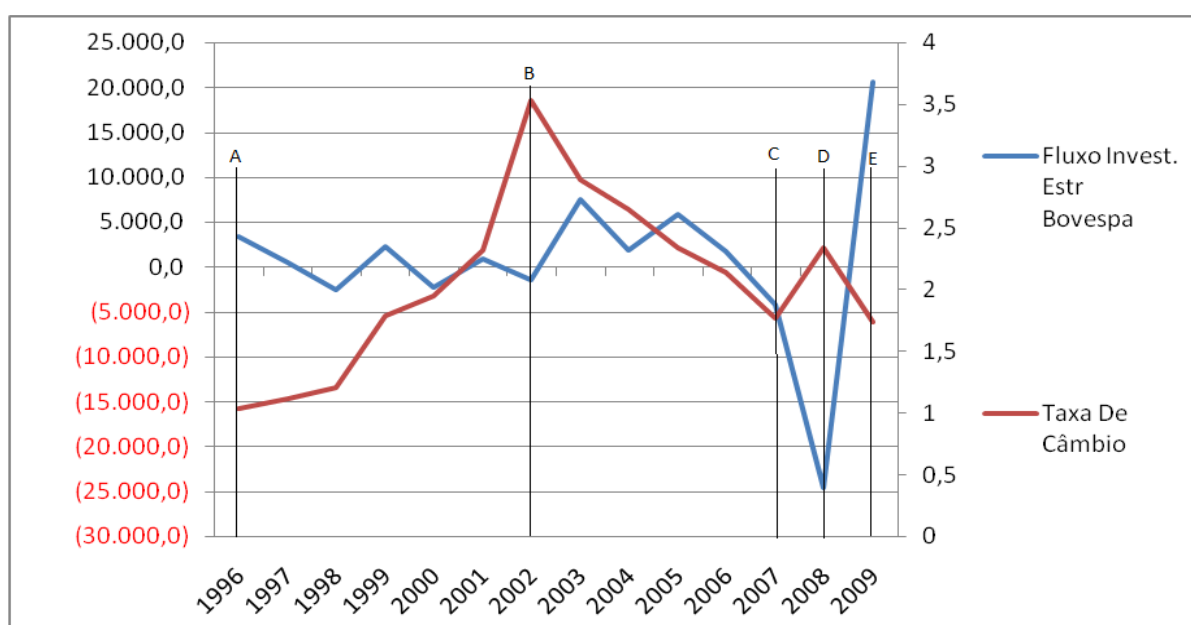


Figura 12: Fluxo de Investimento Bovespa X Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$), de 1996 a 2009, final do período.

Fonte: Banco Centro do Brasil, Bovespa. Elaboração própria.

Valores em R\$ milhões.

O período de desvalorização da taxa de câmbio entre 1996 e 2002 (A-B), marcado por intensa volatilidade, têm sua resposta nos fluxos por um momento de indefinição, com entradas e saídas de capitais sem apresentar uma direção significativa. Somente a partir de 2002 (B-C), a tendência de apreciação do real é acompanhada por fluxos positivos de investimento estrangeiro na Bovespa, este período é marcado por intensos ingressos de capitais bem como uma valorização do Ibovespa. Esta trajetória persiste até 2007 (C), ano em que os fluxos voltam a ser

negativos. O real chega à sua máxima apreciação dos últimos anos em julho de 2008, com sua cotação valendo R\$ 1,56, para em seguida sofrer uma desvalorização que é agravada ainda mais pela crise mundial que logo viria nos meses posteriores. No fim de 2008 e 2009 temos os efeitos da crise, que são visíveis em dois momentos, primeiro há uma forte desvalorização da moeda junto com uma forte queda do fluxo para o Ibovespa e em seguida há o movimento oposto acentuado de valorização da moeda e maciço ingresso de capitais (C-D-E).

Apesar destas duas variáveis, pelo menos em teoria, apresentarem bastante relação, pois o câmbio afeta diretamente o retorno do investidor estrangeiro, uma análise de correlação apontou uma fraca relação, anotando um valor de -0,08213. Se modificarmos o período analisado, dividindo em duas fases distintas de acordo com a desvalorização e apreciação da moeda, 1996-2002 (A-B) e 2002-2009 (B-E), identificamos uma maior correlação entre os dados, registrando -0,31962 para a primeira fase e -0,14741 para a segunda. Nesta divisão, o primeiro período revela uma correlação moderada, maior que o segundo e muito mais correlacionada do que no período total. Um dos argumentos possíveis para esta diferença reside no fato de que, entre 1996 e 2002 (A-B), houve uma maior volatilidade dos mercados mundiais, aumentando-se assim, o risco cambial e conseqüentemente o peso desta variável na determinação dos investimentos, enquanto que a partir de 2002 (B-E), a fase de liquidez mundial proporcionou queda dos riscos dos países emergentes, sem contar na melhora significativa dos fundamentos macroeconômicos brasileiro, contribuindo então, para uma melhor formação das expectativas futuras do câmbio e o menor impacto desta diferença na movimentação dos fluxos de investimento estrangeiro.

O comportamento do Ibovespa em relação à variação cambial também é percebido pela figura que se segue:

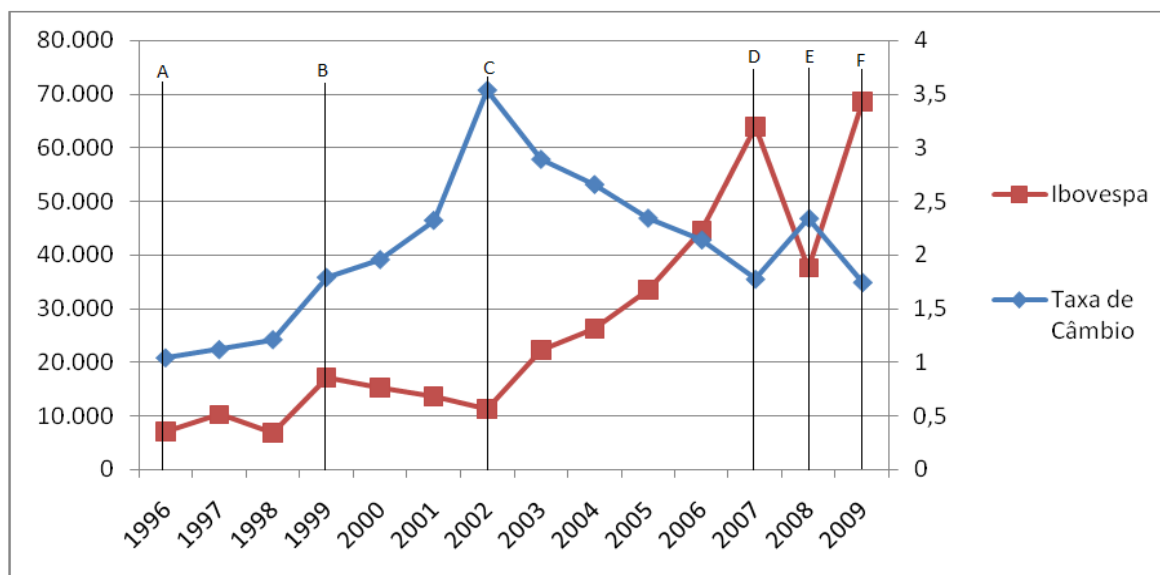


Figura 13: Ibovespa (período final) X Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$), de 1996 a 2009, final do período.
Fonte: Banco Centro do Brasil, Bovespa. Elaboração própria.

O comportamento destas duas variáveis pode ser considerado como a mais correlacionada entre as verificadas neste estudo. Existe uma divisão de tendências em 2002 (C), antes desse período a bolsa paulista seguia com relativa dificuldade para se valorizar, passando inclusive três anos de seguidas baixas (B-C). Entre 1996 e 2002 (A-C), o Ibovespa subiu dos 6.784 pontos para apenas 11.268 pontos, levando seis anos para tal feito ao passo que, nos cinco anos seguintes, deu um salto atingindo o recorde histórico em 20 de maio de 2008, aos 73.516 pontos, logo antes da brusca queda causada pela crise mundial. Note-se que os três momentos de reversão de tendências (C-D-E) das duas variáveis são sempre muito próximos. Na figura acima, como o final do período é a referência, estas reversões ficam mais evidentes. Utilizando dados mensais, constata-se também esta proximidade: Primeiro em 2002, com a cotação máxima do câmbio em setembro (R\$ 3,89) e o Ibovespa tendo seu menor nível desde 1998 em outubro (9.179 pontos). Segundo em 2008, com o pico de valorização do Ibovespa em maio e a reversão do câmbio dois meses depois. Terceiro em 2008/2009, com a bolsa buscando seu fundo em novembro de 2008 (35.908 pontos) e o câmbio atingindo a máxima cotação dos últimos três anos em fevereiro de 2009.

É possível evidenciar uma correlação inversa a partir de 2002 (C), quando movimentos de queda da taxa cambial são acompanhados por movimentos de

valorização da Bovespa. Uma análise de correlação linear entre este período (C-F) revela um coeficiente no valor de -0,95077, o que significa uma forte correlação negativa. Mesmo não tendo a finalidade de realizar uma função de causa e efeito, este resultado serve para reafirmar que estas duas variáveis possuem forte correlação e que apreciações do Real tendem a ser acompanhada por movimentos de valorização do Índice Bovespa no decorrer do tempo. Se incluirmos o período pós 1999 (B-F), este coeficiente cai para -0,5472, indicando uma correlação moderada, porém ainda negativa tendo em vista que, se realizarmos somente o período de câmbio fixo de 1996 e 1999 (A-B), o valor passa a ser positivo em 0,9187, indicando também uma forte correlação, só que no sentido oposto ao visualizado. Ou seja, neste período de três anos os fluxos para a Bovespa variaram no mesmo sentido da taxa de câmbio, diferentemente de todo o período pós 1999. Este resultado demonstra o quanto a manutenção artificial do câmbio desvirtuava a percepção dos investidores e o equilíbrio das forças de mercado na determinação de uma taxa de câmbio compatível com a realidade das condições macroeconômicas encontradas.

4.4 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Taxa de juros

Um dos principais motivos para a atratividade da vinda dos capitais estrangeiros para o Brasil se deve à condução das altas taxas de juros praticadas pelo país ao longo da década de 90. Este conceito provém de umas das mais importantes relações teóricas aplicadas às finanças internacionais, explicitada por J.M. Keynes (Keynes, 1996), a Teoria da Paridade da Taxa de Juros.

O desenvolvimento deste conceito diz que o retorno nominal de um título deve ser igual ao de outro país, quando medidos em uma mesma moeda. A partir de então, as diferenças entre as taxas de juros seriam condições para a mobilidade de capitais. Os desvios de Paridade Descoberta de Juros são explicados quando duas moedas não são substitutos perfeitos, ocorrendo riscos associados ao grau de dificuldade de cobertura de expectativas de cada moeda.

Dentro de um ambiente de elevada mobilidade de capitais e integração financeira como vivenciados nos anos 90, o diferencial entre as taxas de juros é um

dos determinantes básicos para o movimento dos capitais. Cada país, considerados as expectativas em relação às taxas de câmbio, ajusta sua taxa de juros de forma a dar retorno aos riscos envolvidos na transação.

Diversos autores concordam com a visão de que as altas taxas de juros praticadas foram um dos principais fatores para a atratividade dos capitais externos ao Brasil na década de 1990, entre eles; Holland e Veríssimo (2004), Garcia e Valpassos (1998, apud Holland e Veríssimo, 2004), Soihet (2002), utilizando-se do conceito de paridade coberta dos juros; Holland e Vieira (2003, apud Holland e Veríssimo, 2004), utilizando-se do conceito de paridade descoberta; e Miguel (2001), utilizando ambos os conceitos.

Garcia e Valpassos (1998, apud Holland e Veríssimo, 2004), analisam que a partir de 1992 houve um ingresso maciço de capitais de curto prazo em busca de ganhos de arbitragem, tendo em 1994 o maior volume líquido de capitais para portfólio, cerca de US\$ 54 bilhões.

A política econômica de um país e a condução das taxas de juros são consideradas pelos investidores internacionais principalmente na formulação das expectativas futuras quanto ao desempenho da economia. No caso brasileiro, a formulação da taxa de juros é regida por um sistema de metas de inflação desde junho de 1999, na qual se estabelece um alvo para a inflação flutuar e a partir disso, elevações ou diminuições da taxa Selic são feitas a fim de se ajustar este equilíbrio.

Fama (1981, apud Nunes et al, 2005), em sua hipótese *proxy effect* argumenta que a relação negativa entre a inflação e a o retorno das ações é uma aproximação da relação negativa entre a inflação e o nível de atividade econômica. Esta hipótese contraria a relação positiva explicitada pela curva de Phillips. Merikas (2002, apud Nunes et al., 2005) demonstra que a hipótese *proxy effect* decorre do fato de que uma forte atividade econômica pode acarretar um aumento da inflação, com isso os agentes reguladores tendem a utilizar-se de medidas contracionistas. A relação negativa é explicada então numa situação em que os efeitos destas políticas anticíclicas são superiores aos ganhos esperados do aumento da atividade econômica, pois nos preços dos ativos já esta incorporada a melhoria das condições econômicas de modo que o impacto sofrido pelos ativos são reflexos dos efeitos das medidas anti-cíclicas. Nunes et al. (2005), em seu estudo na qual aborda a relação

entre as variáveis macroeconômicas e o retorno do Ibovespa no período pós plano real constata também a presença desta relação.

Por outro lado, em oposição à hipótese de Fama, Geske e Roll (1983, apud Nunes et al, 2005), apresentam uma ampliação da *proxy effect*, incluindo o setor governamental e suas políticas fiscais e monetárias, além de levantar a hipótese de “causalidade reversa”, isto é, o mercado de ações incorpora as variações no processo inflacionário. Seu pressuposto básico é a inversão quanto às expectativas sobre a inflação esperada, argumentando que os agentes adaptam suas expectativas a respeito da inflação, uma vez que presenciam as modificações econômicas antecipadas pelas variações dos preços dos ativos. Esta reversão da causalidade seria caracterizada por um conjunto de eventos macroeconômicos, entre elas as variações dos preços dos ativos e a capacidade de geração de receita do governo. Assim sendo, há uma forte tendência da ocorrência de déficits governamentais em períodos de condições econômicas adversas, pois as variações dos preços dos ativos, causados pela antecipação das condições econômicas futuras, serão correlacionadas com as variações da taxa de inflação esperada e, conseqüentemente, a própria taxa de inflação.

Uma evolução da Taxa Selic em comparação com os fluxos de investimento estrangeiro para a Bovespa é possível visualizar em seguida:

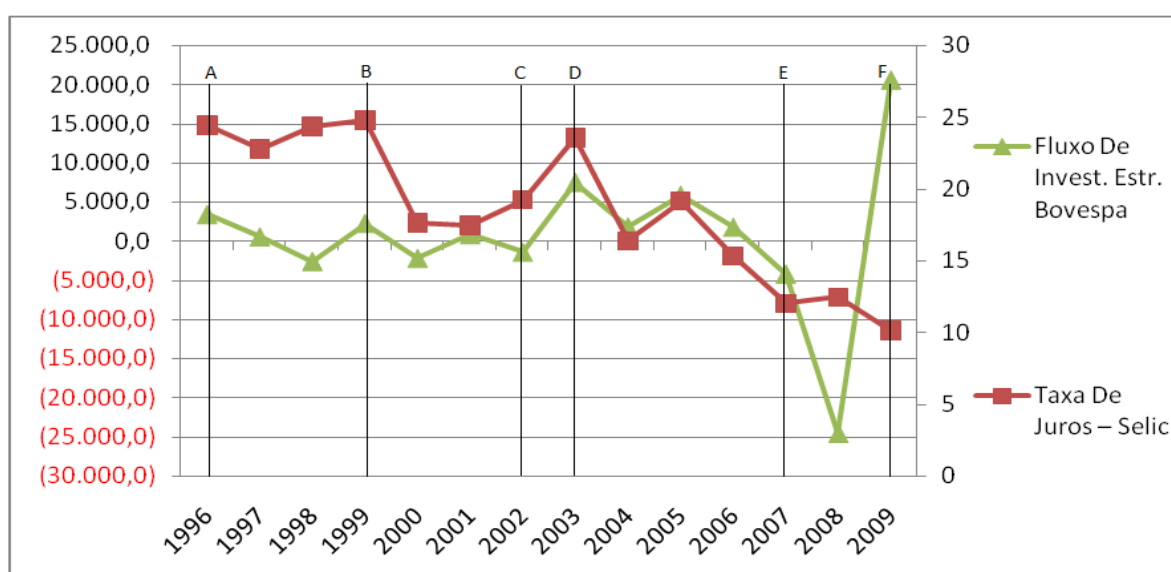


Figura 14: Fluxo de investimento estrangeiro na bovespa e Taxa de Juros, SELIC, fixada pelo copom (%a.a), final do período.

Fonte: Bovespa. Ipeadata. BCB Boletim/M. Finan. Elaboração própria. Valores em R\$ milhões.

Entre 1996 e 1999 (A-B), apesar da elevada taxa de juros, os fluxos de capitais para bolsa brasileira não mantêm uma seqüência positiva. A atratividade que representa estes níveis de juros básicos é ofuscada pelo momento turbulento vivenciados pelo país e pelas economias emergentes. Um componente importante na determinação dos investimentos estrangeiros para a bolsa, o câmbio, ainda se mantém relativamente valorizada frente ao dólar, principalmente tendo em vista os déficits crescentes em transações correntes criando fortes expectativas para a desvalorização da moeda. Em 1998, mais de R\$ 2,6 bilhões são retirados, registrando o pior ano dos fluxos para a Bovespa até o final de 2007. Em janeiro de 1999 (B), o regime de câmbio flutuante adotado traz melhores condições para a entrada dos fluxos à uma moeda desvalorizada e taxas de juros ainda maiores atingindo em março cerca de 45% ao ano, o ingresso de capitais fecha assim, no fim de dezembro, em aproximadamente R\$ 2.2 bilhões. Os altos patamares da taxa de juros que, muitas vezes, foram utilizadas para atrair capitais, agora dão lugar a uma tendência de queda que se segue até os dias atuais (2010), sendo interrompida somente em 2002-2003 (C-D) devido às pressões inflacionárias, aos riscos políticos e à desconfiança dos investidores internacionais frente às possíveis mudanças da manutenção macroeconômica no resultado das eleições presidenciais.

Tendo sua função alterada para o controle da inflação através de uma política ortodoxa conservadora, a margem para a diminuição da Selic é utilizada com “parcimônia” através do tempo. A credibilidade do governo eleito na condução da política econômica aliada as melhoras do setor externo, como os superávits comerciais, o aumento dos fluxos de capitais para o Brasil e uma valorização cambial, contribuíram também para a queda dos juros. O quadriênio 2003-2007 (D-E) compreende, então, como um momento favorável para os investimentos estrangeiros na bolsa, com um saldo acumulado em quase R\$ 17 bilhões no período referido. Os anos 2008 e 2009 (E-F), de crise mundial, encerram este ciclo positivo para Bovespa ao mesmo tempo em que as circunstâncias externas favorecem novas quedas dos juros em um curto prazo, no entanto, no fim de 2009, o Banco Central já sinaliza que esta longa tendência de queda dos juros também está próxima ao fim.

Uma análise de correlação entre estes dados (figura 13) revela um coeficiente positivo no valor de 0,0929, indicando uma fraca correlação. Isto se deve

principalmente aos efeitos de longo prazo da taxa de juros, servindo muito mais de parâmetro de formação de expectativas do que em uma relação direta entre as variáveis analisada. Se utilizarmos somente os anos da política econômica sob o regime de metas de inflação, 1999-2009, este coeficiente sobe para 0,1252, porém ainda assim com uma baixa força de correlação. Isto indica que o simples aumento das taxas de juros, não necessariamente, conduz à entrada de capitais estrangeiros no Bovespa no período analisado. Talvez, essa entrada de capitais esteja mais relacionada com a diferença entre a taxa de juros brasileira e a taxa de juros nos países desenvolvidos.

Em uma tentativa de obter melhores resultados com os testes de correlação, uma análise entre os fluxos de investimento para a bolsa brasileira e a diferença entre as taxas de juros interna e a taxa de juros internacional de referência (Estados Unidos) é apresentada a seguir.

Com uma força ligeiramente maior do que as encontradas anteriormente, esta nova correção apurou um índice positivo de 0,1025 contra 0,0929 da SELIC. Um dos argumentos possíveis para este aumento reside no fato de que, para os investidores estrangeiros, a taxa de juros internacional passa a ser fundamental na sua decisão de busca por maiores rentabilidades. Quedas desta taxa normalmente são acompanhadas por novos períodos de liquidez mundial, queda da aversão ao risco e direcionamento dos fluxos aos países emergentes.

Se excluirmos os anos de turbulência mundial e analisarmos somente os anos favoráveis de ingresso de capitais compreendido entre 2003-2007, temos um índice com uma força considerável, no valor positivo de 0,88003, indicando uma forte correlação entre as variáveis neste espaço de tempo. Realizando o mesmo teste com a SELIC também é encontrada esta mesma intensidade, com 0,9534, desta vez um coeficiente um pouco maior do que a comparação da diferenças entre as duas taxas de juros feita no período total. Estes resultados apontam, então, para uma maior correlação dos fluxos de investimento para a Bovespa dependendo do período analisado, sendo maior em 1996-2009 da diferença das taxas de juros e 2003-2007 da taxa SELIC. Esta maior correlação das taxas de juros brasileira com os fluxos nos anos “favoráveis” ao ingresso de capitais pode ser entendida, entre outros fatores, devido ao fato de que em um ambiente de queda da aversão ao risco e aumento de

liquidez internacional, há um aumento da disponibilidade dos agentes em investirem em países emergentes, fazendo com que, não necessariamente assim, a taxa de juros brasileira tenha uma maior correlação entre as variáveis do que a diferença nominal das taxas de juros. Como há este aumento dos fluxos internacionais em direção a estas nações, as condições de atração de capitais das mesmas são relativamente mais acentuadas do ponto de vista dos investidores estrangeiros, uma vez que há este aumento da disponibilidade de se investir e as condições encontradas permanecem relativamente inalteradas.

4.5 Fluxos estrangeiros na Bovespa X Risco País

O retorno dos investimentos é uma questão determinante na decisão de aplicar, porém este retorno sempre vem atrelado a um risco envolvido. Sua percepção envolve inúmeros instrumentos de análises de avaliação e mostra tamanha importância que esta variável representa na hora de se investir.

Razin e Sadka (2002, apud Franzen, 2007) em seu estudo realizam uma análise da economia do Brasil levando em conta o risco-país e o medo da moratória. Neste, procuram identificar como essas variáveis influenciam os fluxos de capitais, elevando o diferencial das taxas de juros assim como o custo da dívida pública. Uma relação positiva entre o risco-país e o investimento agregado (exógeno a governo e empresas) é encontrada e entre outras conclusões, afirma que uma melhoria da avaliação de crédito de um país pode ter reflexos como redução das taxas de juros, aumento de investimento e redução do déficit fiscal.

Vieira (2004) procura analisar através de um modelo de vetores autorregressivos (VAR) incluindo o Risco-País, diferencial de juros, endividamento público e fluxos de capitais na economia brasileira entre janeiro de 1995 a outubro de 2002. Desenvolve uma análise empírica tendo por base duas questões fundamentais para a economia brasileira, primeiro a respeito do papel que o risco país e o diferencial de juros exercem sobre o grau de endividamento público e segundo a influência do grau de endividamento público exerce sobre os fluxos de capitais, risco-país e diferencial

de juros. Em uma decomposição das variâncias, verifica que somente 2,1% da variância dos fluxos de capitais são explicados pelo risco-país.

Holland e Veríssimo (2004) estudam as relações entre os fluxos de capitais de portfólio e as variáveis paridade de juros, risco-país e legislação de capitais para o Brasil. Além de destacar a importância dessas variáveis na determinação dos fluxos totais, ressaltam que os fluxos de capitais de portfólio para as ações são poucos sensíveis ao risco-país, à paridade descoberta de juros e as medidas liberalizantes, ficando estes resultados atribuídos as especificidades do próprio mercado acionário. Os autores concluem que choques no risco-país influem em redução dos fluxos de capitais internacionais para investimento em portfólio total, títulos de renda fixa e derivativos. Entretanto, em um primeiro momento estes choques revelam uma relação positiva, ou seja, aumentos do risco-país são seguidos por aumentos dos investimentos estrangeiros em ações no curto prazo. Em uma decomposição das variâncias, verificam que os choques do risco-país foram relevantes na previsão de 18,85% das variações dos fluxos de investimento estrangeiro em carteira total.

Uma comparação entre as variações do risco-país (EMBI+Brasil) e os fluxos de investimento estrangeiro para a Bovespa é apresentado em seguida:

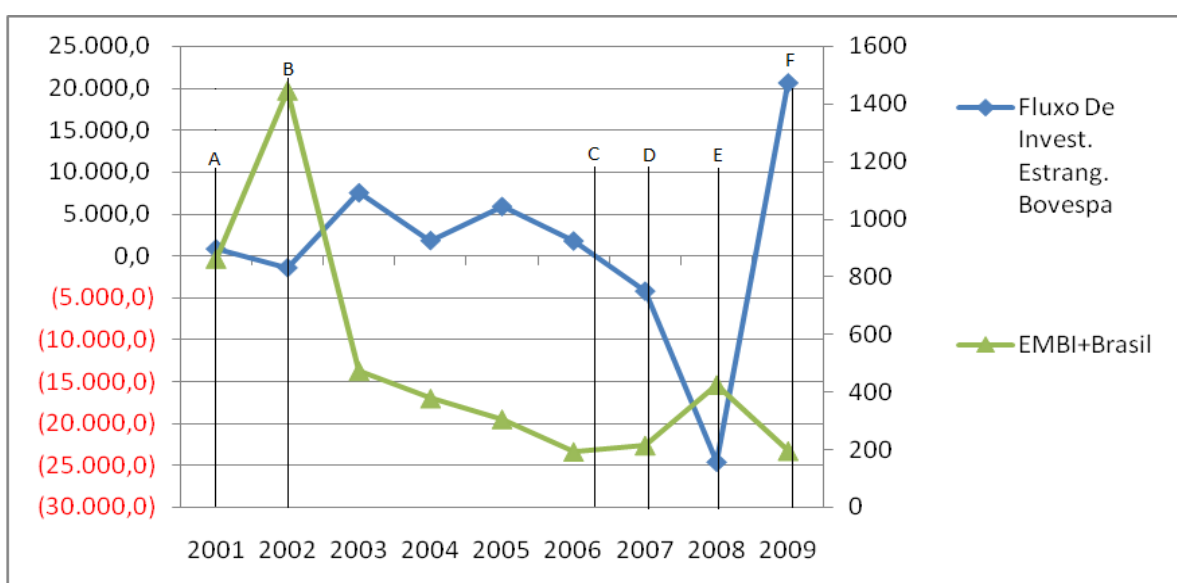


Figura 15: Fluxo de Investimento para Bovespa X EMBI+Brasil, final do período
 Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo e JP Morgan. Elaboração própria.
 Valores em R\$ milhões.

O EMBI+Brasil foi uma das variáveis mais influenciadas pelo período pré-eleitoral brasileiro, atingindo em 27 de setembro de 2002, o maior da história aos 2.436 pontos, superando inclusive, os 1.718 pontos em 1998 durante a crise da Rússia e os 1.779 pontos na crise cambial brasileira de 1999 (A-B). O mercado temendo o risco político que representava Lula eleito e ignorando o comprometimento com uma política econômica responsável e austeridade por parte do candidato, reage retirando mais de R\$ 1,4 bilhões da bolsa (B).

O ano seguinte passa a ser de retomada da confiança externa, com as contas públicas recuperadas, a manutenção do superávit primário, o regime de metas de inflação se mostrando eficiente e os ajustamentos do setor externo contribuem significativamente para a quebra brusca do índice de risco já no final de 2003. A tendência de queda do indicador que se instala (B-C) reflete a melhora das expectativas quanto ao risco de *default* do país, que por sua vez tem conseqüências diretas no influxo de capitais absorvida pela bolsa paulista no período que se segue até meados de 2007.

Este longo ciclo tem seu fim no ano em que o indicador registra o menor nível desde sua criação, atingindo 156 pontos em abril de 2007 (C), os fluxos que eram positivos revertem em junho do mesmo ano, fechando no final de dezembro uma saída de mais de R\$ 4,2 bilhões (D). A crise mundial de 2008 acentua mais esta situação, só que diferentemente de 2002, os investimentos estrangeiros na bolsa é que tiveram uma maior sensibilidade perante as incertezas deparadas do que o próprio EMBI+Brasil, registrando a maior fuga de capitais da história com incríveis R\$ 24,6 bilhões (E).

Esta diferença se deve principalmente à natureza das condições desfavoráveis encontradas, enquanto 2002, o choque era interno (risco político), em 2008, o choque vinha dos grandes centros financeiros mundiais, criando uma tensão de níveis muito maiores no movimento dos fluxos de capitais internacionais do que os encontrados internamente nas eleições. Outro ponto forte na percepção dos riscos e sua conseqüente queda em 2009 (E-F) foram as conquistas do grau de investimento das três mais importantes agências de classificação de risco, duas delas em 2008, antes da crise e a última em 2009, reafirmando a posição brasileira no cenário global. As boas condições econômicas e os bons fundamentos

econômicos no momento de crise, sem contar a falta de conexões diretas com as raízes dos problemas da crise financeira (ativos *subprime*, excesso de risco à baixa regulamentação e poderes regulatórios ineficazes na prevenção) impulsionaram a volta dos investidores em mais de R\$ 20,5 bilhões (F), influenciando e sendo influenciada pela alta do Ibovespa no ano.

A correlação entre estes dados foi de -0,16215, indicando uma fraca força, ficando para o coeficiente negativo a tendência à influxos de capitais para a Bovespa em momentos de melhoras do índice de risco. Esta baixa correlação também caminha junto com outros resultados encontrados por autores citados anteriormente em que afirmam uma baixa relação entre estas duas variáveis, sendo mais correlacionadas em momentos de choques externos. Se utilizarmos como exemplo uma análise de correlação dos triênios 2001-2003 e 2007-2009, momentos de turbulência do EMBI+Brasil, verificam-se um aumento da intensidade da força, subindo para -0,9223 e -0,8490 respectivamente. Isto se deve a idéia de que em uma relativa instabilidade internacional, o fator de risco é intensificado, deslocando investimentos para países considerados menos arriscados. A partir do exposto, pode-se concluir que, exceto em alguns períodos, as variáveis isoladamente não possuem um efeito significativo sobre os fluxos de investimento externo, apesar de em todo o período analisado se manterem correlacionadas na mesma direção.

Neste capítulo, pôde-se verificar que o bom desempenho da economia brasileira nos últimos anos foi abalado em partes pela crise financeira mundial. Seu desenrolar interrompeu um período favorável de ingressos dos fluxos de capitais e com isso seus efeitos positivos, como por exemplo, na bolsa de valores. A recessão global aumentou significativamente a aversão ao risco dos investidores estrangeiros realçando a característica mais volátil dos fluxos de capitais. Dependendo do ciclo da economia mundial e dos fatores de que determinam o seu movimento, esta relação se mostra diferente, caracterizando os pontos positivos e negativos na medida em que os fatos ocorrem. Os indicadores utilizados como índice Bovespa, câmbio, taxa de juros e risco país foram importantes na compreensão do movimento dos fluxos de capitais para a Bovespa no período analisado, na qual devidamente correlacionados e fundamentado por estudos anteriores, contribuíram para o

entendimento da variação dos investimentos estrangeiros na bolsa brasileira no decorrer do tempo.

5 CONCLUSÃO

O processo de abertura financeira brasileira tem contribuído para a vinda destes capitais, na qual teve sua intensificação a partir da crise cambial de 1999 com a adoção do câmbio flutuante. Outros fatores, como o bom desempenho da economia e o controle das contas públicas, também influem na percepção do risco destes investidores. De um modo geral, as variáveis mais utilizadas na literatura para explicar o desempenho do mercado de capitais de um país são o desempenho macroeconômico, a taxa de câmbio, o risco-país, o desempenho dos mercados internacionais, a inflação e a taxa de juros doméstica.

Neste estudo procurou-se analisar a variação dos fluxos de investimento estrangeiro para a Bovespa em relação às variáveis Índice Bovespa, câmbio, taxa de juros e risco país. Realizando-se testes de correlação, constatou-se que algumas variáveis estão correlacionadas positivamente com os fluxos, como a taxa de juros e o crescimento da Bovespa, enquanto outras são correlacionadas negativamente, como o câmbio e o risco país. A intensidade das correlações também variou dependendo das condições encontradas, como por exemplo, a taxa de juros e o crescimento do Ibovespa mais sendo mais correlacionada no longo prazo e o risco país e o câmbio mais correlacionada em curtos períodos, principalmente em momentos turbulentos.

Sobre a influência dos fluxos de investimento estrangeiro na variação do Ibovespa recente, de modo que estes agentes possam utilizar seu poder de mercado em favor de suas aplicações não foi verificado em nenhum estudo pesquisado. As evidências mais claras se posicionam no sentido oposto, em que é o Ibovespa que influencia os investimentos dos agentes. Apesar de grande quantidade de recursos internacionais, a racionalidade dos agentes é mantida em todo o período e mesmo nos momentos turbulentos, onde esta inter-relação é mais evidente, os choques dos fluxos de capitais nos países emergentes não deixam de fazer parte também desta racionalidade financeira.

Sendo assim, pôde-se compreender o processo da evolução dos fluxos de capitais internacionais para a Bovespa identificando uma linha de fatos

determinantes. Começando pela abertura econômica brasileira e Plano Real no início dos anos 90, que aliado às medidas liberalizantes do mercado de capitais possibilitaram o ingresso de grande quantidade de investimentos estrangeiros. Mais tarde, com a adoção do câmbio flutuante e as melhorias do desempenho macroeconômico, principalmente do setor externo, o ajuste das contas públicas contribui de forma significativa para a queda do risco de se investir no Brasil, aumentando assim, os fluxos de capitais internacionais na Bovespa. Por fim, as fases de liquidez do sistema financeiro internacional determinam a disponibilidade dos agentes estrangeiros em investir e a crise financeira de 2008 provoca assim, os choques nos fluxos de capitais registrados recentemente pela Bolsa de Valores de São Paulo.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. Quarta Edição São Paulo: Editora Atlas S.A., 2001

BAEK, In-Mee. *Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment?* Journal of Asian Economics, abril de 2006, v 17, p. 363-373.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. <www.bcb.gov.br>. Acesso em: março de 2010

BANCO DA RESERVA FEDERAL DE NOVA IORQUE. <www.newyorkfed.org> Acesso em: março de 2010

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *As máscaras da vulnerabilidade externa*, Folha de São Paulo, São Paulo, 11 de abril de 2004, Caderno Dinheiro, p. B4.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. <www.bovespa.com.br>. Acesso em: março de 2010.

CARNEIRO, R. M.. *A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas*. Campinas - SP: Instituto de Economia da Unicamp, 1999. Disponível em <<http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto90.pdf>>. Acesso em: Agosto de 2009

CINTRA, M. A. M.; PRATES, Daniela Magalhães. *Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 1990*/ Marcos Antonio Macedo Cintra e Daniela Magalhães Prates – São Paulo: Instituto Rosa Luxemburg Stiftung, 2004. Disponível em: <http://www.rls.org.br/publicue/media/Controle_Cintra_Prates.pdf> Acesso em junho de 2009

EXAME. *Fusão Bovespa BM&F cria 3ª maior bolsa do mundo*. Portal Exame. <<http://portalexame.abril.com.br/ae/economia/m0155410.html>>. Acesso em: abril de 2010.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 10ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

FRANZEN, André. Determinantes do Fluxo de Investimento de Portfólio para o Mercado Acionário Brasileiro / André Franzen – Florianópolis: UFSC, 2007.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 1997.

GOLDFAJN, I. Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública é Sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil n. 25*. Banco Central do Brasil, 2002

HOLLAND, M.; VERÍSSIMO, M. Liberalização da Conta de Capital e Fluxos de Portfólio para o Brasil no Período 1995-2002. XXXII Encontro Nacional da ANPEC, 2004. Disponível em <www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A069.pdf>. Acesso em: junho de 2009

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: março de 2010.

JPMORGAN CHASE & CO. <www.jpmorganchase.com> Acesso em: março de 2010

KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. Sexta Edição São Paulo: Editora Atlas S.A., 1992.

MARCANTONIO, Roberto. Os fluxos de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes, entre 1994 e 2002. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 32, n. 1, p. 221-242, 2004.

MEURER, Roberto. Fluxo de capital estrangeiro e desempenho do Ibovespa/ Roberto Meurer. *Revista Brasileira de Finanças*: Rio de Janeiro, 2006, v.4, n. 1, p. 345-361.

MIGUEL, P. P. *Paridade de Juros, Fluxos de Capitais e Eficiência do Mercado de Câmbio no Brasil: Evidência dos Anos 90*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, 2001. 23º Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro.

NUNES, M. S.; COSTA JR, Newton C A da; MEURER, Roberto. *A Relação entre o Mercado de Ações e as Variáveis Macroeconômicas: Uma Análise Econométrica para o Brasil*. Revista Brasileira de Economia, v. 59, p. 585-607, 2005.

PRATES, D. M.; FARHI, Maryse. *A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real*. Campinas - SP: Instituto de Economia da Unicamp, 2009

RC CONSULTORES. *País pode receber até US\$ 380 bi, prevê RC Consultores*. Portal Exame. <<http://portalexame.abril.com.br/ae/financas/m0160831.html>>. Acesso em: maio de 2008

REIS, Luciana dos Anjos. *Retorno de ações e fluxo de investimento estrangeiro no Brasil*// Luciana dos Anjos Reis – Florianópolis: UFSC, 2007.

ROGERS, Pablo. *Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil*// Pablo Rogers Silva – Uberlândia. Universidade Federal de Uberlândia, 2006.

SOIHET, Elena. *Índice de controle de capitais: uma análise da legislação e dos determinantes de fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000*// Elena Soihet – Rio de Janeiro. Fundação Getúlio Vargas, 2002

TABAK, B. *The Random Walk Hypothesis and the Behavior of Foreign Capital Portfolio Flows: the Brazilian Stock Market Case*. Banco Central do Brasil: Trabalho para discussão n 58, 2002.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Mercado de capitais brasileiro - uma introdução*. 1. ed. São Paulo: Thomson, 2006. v. 1. 140 p.

VIEIRA, E. R.. CORRÊA, V. P. *Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes*. In: VII Encontro Regional de Economia da Anpec, 2002, FORTALEZA.

VIEIRA, F. V.. *Endividamento Público e Impactos sobre os Fluxos de Capitais, Risco-País e Diferencial de Juros no Brasil: Modelo VAR e Testes de Causalidade*. Análise Econômica: Porto Alegre, 2004, UFRGS, V. 22, p-129-148

ANEXOS

ANEXO A - Taxa de juros básica dos Estados Unidos

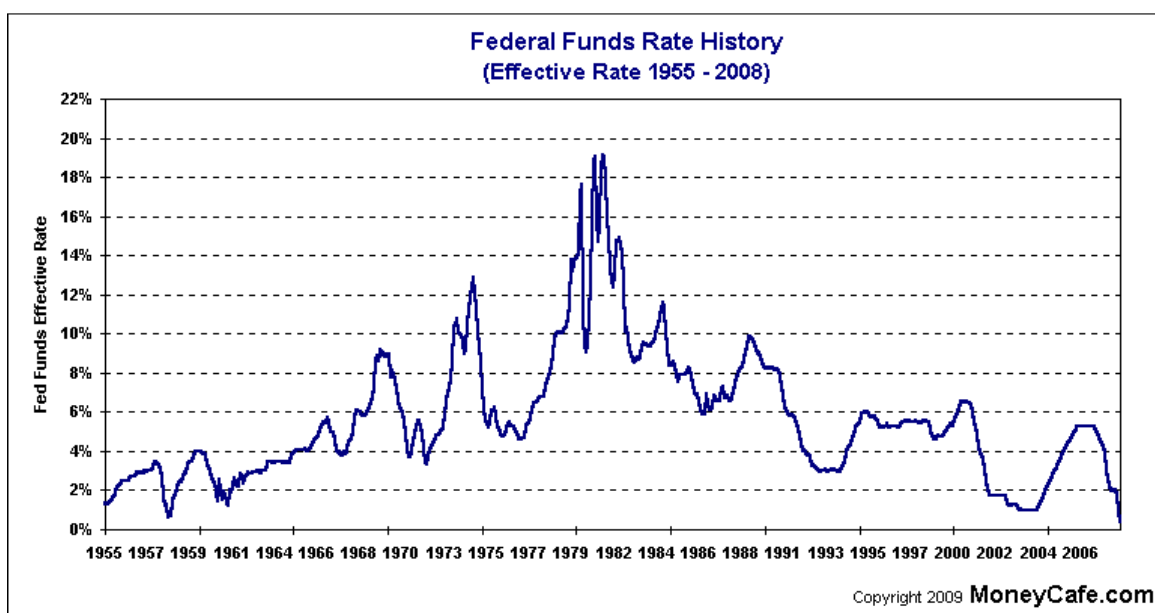


Figura X: Taxa de juros básica da economia dos Estados Unidos, *Federal Funds* (FED Funds), de 1955 a 2008.

Fonte: Banco da Reserva Federal Dos Estados Unidos. Elaboração: Moneycafe.com

ANEXO B – Análises de correlação

Coeficientes de Correlação	<i>Período Total</i>		
Fluxo X Ibovespa	0,186065		
Fluxo X Taxa de Juros	0,092933		
Fluxo X Diferença Taxa de Juros	0,102581		
Fluxo X Câmbio	-0,08213		
Fluxo X Risco País	-0,16215		
Outros Períodos			
Fluxo X Ibovespa	1996-2002	2002-2009	
	0,049592	0,231761	
Fluxo X Taxa de Juros	1999-2009	2003-2007	
	0,12521	0,9534	
Fluxo X Diferença Taxa de Juros		2003-2007	
		0,880031	
Fluxo X Câmbio	1996-2002	2002-2009	
	-0,31962	-0,14741	
Ibovespa X Câmbio	1999-2009	2002-2009	1996-1999
	-0,5472	-0,95077	0,918776
Fluxo X Risco País	2001-2003	2007-2009	
	-0,92382	-0,84902	

4.2 Fluxos de investimento estrangeiro na Bovespa X Ibovespa

	Ibovespa	Fluxo			
1996	7.039	3.379,8	<i>1996-2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
1997	10.196	522,8	Coluna 1	1	
1998	6.784	(2.621,3)	Coluna 2	0,186065	1
1999	17.091	2.231,7			
2000	15.259	(2.225,0)	<i>1996-2002</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2001	13.577	815,7	Coluna 1	1	
2002	11.268	(1.443,2)	Coluna 2	0,049592	1
2003	22.236	7.495,0			
2004	26.196	1.803,5	<i>2002-2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2005	33.455	5.860,8	Coluna 1	1	
2006	44.473	1.752,4	Coluna 2	0,231761	1
2007	63.886	(4.235,6)			
2008	37.550	(24.629,7)			
2009	68.588	20.596,6			

4.5 Fluxos de investimento estrangeiro na Bovespa X Risco-País

	Fluxo	EMBI+Brasil			
2001	815,7	862	<i>2001-2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2002	(1.443,2)	1445	Coluna 1	1	
2003	7.495,0	473	Coluna 2	-0,16215	1
2004	1.803,5	378			
2005	5.860,8	306	<i>2001-2003</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2006	1.752,4	193	Coluna 1	1	
2007	(4.235,6)	215	Coluna 2	-0,92382	1
2008	(24.629,7)	425			
2009	20.596,6	196	<i>2007-2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
			Coluna 1	1	
			Coluna 2	-0,84902	1

4.3 Fluxos de investimento estrangeiro na Bovespa X Taxa de Câmbio

	Câmbio	Fluxo	Análise de Correlação		
1996	1,0386	3.379,8	<i>1996-2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
1997	1,1156	522,8	Coluna 1	1	
1998	1,2079	(2.621,3)	Coluna 2	-0,08213	1
1999	1,7882	2.231,7			
2000	1,9546	(2.225,0)	<i>1996-2002</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2001	2,3196	815,7	Coluna 1	1	
2002	3,5325	(1.443,2)	Coluna 2	-0,31962	1
2003	2,8884	7.495,0			
2004	2,6536	1.803,5	<i>2002-2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2005	2,3399	5.860,8	Coluna 1	1	
2006	2,1372	1.752,4	Coluna 2	-0,14741	1
2007	1,7705	(4.235,6)			
2008	2,3362	(24.629,7)			
2009	1,7404	20.596,6			

Ibovespa X Câmbio

	Câmbio	Ibovespa	Análise de Correlação		
1996	1,0386	7.039	<i>1999-</i>		
1997	1,1156	10.196	<i>2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
1998	1,2079	6.784	Coluna 1	1	
1999	1,7882	17.091	Coluna 2	-0,5472	1
2000	1,9546	15.259			
2001	2,3196	13.577	<i>2002-</i>		
2002	3,5325	11.268	<i>2009</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2003	2,8884	22.236	Coluna 1	1	
2004	2,6536	26.196	Coluna 2	-0,95077	1
2005	2,3399	33.455			
2006	2,1372	44.473	<i>1996-</i>		
2007	1,7705	63.886	<i>1999</i>	<i>Coluna 1</i>	<i>Coluna 2</i>
2008	2,3362	37.550	Coluna 1	1	
2009	1,7404	68.588	Coluna 2	0,918776	1

4.4 Fluxos de investimento estrangeiro na Bovespa X Taxa de juros - Selic

	SELIC	Fluxo	Análise de Correlação		
			1996-2009	Coluna 1	Coluna 2
1996	24,41257	3.379,8	Coluna 1	1	
1997	22,76034	522,8	Coluna 2	0,092933	1
1998	24,33335	(2.621,3)			
1999	24,76438	2.231,7			
2000	17,60314	(2.225,0)	1999-2009	Coluna 1	Coluna 2
2001	17,45822	815,7	Coluna 1	1	
2002	19,22055	(1.443,2)	Coluna 2	0,12521	1
2003	23,5137	7.495,0			
2004	16,37773	1.803,5	2003-2007	Coluna 1	Coluna 2
2005	19,13699	5.860,8	Coluna 1	1	
2006	15,31575	1.752,4	Coluna 2	0,9534	1
2007	12,03255	(4.235,6)			
2008	12,45014	(24.629,7)			
2009	10,13356	20.596,6			

Fluxos de investimento estrangeiro na Bovespa X Diferença taxa de juros

	SELIC	FED	Diferença	Fluxo	Análise de Correlação		
					1996-2009	Coluna 1	Coluna 2
1996	24,41	5,25	19,16	3.379,8	Coluna 1	1	
1997	22,76	5,5	17,26	522,8	Coluna 2	0,102581	1
1998	24,33	4,75	19,58	(2.621,3)			
1999	24,76	5,25	19,51	2.231,7			
2000	17,6	6,25	11,35	(2.225,0)	2003-2007	Coluna 1	Coluna 2
2001	17,46	1,75	15,71	815,7	Coluna 1	1	
2002	19,22	1,25	17,97	(1.443,2)	Coluna 2	0,880031	1
2003	23,51	1	22,51	7.495,0			
2004	16,38	2,25	14,13	1.803,5			
2005	19,14	4,25	14,89	5.860,8			
2006	15,32	5,25	10,07	1.752,4			
2007	12,03	4,25	7,78	(4.235,6)			
2008	12,45	0,25	12,2	(24.629,7)			
2009	10,13	0,25	9,88	20.596,6			