

1. INTRODUÇÃO

O financiamento à atividade produtiva no Brasil continua sendo um dos principais obstáculos ao crescimento das empresas e do país.

No Brasil, o sistema financeiro nacional sempre se caracterizou por sua fragilidade e incapacidade de financiar projetos de longo prazo. Essa fragilidade, no entanto, acabou sendo amenizada, entre os anos 1960 e 1980, por um padrão de financiamento definido por uma combinação entre o autofinanciamento por parte das empresas, o crédito público e o endividamento externo. A crise da dívida externa, contudo, praticamente eliminou o endividamento externo como opção de financiamento ao investimento. Com relação ao crédito público, a crise fiscal do Estado e, portanto, sua restrita capacidade de investimento, terminou por reduzir consideravelmente o alcance desse tipo de financiamento. Nos anos 1990, embora o autofinanciamento tenha se mantido como a principal alternativa de financiamento ao investimento produtivo, o surgimento de um novo ambiente econômico e institucional que se criou ao longo da década de 1990 impôs novas restrições a um padrão de financiamento já em declínio.

Até os anos 1980, a combinação do processo de industrialização voltada para dentro, com estruturas oligopolísticas de mercado e inflação elevada, permitiram que algumas das grandes empresas brasileiras atuassem como *price makers* dos produtos, operando com uma margem de lucro suficiente para garantir a manutenção do autofinanciamento. Ao longo da década de 1990, no entanto, a estabilização monetária e a abertura econômica tornaram as grandes empresas brasileiras *price takers*. Uma vez que o mercado internacional passa então a estabelecer o preço, as empresas que operam no Brasil precisam controlar custos e aceitar margens de lucro ajustáveis ao preço determinado pelo mercado, reduzindo, conseqüentemente, suas margens de lucro. A redução do volume do lucro retido implica num constrangimento ao autofinanciamento como opção de financiamento para o investimento (COSTA, 1997).

Assim, se nos anos 1980 ocorreu o esgotamento do padrão de financiamento, devido à crise da dívida externa e à crise fiscal, as mudanças que ocorrem ao longo dos anos 1990 consolidam a ruptura desse padrão de financiamento, pois restringe a atuação do último pilar de sustentação do padrão de financiamento anterior, uma vez que o crescimento das empresas encontra-se atualmente limitado a sua capacidade de autofinanciamento e à oferta de crédito público. De fato, segundo BIELSCHOWSKY et al. (2002), o crédito público

continua sendo a principal alternativa de financiamento de terceiros para as empresas brasileiras.

Neste contexto, a busca de alternativas à questão do financiamento se torna crucial para a retomada do crescimento.

Por outro lado, nos anos 1990, a abertura financeira possibilitou a integração do sistema financeiro doméstico ao sistema financeiro internacional, permitindo a entrada dos investimentos de *portfolios* nos mercados de capitais domésticos e a colocação de títulos e ações de empresas nacionais no mercado internacional. A abertura financeira permitiu também que bancos estrangeiros pudessem operar nos mercados nacionais. Além disso, a prática da securitização não implica apenas na possibilidade de empresas e bancos captarem recursos no exterior, através da colocação direta de seus títulos; além dessa possibilidade de financiamento direto das empresas, o mercado secundário que deriva das inovações originárias das operações de securitização poderia dinamizar o mercado de capitais locais. A entrada dos investidores internacionais no sistema financeiro doméstico também poderia estimular a criação de instrumentos e instituições que fortalecessem um mercado de capitais que ofertasse títulos de diferentes espécies, com distintos graus de rentabilidade, risco e liquidez. Dessa forma, a abertura financeira poderia contribuir para desenvolver o sistema financeiro brasileiro de forma a adequá-lo às necessidades de financiamento de longo prazo do país e capaz de substituir o modelo de financiamento em crise do período anterior.

O objetivo do artigo é, portanto, analisar se a integração financeira do país, refletida na abertura financeira, foi capaz de gerar alterações no sistema de financiamento interno de forma a fornecer ao país oportunidades de captação de recursos de longo prazo e até mesmo consolidar novos arranjos institucionais baseados na expansão do mercado de capitais e na securitização (tendências dominantes na atual dinâmica do sistema financeiro internacional), capazes de financiar o crescimento da economia brasileira ao longo da década de 1990.

2. A DIVERSIFICAÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS QUE RETORNAM AO PAÍS NA DÉCADA DE 1990

Durante as décadas de 1960 e 1970, a maior parte do capital externo voluntário que ingressava no país decorria dos empréstimos bancários privados, garantindo, assim, a homogeneização dos fluxos de capitais externos voluntários.

Nos anos 1990, contudo, os fluxos de empréstimos bancários sindicalizados tornaram-se inexpressivos, ao mesmo tempo em que surgiram novas categorias de fluxos financeiros que entram no país, mais condizentes com a nova dinâmica financeira internacional¹. O Banco Central, ao longo dos anos 1990, classificou, para fins de registro, a entrada de capital externo voluntário em três modalidades diferentes: investimento direto, investimento de *portfólio* e empréstimos em moeda.. A diversificação dos fluxos internacionais de capital necessita, portanto, de uma definição precisa quanto às formas que tais fluxos assumem.

Primeiramente, por empréstimos de moeda entende-se principalmente a emissão, por parte dos agentes domésticos, de *securities* (títulos de renda fixa ou variável que podem ser negociados no mercado secundário) no mercado financeiro internacional. Seguindo a metodologia do Banco Central, os fluxos de investimento de *portofolio* correspondem tanto aos capitais estrangeiros que são aplicados no mercado financeiro doméstico (mediante a aquisição de títulos emitidos por residentes), e de capitais aplicados em *depository receipts* - certificados representativos de ações de empresas nacionais negociadas em bolsas no exterior. Já os investimentos diretos² “referem-se aos capitais externos internalizados com o objetivo de estabelecer o controle sobre uma unidade produtiva/financeira doméstica, o qual pode ser entendido como um elevado grau de influência sobre os aspectos gerenciais e de remuneração do investimento” (AURÉLIO, 1999; p.4).

Cada uma das modalidades acima, no entanto, contrariamente a homogeneização do capital de empréstimo bancário (padrão anterior), possui características bastante distintas entre si, com implicações e condicionantes também distintos. No entanto, é importante observar que o diferencial entre taxa de juros interna e externa é o condicionante comum por trás da atração de cada uma dessas categorias de capital ao país. De fato, o impulso decisivo para o ingresso de recursos privados ao Brasil aconteceu após outubro de 1991, com a desvalorização de 14,14% do cruzado novo e a subida brutal da taxa de juros interna. Segundo MEYER, 1993, p.41:

¹ Sobre as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, ver ARIENTI, 1999.

² Ressalta-se que, embora os investimentos diretos estrangeiros possam ter um papel relevante na ampliação do capital produtivo, esses recursos, a princípio, não geram impacto nos mecanismos de financiamento interno e, portanto, não serão objeto de análise do artigo. É claro que grande parte dos IDE direcionaram-se às fusões e aquisições de bancos domésticos por parte dos bancos estrangeiros, mas essa questão será abordada dentro da análise das mudanças do setor bancário doméstico a partir da abertura financeira.

Depois da midi-desvalorização do cruzeiro, a consolidação da nova política monetária de juros altos sinalizava *ex- ante* um período de substancial diferencial positivo entre as taxas de juros domésticas e externas. O diferencial efetivamente observado atingiu seu ápice em janeiro de 1992, quando a taxa de juros interna dos certificados de depósitos interbancários, deflacionada pela variação da taxa de câmbio, alcançou em termos anualizados 69%, contra uma taxa de juros externa para aplicações em dólares de apenas 4,1% ao ano. (...) Com diferenciais desta magnitude; um número crescente de instituições brasileiras voltou-se para o mercado internacional de capitais. Títulos brasileiros lançados no exterior, notadamente *bonus e notes*, pagavam um diferencial positivo expressivo em relação às taxas de juros de títulos comparáveis do Tesouro norte-americano.

Se, por um lado, o diferencial de taxas de juros estimula a captação externa, permitindo uma margem de repasse considerável, por outro lado, é exatamente este elevado diferencial entre a taxa de juros que atrai os investidores internacionais que entram no país através do investimento de *portfolio*. Segundo GONÇALVES (1996; p.146):

Levando-se em consideração todo o período de janeiro de 1992 a junho de 1994, verifica-se que a taxa média (anualizada) de juro interno foi de 8,21 vezes a taxa de juro internacional. Isto é, o investidor estrangeiro ganhava no Brasil em 6 semanas e meia o que ganharia em aplicação no mercado financeiro internacional durante todo um ano!

Dadas essas diferenças, uma análise sobre o retorno dos capitais externos ao país que considere os fluxos de capitais como um todo, indistintamente, inevitavelmente direciona o foco da atenção para questões relacionados ao volume de recursos, aos prazos de permanência no país (curto ou longo prazo), ao seu destino (investimentos diretos destinam-se à produção enquanto que o investimento de *portfolio* é mais especulativo) e a seus impactos macroeconômicos. Sem desconsiderar a importância dessas questões, o objetivo do artigo é avaliar as mudanças qualitativas no que diz respeito ao comportamento das diferentes modalidades de capital que entram no país e seus impactos sobre a possibilidade de se construir um novo modelo de financiamento de investimento para as empresas no país. Dessa forma, embora os impactos macroeconômicos da abertura possuam um papel fundamental para a explicação das inconsistências de uma integração financeira entre parceiros desiguais (STUDART, 2001), o artigo irá se concentrar principalmente nos impactos que esses fluxos de capitais tiveram no sistema financeiro doméstico como um todo, com foco em dois aspectos distintos da abertura financeira, mas com relevantes impactos sobre o mercado financeiro brasileiro:

1. Primeiramente serão tratados, especificamente, da captação de recursos através da colocação de títulos nos mercados financeiros internacionais (securitização) e da entrada de capital externo no sistema financeiro doméstico através do investimento de *portfolio*. Dessa forma, o trabalho busca averiguar se o retorno dos fluxos de capitais externos permitiu o surgimento de novos arranjos financeiros, baseados nas novas tendências internacionais (mercado de capitais e securitização).

2. Considerando que abertura financeira também implicou na permissão para que instituições financeiras internacionais pudessem operar no país, pretende-se averiguar também o impacto que a internacionalização do sistema bancário teve sobre o financiamento produtivo através das condições de oferta do crédito. Ou seja, a internacionalização do sistema bancário foi capaz de alterar as condições da oferta de crédito no mercado brasileiro?

3. A ABERTURA FINANCEIRA

Segundo AKYUZ (1993), o grau de abertura financeira é determinado tanto pela facilidade com a qual os residentes de um determinado país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira, como pela facilidade dos não residentes em operar nos mercados domésticos, incluindo o acesso ao mercado por parte de bancos estrangeiros. Assim, é possível distinguir três níveis de abertura financeira:

- O nível 1 de abertura permite aos residentes tomarem empréstado no mercado internacional, por razões além das do comércio internacional.
- O nível 2 de abertura permite que os residentes transfiram capital e tenham ativos financeiros no exterior, assim como que os não residentes possam fazer o mesmo no mercado doméstico.
- O nível 3 de abertura permite que os residentes tenham relações de débito e crédito denominadas em moedas estrangeiras.

A abertura financeira do Brasil na década de 90 permitiu não apenas a entrada no país dos fluxos de capitais em suas diferentes modalidades, como também permitiu que as instituições financeiras estrangeiras pudessem operar dentro do sistema financeiro doméstico. Dessa forma, diferentemente do que ocorreu em outros países³, a abertura financeira no Brasil ocorreu nos níveis 1 e 2, apenas, mas a magnitude da entrada de

³ A Argentina, por exemplo, que chegou até o nível 3.

recursos financeiros externos, associada ao perfil de cada modalidade de recursos financeiros que entram no país tem sido capaz de provocar mudanças nas estruturas financeiras domésticas.

3.1. O nível 1 de abertura – empréstimos em moeda:

O nível 1 de abertura implicou na permissão a que empresas e bancos brasileiros pudessem captar recursos no exterior através da colocação de seus títulos diretamente no mercado financeiro internacional. Os empréstimos em moeda referem-se aos recursos captados no mercado internacional através da emissão de *securities*. A securitização implica na captação direta de recursos por parte dos agentes econômicos (Estados, instituições financeiras e empresas) através da colocação de papéis próprios. Essa modalidade de captação externa (empréstimo em moedas através da colocação de títulos de dívida direta no mercado financeiro) tem a particularidade de ser um tipo de captação que está diretamente relacionada às recentes transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, representando, dessa forma, a reinserção do país no novo padrão de financiamento externo das economias. Observa-se, no entanto, que das três modalidades de fluxos de capitais ressaltadas acima, está é a categoria que, por excelência, implica endividamento externo do país.

A fim de viabilizar a captação de recursos pela nova modalidade de crédito, o marco regulatório doméstico foi adequado ao novo modelo de financiamento internacional baseado na securitização das dívidas e no incremento do mercado de capitais. "Nesse modelo surgiram novos instrumentos financeiros, tais como títulos e debêntures conversíveis em ações, empréstimos conversíveis em títulos, títulos de dívida estruturados com instrumentos derivativos, etc." (PRATES & FREITAS, 1999). O surgimento dessas inovações financeiras dentro do mercado de *securities* contribuiu para a formação de um mercado secundário por esses títulos. Nesse sentido, a captação de recursos através da securitização poderia contribuir também para a consolidação de um mercado de capitais no país.

A utilização do mecanismo de securitização, tão aos moldes do mercado de capitais, abre de fato uma nova fonte de financiamento às empresas nacionais. Dentro de um mercado financeiro modernizado e inserido no sistema financeiro internacional, a captação de recursos através da emissão de *securities* no exterior constitui-se numa opção de

financiamento para as empresas nos moldes das novas transformações do sistema financeiro internacional.

De fato, a reinserção do país no sistema financeiro internacional aumentou o endividamento das empresas privadas em moeda estrangeira ao longo da década de 1990. A crescente captação de recursos externos, através da emissão de títulos da dívida direta nos mercados financeiros internacionais, foi responsável pelo ajuste na estrutura de financiamento das grandes empresas em direção ao crescimento da participação dos recursos de terceiros na composição do financiamento das empresas brasileiras. Segundo PEREIRA (2001), o grau de endividamento das grandes empresas privadas no Brasil passa de 37,9% em 1991 para 48,7% em 1998.

MOREIRA & PUGA (2000), ao analisarem a estrutura de financiamento das firmas não financeiras brasileiras, concluíram que embora as empresas brasileiras ainda dependessem fortemente da geração de recursos internos para financiar seu crescimento, no período entre 1993 a 1999 houve um crescimento significativo de emissões de títulos no exterior pelo setor privado não financeiro (embora esse crescimento não tenha sido monotônico), que passou de US\$ 2.747 milhões em 1993, chegando ao pico de US\$ 24.201 milhões em 1998 e caindo para US\$ 11.051 milhões em 1999.

As razões para o aumento do endividamento das empresas⁴ estão não apenas nas alterações nas condições da oferta de recursos externos disponíveis para os países em desenvolvimento e no surgimento das inovações financeiras (decorrentes do novo cenário financeiro internacional), mas também nos fatores internos que afetaram a macroeconomia brasileira ao longo da década de 90.

Durante os anos 1980, num contexto de alta inflação, racionamento do crédito externo e retração do produto industrial, as grandes empresas no Brasil foram capazes de preservar sua margem de rentabilidade através da combinação de elevados *mark ups* com intensa redução do uso de fundos de terceiros no seu esquema de financiamento, ampliando a margem de autofinanciamento. A tendência em direção à redução do grau de

⁴ É importante ressaltar que o processo de aumento do grau de endividamento em moeda estrangeira não se refere apenas às grandes empresas industriais privadas. No início dos anos 1990, as principais empresas tomadoras de recursos eram as estatais e filiais estrangeiras, que aproveitaram a liquidez internacional e os elevados níveis de diferencial de juros internos e externos e começaram a lançar títulos no exterior.

endividamento ao longo dos anos 1980, levou as grandes empresas privadas a um processo de reestruturação financeira⁵. Dessa forma, no início dos anos 90, o setor privado brasileiro já apresentava uma intensa redução do uso de fundos de terceiros na sua composição de financiamento, tornando-se apto a lançar-se na captação de recursos externos via crédito securitizado.

A política de elevação das taxas de juros reais internas viabilizou o aumento dos empréstimos externos e reforçou a tendência pró-endividamento do início da década de 90, uma vez que tornou os recursos internos mais caros e escassos. Num contexto de baixas taxas de juros externas, tornou-se expressivo o diferencial do custo de captação externa de financiamento. Em abril de 1997, o custo de captação de recursos interno para capital de giro (através do sistema bancário) era de 34%, enquanto que o custo da captação externa através da emissão de *euronotes*, também em abril de 1997, era de 12,1% a 14,5%, mais o risco cambial. (BIELSCHOWSKY *et al.*, 2002, p.209).

A abertura comercial do início dos anos 1990 também desempenhou um papel fundamental nesse processo de retomada do endividamento nos mercados financeiros internacionais através da securtização, uma vez que, a partir de então, as empresas encontraram menos espaço para praticar elevados *mark ups*.

O fator decisivo para a consolidação da tendência de retomada do endividamento foi, no entanto, a estabilização da moeda adquirida após o Plano Real em 1994. A combinação de abertura comercial com estabilização de preços, após 1994, restringiu acentuadamente a margem de autofinanciamento das empresas industriais através da imposição da redução dos *mark ups* praticados. “Os índices de *mark ups* industriais transitaram de um valor médio de 113,8, em 1990, para (...) a marca de 93,2 em 1996, em virtude da combinação de liberalização comercial e estabilização com câmbio apreciado” (PEREIRA, 2001; p.96).

Finalmente, deve-se ressaltar que a adoção de uma política cambial que sinalizava com a redução dos riscos para empréstimos externos, uma vez que era capaz de fornecer previsibilidade à taxa de câmbio nominal, também operou como força indutora para que os tomadores de primeira linha pudessem retornar aos mercados financeiros internacionais. Dessa forma, a mudança do regime cambial ocorrida em janeiro de 1999 desmontou um

⁵ Sobre o processo de reestruturação financeira das empresas brasileiras após a crise da dívida externa, ver ALMEIDA (1988).

dos alicerces de sustentação das políticas de estímulo ao endividamento em moeda estrangeira, devido ao aumento do risco cambial.

Considerando-se os coeficientes de investimento do Brasil para a década de 1990 e principalmente para os primeiros anos da década, exposto na tabela 1, deve-se ressaltar que, embora tenha havido um modesto crescimento do coeficiente de investimento a partir de 1994, não há nenhum indício de que o aumento do grau de endividamento das empresas tenha se originado da necessidade de financiamento da expansão do investimento produtivo. Os dados sugerem que a busca de fundos externos pode ter financiado a expansão do capital de giro e a retomada gradual do miniciclo de investimentos em modernização⁶.

TABELA 1 – TAXAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DO PIB, DA FBKF
E DO COEFICIENTE DE INVESTIMENTO NO BRASIL: 1990-2000

Período	1990/92 ⁽¹⁾	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
FBKF/PIB(%)	14,9	14,4	15,2	16,7	16,5	18,1	17,7	16,3	15,8

FONTE: BIELSCHOWSKY et al. (2002)

NOTA: Os dados são apresentados a preços constantes de 1980.

(1) Médias

Essa constatação nos leva a acreditar que o aumento do endividamento das empresas não reflete uma necessidade de financiamento de novos investimentos produtivos, mas antes, um cenário macroeconômico bastante propício, *até a desvalorização cambial no início dos anos 90*, para que as empresas buscassem recursos nos mercados financeiros internacionais.

Conclui-se, dessa forma, que, principalmente a partir de 1994, a expansão do endividamento em moeda estrangeira relacionou-se ao esforço de recomposição dos patamares de rentabilidade das grandes empresas no Brasil, que, num contexto de abertura econômica e estabilização dos preços, sofreram forte pressão restritiva nos seus *mark ups*. De fato, pela tabela 2, percebe-se que os rendimentos das grandes empresas brasileiras começaram a melhorar a partir de 1994, mantendo-se em alta até 1998.

TABELA 2 - RENDIMENTO MÉDIO REAL (JUL./94 = 100), BRASIL: 1990-1999.

Período	1990/92 ⁽¹⁾	1993/94 ⁽¹⁾	1995/97 ⁽¹⁾	1998	1999
Rendimento Real	99,3	103,5	142,67	128,7	121,6

Fonte: BIELSCHOWSKY et al., 2002. (1)-Média

⁶ Ver BIELSCHOWSKY et al., 2002

Os bancos também desempenham um papel significativo na captação de empréstimos externos, através da colocação de seus próprios papéis no mercado internacional como forma de captação de recursos.

A abertura financeira no Brasil, diferentemente de outros países tal como a Argentina, não chegou a permitir depósitos de não-residentes em moeda estrangeira. Dessa forma, o único instrumento de canalização de capitais externos pelo sistema bancário para o setor privado é o repasse de recursos captados pelos bancos através de empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior, no âmbito das Resoluções n. 63, n. 2.148, n. 2.170 e n.2.312⁷.

No que diz respeito ao destino destes recursos, PRATES & FREITAS (1998; p.88), partindo das estimativas feitas pelos principais bancos repassadores de recursos externos afirma que:

80% dos repasses através da Resolução n. 63 foram utilizados para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial. (...) O custo das linhas de crédito dessa Resolução, que depende do porte da empresa, situou-se numa faixa de 20% a 35% ao ano, mais correção cambial. Como o custo total para os bancos ficou em torno de 11% no período considerado, o ganho financeiro obtido nessas operações foi expressivo. Os bancos captaram recursos com prazo de, no mínimo, dois anos e repassaram a diversos prazos – que variaram de trinta dias a três anos, mas a maior parte ficou em torno de noventa dias – e diferentes tomadores finais.

Mais importante ainda, frequentemente ocorreram operações de arbitragem com os títulos, uma vez que, “enquanto os recursos não eram emprestados, os bancos aplicavam-nos no mercado interbancário ou em NTN-cambiais, quando permitido pela legislação” (PRATES & FREITAS; 1998, p. 89).

⁷ A Resolução 63 (21/8/67) é o instrumento mais antigo de repasse de recursos externos pelos bancos; contudo, a colocação de títulos no exterior por parte das instituições financeiras com o objetivo de captar recursos externos no âmbito da Resolução 63 só foi autorizada em meados de 1991. Os empréstimos realizados no âmbito dessa resolução podem ser direcionados apenas para pessoas jurídicas e canalizadas para operações de capital de giro, *leasing*, financiamentos de exportações e importações de bens de capital. As Resoluções n. 2148 (16/03/95) e n. 2170 (30/6/96) permitem a captação de recursos externos pelos bancos destinados ao repasse, tanto a pessoas físicas como jurídicas, para o financiamento agrícola e imobiliário, respectivamente. Já a Resolução n. 2312 (5/9/96) é destinada à captação de recursos externos para repasses a empresas exportadoras.

De acordo com PRATES & FREITAS (1999), um considerável volume de recursos também foi captado através da Resolução n. 2.148, a qual regulamenta os financiamentos ao setor rural. Esses recursos, no entanto, “não foram repassados na totalidade para a agricultura, pois essa Resolução foi utilizada, principalmente em 1997, nas operações de arbitragem com títulos cambiais” (p.88). No que diz respeito às Resoluções n. 2.170 e n.2.312, “as captações e, conseqüentemente, os repasses ao setor imobiliário e às empresas exportadoras foram insignificantes” (p.88).

Assim, a captação de volume expressivo de recursos externos não refletiu, entretanto, em mudança substancial na composição do *funding* fornecido pelo sistema bancário doméstico, nem no que diz respeito aos prazos nem aos custos. Devido às possibilidades de arbitragem de juros (dado o diferencial entre juros externo e interno), o endividamento externo foi direcionado, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente para papéis indexados à variação cambial (PRATES & FREITAS, 1999).

3.2. O nível 2 de abertura – investimento de *portfólio*:

Se o nível 1 da abertura permitiu que agentes domésticos pudessem transacionar no mercado financeiro internacional, o nível 2 da abertura reduziu, de forma significativa, as barreiras até então existentes a que os investidores internacionais pudessem fazer transações no mercado financeiro doméstico, abrindo o país aos investimentos de *portfólio*. Dessa forma, a entrada do investimento de *portfólio* no país tem um impacto direto no mercado financeiro doméstico.

No que diz respeito aos condicionantes da entrada do investimento de *portfólio*, esses são capitais altamente especulativos e que dependem de um nível atrativo de taxa de juros interna (para o caso de títulos de renda fixa) e a existência de oportunidades de elevada rentabilidade dos ativos financeiros domésticos (assim como as privatização e as empresas subvalorizadas). O comportamento volátil desses capitais, entretanto, põe em evidência os riscos associados à participação de estrangeiros no mercado financeiro doméstico.

O desenvolvimento na dinâmica financeira de mecanismos de proteção ao risco envolvido na atividade financeira, junto com a extrema volatilidade do investimento de *portfólio*, associados ao baixo rendimento obtido pelos ativos financeiros nos países desenvolvidos, possibilitaram que, ao final dos anos 1980, os investidores institucionais

adotassem uma estratégia de diversificação internacional de *portfolios* mais ousada, lançando-se nos mercados emergentes. De fato, “o montante dos investimentos de *portfolio* em ações dirigido para a América Latina apresentou crescimento contínuo a partir de 1989. Esses investimentos foram direcionados principalmente aos mercados secundários de ações e corresponderam a dois terços dos fluxos internacionais de capitais para a região no período 1989-93” (PRATES, 1999b; p.44). De fato, no caso do Brasil, o Anexo IV se constituiu na modalidade mais importante de investimento estrangeiro de *portfolio* no país e, dentro do Anexo IV, o investimento em ações tornou-se a principal opção dos investidores estrangeiros.

O mercado acionário brasileiro foi, portanto, profundamente alterado pela substancial entrada de investimento de *portfolio*, a partir do início dos anos 1990. A tabela 3 indica que a partir de 1992, houve um aquecimento dos negócios das bolsas de valores no país decorrente do aumento da participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa, que passou de 16% no segundo semestre de 1991 para 29,4% em 1995. A partir de 1996, houve uma pequena redução na participação desses investidores.

TABELA 3 – PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NA BOVESPA – 1993-1998.

Anos	1993	1994	1995	1996	1997	Jun/98
(%) ⁽¹⁾	16,0	21,4	29,4	28,6	25,9	23,4

FONTE: BOVESPA, revista mensal, vários números.

NOTA: (1) Dados do final do período.

O crescimento continuado dos volumes negociados na Bovespa, proporcionado pela entrada de capitais externos, provocou uma mudança qualitativa nessa praça.

O Índice Bovespa (Ibovespa), que é um indicador da evolução das cotações dos papéis negociados, também foi afetado. O aumento do volume de negócios na BOVESPA fez com que, de dezembro de 1990 a julho de 1997, o índice Bovespa aumentasse 2.400% em dólar, “a maior alta dentre todas as bolsas do mundo” (PRATES, 1999b; p.45).

Por outro lado, houve também um aumento considerável na volatilidade⁸ desse índice ao longo do período. De fato, se considerarmos que, por um lado, os recursos negociados pelos investidores estrangeiros no mercado acionário envolvem elevadas somas de dinheiro e que, por outro lado, um dos principais atributos do investimento de *portfolio* é exatamente a possibilidade de realocação de recursos rapidamente e com menor perda de

⁸ A volatilidade indica o grau médio de variação das cotações de um título em determinado período.

capital, percebe-se que qualquer movimento de realocação dos *portfolios* dos investidores estrangeiros tem a capacidade de afetar profundamente o comportamento do Ibovespa. Deve-se ressaltar que a década de 1990 foi marcada por diversos movimentos de realocação de *portfolio* decorrentes de várias crises financeiras externas (México, Rússia, Ásia).

Além disso, o aumento considerável do volume de negócios acionários aumentou a liquidez das ações negociadas. O índice de liquidez representa um bom critério para a avaliação da importância e da qualidade do mercado acionário, uma vez que uma das funções principais desse mercado é fornecer maior liquidez aos títulos de propriedade do capital das empresas. De acordo com OLIVEIRA, CARVALHO & ALDRIGHI (1999), uma medida de liquidez bastante empregada é o *turnover*, definido como sendo a razão entre o valor das transações realizadas em determinado período e o valor de mercado das empresas que operam na bolsa. Essa relação “indica o número de vezes que uma ação média mudou de mãos em um determinado período de tempo” (p.23). Em 1998, a velocidade mensal de *turnover* da Bovespa foi de, aproximadamente, 66%, deixando-a com a 11ª melhor liquidez entre as 36 bolsas selecionadas. Segundo os autores, embora à primeira vista, possa parecer que as condições de liquidez desse mercado são bastante razoáveis, essa é uma análise enganosa. Esses números, na verdade, refletem a elevada liquidez das ações de um pequeno grupo de empresas privilegiadas. De fato, “76% do total negociado na BOVESPA correspondem a transações envolvendo ações de apenas 5% do total de empresas (...) esse grau de concentração indica que grande parte da liquidez média das ações da BOVESPA se explica pela elevada liquidez das ações de apenas 27 em 545 empresas” (OLIVEIRA, CARVALHO & ALDRIGHI, 1999; p. 24)

Observa-se, dessa forma, que, embora a maior participação de estrangeiros no total negociado no mercado de ações tenha mudado qualitativamente a Bovespa, o crescimento da movimentação de negócios se deu fundamentalmente no mercado secundário de ações, e não no mercado primário. Os dados da tabela 4 mostram que o número de empresas de capital aberto reduziu-se ao longo do período entre 1980-1999, apesar do acentuado aumento de movimentação.

TABELA 4 - NÚMERO DE EMPRESAS ABERTAS NO BRASIL: 1980-1999.

Anos	1980/84	1985/89	1990/95	1996	1997	1998	1999
nº empresas	1.075	985	850	925	946	1.047	893

FONTE: CVM, extraído de OLIVEIRA, CARVALHO & ALDRIGHI (1999).

De acordo com a tabela, embora tenha ocorrido um declínio maior no período entre 1990-95, essa tendência foi revertida depois de 1995. OLIVEIRA, CARVALHO & ALDRIGHI (1999, p.24) alertam, no entanto, que a reversão observada entre 1995 e 1998 é enganosa, pois

várias das empresas que abriram o capital posteriormente a 1994 eram; 1) empresas de *leasing* e securitização; 2) empresas estatais e consórcios ligados à privatização; e 3) empresas que abriram capital para emissão de ADRs em outros países. Quando tais empresas são expurgadas, observamos que o número de companhias abertas do setor produtivo reduziu-se em 34 no período entre 1994 e 1998.

A intensificação do processo de privatização das empresas estatais realmente contribuiu para passar uma imagem favorável com relação ao aumento da abertura de capital nas bolsas brasileiras. De acordo com as regras de privatização, tanto as empresas a serem vendidas quanto os grupos que se candidatassem a adquiri-las deveriam ser empresas de capital aberto. Dessa forma, as empresas estatais, fundamentalmente aquelas em vias de privatização, foram as principais responsáveis pelo lançamento de ações na Bovespa (SOUSA, 1998).

Conclui-se, portanto, que a entrada de investimento estrangeiro de *portfolio* no país se direcionou principalmente, para o mercado secundário de ações, o que contribuiu para a dinamização desse segmento do mercado acionário. O aumento do volume de negócios acionários no mercado secundário aumentou, conseqüentemente, a liquidez das ações negociadas. No entanto, o fato de que a maior parte desses investimentos foi destinado à compra de ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização implica que a entrada desse capital externo não contribuiu para a redução do grau de concentração dos negócios da Bovespa, uma vez que esses continuaram ao redor de poucas empresas, e empresas de primeira linha. De fato, de acordo com SOUSA (1998), em dezembro de 1997, “o valor de mercado das 536 companhias negociadas na Bovespa correspondia a US\$ 255 bilhões, composto principalmente por empresas estatais a serem privatizadas (Telebrás e Eletrobrás) ou privatizadas recentemente (CVRD, LIGHT e CSN). De acordo com a Bovespa, 59% do referido valor total de mercado referiam-se a empresas estatais” (p.112).

A existência de um mercado secundário de ações fortalecido desempenha o papel crucial de fornecer a liquidez necessária para a dinamização do mercado primário. Dessa forma, embora o capital estrangeiro tenha se direcionado à aquisição de ações no mercado secundário, a entrada desses recursos externos poderia ter, mesmo que indiretamente, um efeito significativo sobre o incremento do mercado primário de ações. Como já visto anteriormente, não foi isso que ocorreu, ou seja, a entrada de investimento estrangeiro de *portfolio* no país estimulou o mercado secundário de ações, mas o aumento da liquidez desse mercado não foi capaz de exercer efeitos positivos sobre o mercado primário.

A dinamização e o aumento da liquidez no mercado secundário, provenientes da abertura do mercado acionário aos investidores estrangeiros, não foram suficientes para transformar o mercado acionário numa opção de financiamento às empresas privadas. Como afirma PRATES (1999b), essa é uma “condição necessária, mas não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas” (p.55).

Conclui-se, portanto, que esse quadro caracterizado pela entrada de investimento estrangeiro direcionado ao mercado secundário de ações, principalmente às empresas estatais com grandes perspectivas de valorização após a privatização, associado a um pequeno volume de emissões primárias de ações, configura a natureza fundamentalmente especulativa desse segmento do capital externo que retorna ao país na década de 90.

4. A INTERNACIONALIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO

A abertura financeira no Brasil não se restringiu apenas à conta de capital do Balanço de Pagamentos, em meio a uma séria ameaça de crise no sistema bancário, permitiu-se a abertura do sistema bancário doméstico aos bancos estrangeiros, em meados da década de 1990⁹.

Os defensores da abertura do sistema financeiro às instituições estrangeiras argumentavam que a entrada dos bancos estrangeiros aumentaria a qualidade dos serviços e a concorrência bancária. Uma vez que as instituições estrangeiras trazem consigo tecnologias de gerenciamento de recursos e inovações de produtos e serviços ao mercado brasileiro, um melhor serviço a um menor preço e com maior eficiência seria oferecido.

⁹ Sobre a crise do sistema bancário após a estabilidade da moeda, ver PUGA (1999), SOARES (2001), CARVALHO et al, 2002.

Devido à concorrência, o setor bancário como um todo passaria a buscar maior eficiência operacional, o que ajudaria a reduzir os elevados custos bancários no Brasil.

A tabela 5 permite uma avaliação do grau da ampliação da participação das instituições estrangeiras no sistema bancário nacional ao longo da década de 90.

TABELA 5 PARTICIPAÇÃO EM % DOS BANCOS ESTRANGEIROS NO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL : 1994 – 1999.

Participação	Patrimônio	Depósitos	Ativos	Número de
				Agências
1994	9,57	4,58	7,16	2,01
1995	13,08	5,4	8,39	2,02
1996	10,29	4,36	9,79	2,42
1997	14,29	7,54	12,82	9,83
1998	21,86	15,14	18,38	14,91
1999	25,46	16,80	23,19	19,45

Fonte: Elaborada a partir de *Informações Fipe*, n. 239, agosto, p. 6, 2000. Dados extraídos do Banco Central do Brasil.

Com relação à ampliação do número de bancos estrangeiros no sistema bancário brasileiro, observa-se uma acentuada participação do número de agências estrangeiras no sistema bancário nacional, desde 1994 até 1999. Além disso, as aquisições de importantes instituições nacionais, a partir de 1997, explicam o acentuado aumento da participação estrangeira no patrimônio líquido do setor. A participação estrangeira nos depósitos do sistema bancário nacional também foi crescente ao longo do período, com exceção do ano de 1996. Finalmente, no que diz respeito ao ativo total do setor bancário nacional, a participação do setor estrangeiro aumentou de 7,16% 1994 para 23,19% em 1999.

Esse novo estágio da abertura financeira também tem um impacto potencial sobre o financiamento das empresas, uma vez que o aumento da concorrência decorrente da internacionalização do mercado poderia contribuir de forma a melhorar as condições de oferta de crédito aos investimentos produtivos.

A permissão para que instituições financeiras internacionais pudessem operar dentro do sistema bancário do país permitiu que vários bancos estrangeiros viessem para cá, o que acabou modernizando o setor e tornando-o mais eficiente. As modificações geradas no âmbito do mercado bancário nacional não tiveram, contudo, o impacto esperado pelos seus defensores em termos de aumento da oferta de crédito.

Observa-se que, no que diz respeito à relação crédito bancário e PIB, no período entre 1993 a 2000, houve uma queda na participação do crédito bancário em relação ao produto interno bruto brasileiro, o qual estava no patamar de 29,2% em 1993 e caiu para 26,9,7% em 2000, mesmo após a entrada dos bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico.

A tabela 6 mostra a evolução do crédito no país e permite algumas conclusões no que diz respeito do papel dos bancos privados, nacionais e estrangeiros, na oferta de crédito.

TABELA 6 - OPERAÇÕES DE CRÉDITO – MAIORES BANCOS PRIVADOS DO BRASIL⁽¹⁾ (EM R\$ MILHÕES E EM %)

	1995	1995	1999	1999
Período	R\$ Milhões	(%)	R\$ Milhões	(%)
Bancos				
estrangeiros	2.901	5,82	28.178	31,84
Bancos privados				
nacionais	46.930	94,2	60.298	68,2
TOTAL	49.831	100	88.476	100

Fonte: Tabela elaborada a partir de CARVALHO *et al.*, 2002.

Nota: (1) Bradesco, Itaú, Unibanco, Bamerindus, Real, Econômico, BCN, Sudameris, América do Sul, Banrisul, Safra, Meridional, Citibank, BBA-Creditanstalt.

De acordo com a tabela acima, percebe-se que, de fato, os bancos estrangeiros aumentaram sua oferta de crédito, que passa de 5,82 %, em 1995, para 31,2 %, em 1999. Considerando-se que em 1995, o movimento de internacionalização do sistema bancário ainda não se havia consolidado no país, pode-se perceber que realmente o aumento da oferta de crédito é condizente com o aumento da entrada de instituições estrangeiras

operando no país. No entanto, deve-se perceber que mesmo em 1999, após a redução do número de bancos nacionais (devido às fusões e incorporações) e o aumento dos bancos estrangeiros, os bancos nacionais ainda são os principais responsáveis pela oferta de crédito por parte dos bancos privados¹⁰.

De fato, Carvalho (2001) observa que bancos estrangeiros acabaram adotando uma postura mais conservadora nos momentos de crise e incerteza, postura semelhante ao comportamento dos bancos privados nacionais. A lógica dos bancos privados em momentos de instabilidade, sejam os bancos nacionais ou os estrangeiros, é a de expressar uma maior preferência pela liquidez¹¹. Dessa forma, a contrapartida da redução do crédito tem sido a expansão das aplicações em títulos públicos. Assim, parece muito significativo o fato de que o aumento dos títulos públicos em carteira no ativo dos grandes bancos múltiplos privados tenha crescido. Segundo Carvalho et al. (2002), para os bancos estrangeiros, no “biênio 1994/1994, a participação dos títulos e valores se situa acima dos 23% do total do ativo. Com a queda dos juros ao longo dos anos 1996 e 1997, a participação dos títulos e valores chega a 12%. Daí em diante, essa rubrica atinge a casa dos 28,9% em 2000” (p.65). Os bancos privados nacionais tiveram um comportamento muito semelhante, “excetuando-se aí o fato de suas aplicações em títulos terem chegado, no fim de 1994, a 12% dos ativos: reflexo da remonetização de parte da dívida pública e do aumento dos empréstimos durante o primeiro semestre do Plano Real. A partir de 1995, a tendência inverteu-se” (p.65).

Observa-se, no entanto, que, se por um lado, esse tipo de comportamento é característico da própria dinâmica bancária em período de instabilidade, por outro lado, para que os bancos sejam capazes de manter, ao mesmo tempo, rentabilidade e preferência pela liquidez, é necessário que exista a disponibilidade de instrumentos adequados a esse tipo de estratégia¹². De fato, a adoção por parte dos bancos deste tipo de estratégia

¹⁰ Não podemos esquecer que o maior ofertante de crédito do sistema bancário nacional ainda são os bancos públicos, principalmente o BNDES.

¹¹ Ressalta-se que redução da oferta de crédito, em favor do aumento das operações com títulos públicos, ocorreu apesar do Banco Central ter implementado um conjunto de medidas objetivando a redução das margens cobradas do tomador final e da busca da queda dos juros básicos da economia. Ver SOARES (2001).

¹² Soares (2001) oferece ainda uma explicação complementar do comportamento insatisfatório do crédito bancário no Brasil. O autor afirma que a adesão do Brasil ao acordo da Basiléia, em 1994, impeliu o setor bancário a aplicar em títulos públicos federais e, ao mesmo tempo, desestimulou as operações de crédito.

conservadora, baseada na redução da oferta de crédito e no aumento das operações com títulos públicos, só se viabilizou devido à política econômica executada pelo governo (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001). A própria condução da política econômica impeliu o setor bancário a aumentar suas operações com títulos públicos. Diante da necessidade de captação de recursos externos e do fracasso do governo em controlar o déficit público, o governo viu-se obrigado a manter taxas de juros reais elevadas durante todo o período. A política de juros elevada levou ao crescimento acelerado das despesas com serviços da dívida, enquanto que a entrada de recursos do exterior obrigou as autoridades monetárias a adotar uma política de esterelização, com o intuito de reduzir pressões inflacionárias. O resultado dessas opções de política econômica foi o aumento do déficit público e a necessidade de novas emissões de títulos públicos, sempre com taxas de juros elevadas.

Além disso, a partir de 1997, buscando manter a política cambial vigente, o governo passou a ofertar crescentemente títulos públicos com correção cambial. Na medida que o sistema bancário possuía parte de seu passivo dolarizado, a oferta de títulos cambiais na ocasião se efetuou justamente com o intuito de oferecer uma oportunidade de *hedge* cambial, demandada pelos investidores externos, bancos e empresas. Na verdade, “os bancos já estavam utilizando os contratos futuros de DI e dólar na BM&F para proteger os clientes contra as oscilações dos juros e taxa de câmbio. Os bancos carregaram também os títulos públicos cambiais aparentemente para se proteger da desvalorização cambial que estava por vir indubitavelmente”. (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001, p.17).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No que diz respeito ao impacto da abertura financeira no modelo de financiamento brasileiro, a abertura financeira poderia afetar a estrutura de financiamento do país mediante dois caminhos. Primeiramente, o retorno dos fluxos dos capitais externos ao país, ausentes ao longo da década de 1980, implicou num aumento da oferta de financiamentos internacionais, seja de créditos bancários de curto prazo, seja de financiamentos de longo prazo, ou mesmo capital de risco, ampliando, assim, o potencial de acumulação.

Considerando-se a natureza e a transmissão dos fluxos financeiros estrangeiros nos anos 1990, a abertura financeira, e a conseqüente integração do sistema financeiro doméstico ao sistema financeiro internacional, poderia, no entanto, significar muito mais do

que um aumento dos fluxos financeiros entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Assim, dada nova configuração do sistema financeiro internacional, a abertura financeira possibilitaria também alterações no funcionamento do sistema financeiro doméstico, consolidando formas alternativas de canalização de poupança.

BAER (1993) ressalta que existem quatro vias (que se combinam de distintas maneiras) de canalização da poupança disponível para alavancar o financiamento de longo prazo: “(i) aplicações individuais ou através de fundos de poupança privada em mercados de capitais; (ii) intermediação de recursos via sistemas de crédito privado; (iii) reinvestimentos dos lucros das próprias empresas; (iv) fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado e canalizados para crédito de longo prazo” (p.29). A abertura financeira poderia atuar na consolidação do mercado de capitais e no melhoramento das condições do crédito privado bancário.

Primeiramente, deve-se considerar que, no que diz respeito à captação de recursos externos, o país, ao longo da década de 1990 partiu de um padrão de endividamento do setor público, o qual rolava suas dívidas junto a um número relativamente pequeno de bancos internacionais, para um padrão de captação de recursos diretos, tomados principalmente para investimentos privados, principalmente no mercado de bônus (COSTA, 1997). Segundo COSTA (1997) “há uma tendência de desintermediação bancária, no mercado, quando se trata de operações de *funding* de empresas não-financeiras. Estas prefeririam captar recursos no mercado de capital internacional, ao invés de captar no mercado de crédito nacional, exceto no caso do financiamento a longo prazo do BNDES” (p.88). Além disso, é importante ressaltar que o investimento de *portfólio* que entrou no país, ao direcionar-se fundamentalmente para compra de ações, terminou por dinamizar o mercado acionário. Dessa forma, a entrada de capitais externos que ocorre no país a partir da abertura financeira teria o potencial de consolidar um mercado de capitais e a securitização como formas alternativas de financiamento no país.

Por outro lado, a abertura do sistema financeiro doméstico aos agentes internacionais, ao estimular a entrada de novos atores internacionais e estimular a competição nesse mercado poderia também estimular o sistema de crédito bancário.

A abertura financeira, de fato, afetou a configuração da organização institucional de seus mercados financeiros domésticos, pois estimulou a diversificação das instituições e

dos ativos financeiros e permitiu a entrada de novos atores internacionais. Isso mudou o comportamento do mercado em vários sentidos:

- 1) houve uma mudança em direção ao crédito e *securitites* privadas;
- 2) houve um aumento do papel desempenhado pelos atores internacionais - tanto investidores financeiros como instituições financeiras;
- 3) houve aumento da competição.

Essas mudanças poderiam alterar a estrutura de financiamento do país (STUDART, 2001). É fato que a reinserção brasileira no sistema financeiro internacional transformou o mercado financeiro doméstico em um mercado mais dinâmico e mais diversificado. Esse incremento microeconômico do mercado financeiro doméstico, no entanto, não tem contribuído para o financiamento do investimento produtivo no país, o que nos leva a concluir que a integração tem apenas oferecido ao capital internacional novos espaços de valorização, apenas no âmbito financeiro.

Considerando-se que a integração brasileira ao sistema financeiro internacional representou uma integração entre parceiros desiguais, essa integração acabou tendo as seguintes conseqüências, no que diz respeito à utilização dessa integração como forma de financiamento ao investimento produtivo:

- 1) No caso da securitização, embora ela possa ser um instrumento utilizado como forma de captação de recursos por parte dos países mais desenvolvidos, no caso brasileiro, assim como de todos os países menos desenvolvidos, o fato de não operar com uma moeda internacional implica em risco cambial para as empresas.
- 2) Por outro lado, por ser o parceiro mais frágil da integração, o país precisa manter uma taxa de juros interna elevada de forma a garantir a manutenção da entrada de capital. No entanto, quanto mais alto o nível da taxa de juros, mais frágil se torna o parceiro e maior a necessidade de manutenção de taxas de juros elevadas.
- 3) Esse fato contribui para reforçar a consolidação de um mercado de títulos de dívida pública que tem como característica a alta rentabilidade e baixo risco. Esses títulos são obviamente muito mais atrativos que qualquer título de longo prazo no mercado de capitais. Assim, a consolidação de títulos de longo prazo no mercado financeiro doméstico não irá concretizar-se enquanto não houver uma efetiva e drástica redução dos juros. Contudo, a manutenção de um diferencial de juros é necessária

para que a integração continue ocorrendo: quanto mais desigual for o parceiro, maior será o diferencial exigido pelo mercado financeiro internacional.

Na verdade, a estrutura do sistema financeiro doméstico que se monta pós-abertura financeira está realmente relacionada à lógica do modelo de desenvolvimento atual: uma lógica baseada na especulação financeira, na qual “(...) lógica empresarial tornou-se subordinada e a (lógica) especulativa dominante” (PRATES, 1999a, p. 65). Esse fato abre espaço para o desenvolvimento de mercados financeiros nacionais que não estejam vinculados ao financiamento do investimento produtivo interno, e sim apenas à valorização do capital financeiro, seja nacional ou internacional. Na esteira desse processo, pode-se abrir espaço para alguma forma de captação de recursos por parte das empresas produtivas, mas esse processo é marginal (talvez capaz de financiar um miniciclo de investimentos, mas não de sustentar uma substancial retomada do investimento de longo prazo).

Além disso, as condições nas quais se deu a inserção do país dentro do sistema financeiro internacional acabaram alimentando no país um mercado de títulos da dívida pública de curto prazo e alta liquidez, os quais gozam de vantagens comparativas *vis-à-vis* outras aplicações de médio e longo prazo.

Com efeito, a abertura financeira ocorreu paralela a abertura comercial e como parte de uma política de estabilização, na qual a valorização cambial, inicialmente, desempenhou um papel chave. Nesse contexto, a liberalização financeira levou à valorização cambial, ao desequilíbrio em conta corrente e ao endividamento externo, tornando, assim, o fechamento do Balanço de Pagamentos cada vez mais dependente da entrada de capital externo. O conseqüente aumento das taxas de juros elevava cada vez mais a dívida pública e o déficit fiscal e, ao mesmo tempo, aumentava o risco de *default* e a incerteza macroeconômica. Estavam assim criadas as condições de um círculo vicioso de altas taxas de juros, endividamento, desequilíbrio externo e risco crescente de *default*.

Além disso, a integração financeira implicou tanto na entrada de capitais de curto prazo, possibilitados pelas transformações financeiras e atraídos pela existência no país de ativos financeiros domésticos com alta rentabilidade (privatização e empresas subvalorizadas), como no aumento do endividamento privado no exterior (através de bônus, *notes*, *commercial papers*, e a entrada de bancos estrangeiros que puderam lucrar no mercado de títulos da dívida pública).

Concluindo, a abertura financeira e a sua contrapartida, a integração financeira brasileira ao sistema financeiro internacional, poderiam consolidar a formação de novos arranjos financeiros, capazes de ampliar os canais de intermediação financeira alternativos ao crédito bancário. De fato, novos arranjos financeiros estão surgindo e modificando o perfil do sistema financeiro brasileiro. Contudo, esse novo perfil do sistema financeiro doméstico não apresenta funcionalidade ao financiamento do investimento produtivo. A falta de funcionalidade ao investimento produtivo não implica, contudo, que esses novos arranjos não sejam eficientes no seu objetivo primeiro: maximizar seus lucros e valorizar o capital. No entanto, a própria abertura financeira, dentro do atual contexto financeiro internacional, terminou sendo desestabilizadora macroeconomicamente, o que abriu espaço para que os agentes financeiros buscassem se tornar cada vez mais líquidos através da compra de títulos da dívida pública, contribuindo para que o mercado financeiro doméstico esteja cada vez mais desvinculado do financiamento do investimento produtivo e cada mais vinculado à lógica de valorização financeira.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKYÜZ, Yilma, Financial liberalization: the key issues. Genebra: UNCTAD, Discussion Papers, nº 36, 1993.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de, Financiamento e Desempenho Corrente das Empresas Privadas e Estatais, Relatório de Pesquisa n.3, Instituto de Economia do Setor Público, FUNDAP, São Paulo, ago., 1988.

ARIENTI, Patrícia Ferreira, O Brasil frente às transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, III Congresso Brasileiro de História Econômica e IV Conferência Internacional de História de Empresas, *Anais...* (CD ROM) Curitiba, 29 de agosto a 1 de setembro, 1999.

AURÉLIO, Marcela Meirelles, Poupança externa e o financiamento do desenvolvimento. In: PEREIRA, F., (org.) *Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro*, Rio de Janeiro: IPEA, 1999, vol.1. Cap. 2.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BOLETIM DO BANCO CENTRAL – Vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – Depec (2001) Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos, *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília, nº 1, junho, 2001.

BAER, Mônica, *O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

BIELSCHOWSKY, Ricardo et al., *Investimentos e Reformas no Brasil: indústria e infraestrutura nos anos 1990*. Brasília: Ipea/Cepal, 2002.

CARVALHO, Antônio Gledson de, Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. Texto para Discussão n. 06, IPE/USP, 2000.

CARVALHO, Carlos Eduardo, STUART, Rogério & ALVES Jr. Antônio José, Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência recente. Texto para Discussão, Ipea, Brasília, maio, 2002.

CARVALHO, Fernando J. Cardim, The Recent Expansion of Foreign Banks in Brazil: first results, *Working Paper Series*, University of Oxford Center for Brazilian Studies, CBS-18-01, 2001.

CORRÊA, Vanessa Petrelli & ALMEIDA FILHO, Niemeyer, Mudanças Fundamentais na Estrutura de Financiamento Brasileira nos anos 90: alterações de propriedade e continuação da lógica especulativa. In: VI Encontro de Economia Política da SEP, *Anais..* (CD ROM), Curitiba, junho de 2001.

COSTA, Fernando Nogueira da, Circuito de financiamento na economia brasileira, *Economia e Sociedade*, n.9, p. 69-93, dez. 1997.

FIPE, *Informações Fipe*, n. 239, agosto, p. 6, 2000.

FREITAS, Maria Cristina Penido & PRATES, Daniela Magalhães, A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências, *Economia e Sociedade*, Campinas, n.17, p.81-111, dez. 2001.

GONÇALVES, R., Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, R. (Org.) *O Brasil e a Economia Global*. Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, 1996, cap. 6.

MEYER, A., Os Limites Internos do Ingresso de Capitais Externos no Brasil no Início da Década de Noventa. *Boletim de Conjuntura Internacional*, SEPLAN, Brasília, n.8, nov., 1993.

MOREIRA, Maurício Mesquita & PUGA, Fernando Pimentel, Como a Indústria Financia o seu Crescimento: uma análise do Brasil pós-Real. Texto para Discussão n. 84, BNDES, outubro, 2000.

OLIVEIRA, Roberta Guena de, CARVALHO, Antônio Gledson de & ALDRIGHI, Dante Mendes de, Mercado acionário no Brasil: médio por fora, pequeno por dentro. *Informações Fipe*, n. 230, novembro, 1999, p.22 – 25.

PEREIRA, Thiago Rabelo, Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial na primeira metade dos anos 90, *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, vol.5, n.2; p.93-127, jul.-dez., 2001.

PRATES, Daniela Magalhães & FREITAS, Maria Cristina Penido de, Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90. In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (org.) *Abertura Financeira no Brasil nos Anos 90*. São Paulo: Fundap: Fapesp: Brasília: Ipea, 1999.

PRATES, Daniela Magalhães, Investimento de portfólio no mercado financeiro doméstico In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (org.) *Abertura Financeira no Brasil nos Anos 90*. São Paulo: Fundap: Fapesp: Brasília: Ipea, 1999b.

PUGA, Fernando Pimentel, Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial. *Textos para Discussão – BNDES*, Rio de Janeiro, n. 68, março, 1999.

SOARES, Ricardo Pereira, Evolução do crédito de 1994 a 1999: uma explicação. *Texto para Discussão IPEA:Brasília* n.808, julho, 2001.

SOUSA, Lucy Aparecida de, O Mercado de Capitais Brasileiro no período 1987-97. Tese de Doutorado, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, G.; SICSÚ, J.; PAULA, L. (Orgs.) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. Cap.6.

STUDART, Rogério, Integrating uneven partners: the destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American Economies, In: XXIX Encontro Nacional de Economia, ANPEC, *Anais...* (CD ROM), Salvador, 11 a 14 de dezembro, 2001.