

**E mUNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
NÍVEL MESTRADO**

RAFAEL GIARETTA

**A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA ENTRE O BRASIL E O MERCADO
INTERNACIONAL NO PERÍODO 2002-2010**

São Leopoldo (RS)

2011

Rafael Giaretta

**A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA ENTRE O BRASIL E O MERCADO
INTERNACIONAL NO PERÍODO 2002-2010**

**Dissertação apresentada como requisito parcial para a
obtenção do título de Mestre em Economia, pelo
Programa de Pós-Graduação em Economia da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.
Orientadora: Profa. Dra. Angélica Massuquetti**

São Leopoldo (RS)

2011

Meu pai Nelson Gregory Giaretta e minha mãe Sonia Teresinha Alves Neto Giaretta pela
oportunidade de viver.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar à minha namora Raquel por saber do meu sonho de fazer mestrado e das dificuldades que teria caso não começasse a fazer no ano em que comecei e, portanto, insistiu na minha matrícula incansavelmente.

Meu pai e minha mãe por me financiar economicamente para que o mestrado fosse se concretizar.

Minha irmã Vitória e meu irmão Rodrigo que pensando no futuro de toda família fizeram juntos diversos esforços para minimizar risco futuros.

Meus colegas e professores de mestrado que várias vezes entendendo a distância, o trabalho e o tempo ajudaram nas tarefas que envolviam a formação.

Ao Professor Dr. André Filipe Zago de Azevedo por sempre administrar com muita cautela e sabedoria as dificuldades enfrentadas pelos alunos.

E ninguém mais merece um agradecimento especial que minha orientadora, Dra. Angélica Massuquetti, além de realmente me orientar me resgatou para minha formação quando nem eu tinha mais forças para prosseguir.

Muito obrigado a todos que diretamente e indiretamente participaram para a conclusão dessa alegre e muito importante fase de minha vida.

RESUMO

Este estudo teve o objetivo de analisar a integração financeira entre o Brasil e o mercado internacional no período de 2002 a junho de 2010. A metodologia empregada foi a revisão teórica e empírica sobre o processo de integração financeira, o fluxo de capitais para o Brasil e a paridade de juros. Os principais resultados são que o Brasil se tornou mais integrado ao mercado internacional durante o período analisado, não somente pelo aumento do volume comercial, mas também pela maior integração financeira.

Palavras-Chave: Integração Financeira; Fluxo de Capitais; Paridade de Juros.

ABSTRACT

The present study had the objective to analyze the financial integration between Brazil and the international market from 2002 to June 2010. The methodology used was a review theoretical and empirical the process about financial integration, capital flows to Brazil and the rate of interest. The main results are that Brazil has become more integrated into the international market during the period analyzed, not only by increasing the volume of trade, but also by most financial integration.

Keywords: Financial Integration; Capital Flows; Interest Parity.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Risco-Brasil entre janeiro de 2002 e dezembro de 2010	26
GRÁFICO 2: Conta financeira – investimentos diretos estrangeiros no Brasil em milhões de dólares – 2002-2010	29
GRÁFICO 3: Conta financeira – investimento estrangeiro em carteira no Brasil em bilhões de dólares – 1990-2010	30
GRÁFICO 4: Dólar futuro e dólar à vista em reais – janeiro de 2002 a junho de 2010	45
GRÁFICO 5: Taxa Selic e taxa DI de 30 dias – janeiro de 2002 a junho de 2010	46
GRÁFICO 6: Taxa de juros americana – janeiro de 2002 a junho de 2010.....	47
GRÁFICO 7: Taxa <i>Libor</i> – janeiro de 2002 a junho de 2010	48

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1: Resumo dos estudos abordados.....	43
---	----

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: Comportamento do DCJ no Brasil – abril de 1990 a março de 2004.....	37
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR's – *American Deposit Receipt*
ALCA – Área de Livre Comércio da Américas
AREAER – *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*
BB – Banco do Brasil
BERI – *Business Environment Risk Intelligence*
BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros Brasileira
COPOM – Comitê de Política Monetária
DCJ – Diferencial Coberto de Juros
EG – *Engle-Granger*
EMBI – *Emerging Markets Bond Index*
FHC – Fernando Henrique Cardoso
FMI – Fundo Monetário Internacional
FOMC – *Federal Open Market Committee*
IFC – *International Finance Corporation*
IFCG – *International Financial Consulting Group*
IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
MERCOSUL – Mercado Comum do Sul
MQO – Mínimos Quadrados Ordinários
MQR – Mínimos Quadrados Recursivos
NAFTA – Tratado Norte-Americano de Livre Comércio
NBC-E – Notas do Banco Central Especial
OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PCJ – Paridade Coberta de Juros
PDC – Paridade Descoberta de Juros
PIB – Produto Interno Bruto

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REVISÃO TEÓRICA E EMPÍRICA DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	15
2.1 ASPECTOS HISTÓRICOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA MUNDIAL.....	15
2.2 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	18
3 FLUXOS DE CAPITAIS NO BRASIL	22
3.1 EVOLUÇÃO DO CENÁRIO MACROECONÔMICO NOS GOVERNOS FERNANDO HENRIQUE CARDOSO E LUÍS INÁCIO LULA DA SILVA.....	22
3.2 ABERTURA DA CONTA FINANCEIRA NO BRASIL E RISCO-BRASIL.....	24
3.3 CRESCIMENTO DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA O BRASIL	27
4 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA A PARTIR DA PARIDADE DE JUROS	32
4.1 PARIDADE DE JUROS	33
4.2 DIFERENCIAL COBERTO DE JUROS.....	35
4.3 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA SOBRE A PARIDADE DE JUROS NO BRASIL.....	40
4.4 INTERPRETAÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS PARA INVESTIGAR A PARIDADE DE JUROS	44
5 CONCLUSÕES	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

1 INTRODUÇÃO

A maioria dos países industrializados possui uma elevada mobilidade de capital. A percepção de uma maior integração financeira entre os mercados nas últimas décadas decorre, principalmente, dos avanços na tecnologia de comunicação e de transação, da criação de novos instrumentos financeiros, da abertura das contas de capitais e da tendência generalizada de desregulamentação dos mercados de capitais domésticos e internacionais. Além da integração entre os mercados financeiros das economias industrializadas, ocorre também uma crescente integração dos mercados financeiros dos países emergentes (HOLANDA; CAVALCANTE, 1999).

Não se sabe ao certo sobre o grau de mobilidade de capital presente nas economias latino-americanas nos anos recentes. Ocorre que há um processo de aprendizagem em que os agentes encontram formas para contornar os controles existentes sobre a movimentação de capitais, implicando numa efetividade temporária dos controles de capitais. Há evidências empíricas que apontam para o fato de que existem diferenças entre o grau de mobilidade legal – isto é, aquele descrito pelas leis que regem os movimentos de capitais no país – e o grau de mobilidade de capital na prática. A investigação do grau de abertura apenas a partir da legislação pode levar à conclusão de baixa mobilidade de capital, quando, na prática, a economia pode apresentar uma elevada mobilidade (GARCIA; BARCINSKI, 1996).

Existem formas de medir a extensão da abertura financeira de uma economia, porém há um grau de dificuldade devido à complexidade do processo de abertura e às limitações existentes em cada conceito ou forma de investigação¹. Apesar das inconveniências, Pereira Junior (2006) afirma que existem aplicações conceituais e métodos de estimação direta ou indireta do grau de integração financeira entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

A avaliação da extensão da integração dos mercados financeiros envolve a escolha da definição e de como medir o grau de mobilidade de capitais entre as fronteiras. Em geral, os

¹ A liberalização financeira é um processo amplo que envolve as seguintes dimensões: i) a eliminação dos controles sobre o crédito; ii) a livre entrada no setor bancário; iii) a autonomia de administração dos bancos; iv) a desregulamentação das taxas de juros; e v) a liberalização dos fluxos de entrada e saída de capitais internacionais (PEREIRA JUNIOR, 2006).

testes de integração financeira são baseados em seus efeitos macroeconômicos e, como esses últimos são diversos, há também diferentes métodos de investigação. É importante observar que cada definição de mobilidade de capital e cada método de investigação apresentam suas limitações. As literaturas teórica e empírica argumentam a favor das medidas baseadas nas paridades de juros por estarem associadas à convergência entre os retornos de ativos internos e externos e mais relacionadas ao grau de mobilidade de capital (SILVA; TRICHES; HILLBRECHT, 2009).

Segundo Nunes *et al.* (2005), o mercado brasileiro é exposto às oscilações de algumas variáveis macroeconômicas externas, como taxa de juros, taxa de desemprego e inflação. O país, contudo, tem demonstrado solidez econômica suficiente para criar um ambiente de confiança entre as empresas, para que essas possam efetuar projetos de prazos mais longos e não fiquem expostas às turbulências econômicas de curto prazo. O principal desafio dos governos de países em desenvolvimento é gerar um ambiente de confiança para atrair investimentos.

Um exemplo recente de que os países estão mais integrados, devido aos avanços ocasionados pelo acesso mais fácil e rápido à informação e à redução da burocracia, é que em 2008, no auge da crise originada nos Estados Unidos, quando os juros americanos estiveram próximos de zero, os agentes econômicos daquele país liquidaram investimentos em outras nações para investir em títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Naquele momento, o Tesouro obteve recorde de venda de títulos públicos. O principal motivo pelo qual os agentes migraram para os títulos americanos foi a aversão ao risco, pois os mesmos trazem, historicamente, mais segurança do que aqueles negociados por outros países. Mesmo com expectativa de retorno sendo zero, os investidores preferiram títulos negociados pelo Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos. Esse evento demonstra que a velocidade da integração financeira entre os mercados locais e mundiais está cada vez mais acelerada, seleta e sensível aos acontecimentos dentro da economia mundial.

Um dos principais eventos que faz com que o movimento de capitais flua entre os países refere-se às variações da taxa de juros de um país grande, que trazem perceptíveis efeitos de curto e de longo prazo nas economias globais. Estudos acerca da integração financeira dos países no mercado internacional servem para auxiliar os agentes a tomar decisões: identificar os períodos mais apropriados para a saída de um determinado tipo de

investimento para outro, como bolsa de valores; e transferir recursos de um país com grande risco para outro com risco menor.

A discussão acerca da taxa de juros é importante para este estudo, pois, segundo Assaf (2007), é a variável macroeconômica utilizada com maior eficácia no controle de preços e também é a partir dela que são indexados os títulos públicos negociados no mercado monetário e, então, gerada a liquidez necessária para a interação com o mercado financeiro. Segundo o autor, no Brasil, a forma empregada para capitalizar, emitindo títulos públicos, é via governo municipal, estadual ou federal, porém o mais procurado é o federal devido à alta liquidez dos títulos emitidos.

Conforme Garcia e Didier (2000), a taxa de juros é uma variável macroeconômica primordial para o andamento de uma economia, embora seja uma tarefa complexa para os bancos centrais e governos encontrarem uma taxa de juros ideal dentro de seus países. A taxa de juros ideal é de difícil consenso, contudo, ela ajuda a determinar o nível de atividade econômica e da inflação de uma economia. Os autores comentam que essa consonância é um complicador, pois se o nível da taxa de juros é muito baixo, há um risco de gerar inflação. Por outro lado, quando o nível da taxa de juros é alto, pode-se inibir o crescimento em vários setores devido ao alto custo do crédito².

Quando se trata de integração financeira entre países, o prêmio de risco também é um fator importante, pois é evidente que um título de um país em desenvolvimento envolve um maior risco do que um título de um país desenvolvido e, por isso, os títulos dos países em desenvolvimento pagam um valor maior do que um título de um país desenvolvido. Na paridade de juros, esse prêmio de risco está relacionado, geralmente, ao controle de capitais futuros, aos possíveis custos de transações existentes naquele país, aos custos advindos da

² Um importante evento relacionado à taxa de juros ocorreu em 2008, nos Estados Unidos, quando as taxas de juros chegaram a zero. A intenção do governo era justamente estimular a economia por meio de investimentos, pois quanto mais baixa a taxa de juros, menor é seu retorno, ou seja, maiores são as chances dos indivíduos e das instituições procurarem outra forma de aplicação de seus recursos, especialmente no setor produtivo. Neste caso, a intenção do governo era que as pessoas procurassem realizar investimentos diretos na economia, abrindo empresas, contratando empregados, adquirindo matéria prima etc. O intuito do governo era que ocorresse o aumento no investimento privado. Com o intuito de prevenir uma possível ineficácia desta ação, já que os indivíduos, geralmente, poderiam ser avessos ao risco devido à fragilidade da economia, o governo também ampliou seus gastos. Resumidamente, nota-se que mesmo empregando políticas macroeconômicas, como a taxa de juros, elas podem não funcionar se utilizadas de forma isolada, sendo necessária uma interação entre o governo e os agentes econômicos para que a economia volte a crescer.

informação daquele país e também aos controles referentes à origem do capital. É importante destacar que dentro do controle de capitais está incluído o risco político e de crédito.

O objetivo deste estudo é analisar a integração financeira entre o Brasil e o mercado internacional no período de 2002 até junho de 2010. A metodologia empregada foi a revisão de literatura acerca do processo de integração financeira, do fluxo de capitais para o Brasil e da paridade de juros. O período de estudo, de 2002 até junho de 2010, foi determinado no intuito de avaliar a integração financeira do Brasil com o mundo durante o último ano do governo de Fernando Henrique Cardoso e os dois mandatos de Luís Inácio Lula da Silva.

O estudo está estruturado em cinco capítulos, sendo que o primeiro se refere à introdução. O segundo apresenta uma revisão teórica e empírica acerca da integração financeira e de sua importância histórica e atual para os países. O terceiro capítulo fornece as razões do aumento dos fluxos de capitais para o Brasil e para a América Latina, em geral, durante as últimas duas décadas. O quarto capítulo desenvolve o aprofundamento da análise dos fluxos de capitais, buscando explicar os movimentos ocorridos no período de 2002 até junho de 2010 a partir da paridade de juros. Por fim, o quinto capítulo é a conclusão, que relaciona os principais aspectos da análise da integração financeira a partir da paridade de juros durante o período em análise e sugere outros estudos sobre o tema.

2 REVISÃO TEÓRICA E EMPÍRICA DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

2.1 ASPECTOS HISTÓRICOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA MUNDIAL

O processo de globalização na ótica econômica – que é definido como a aceleração dos fluxos de comércio de bens e serviços, de capital e de pessoas – passou por duas ondas. A primeira onda, de 1870 a 1914, foi representada pelo fluxo de capitais de longo prazo, caracterizado pelo Investimento Direto Estrangeiro (IDE), com origem nos países desenvolvidos e direcionado para as nações menos desenvolvidas; pelo comércio interindustrial; pela ampliação da divergência de renda entre países mais e menos desenvolvidos; pela migração de pessoas; e pelo declínio dos custos de transporte numa proporção superior aos custos de comunicação. A segunda onda, a partir de 1960, por outro lado, caracterizou-se pelo grande fluxo de capitais voláteis; pelo fluxo de comércio intraindustrial; pela convergência de renda entre os países mais desenvolvidos; pela industrialização de alguns países menos desenvolvidos; pela reduzida migração de pessoas; e pelo declínio dos custos de transporte numa proporção inferior aos custos de comunicação (BALDWIN; MARTIN, 1999).

Os indícios da existência de integração econômica, portanto, estão presentes desde o início do período industrial, provocando o aumento da demanda por mão de obra e o deslocamento das pessoas do interior para os centros urbanos. Segundo Klagsbrunn (1999), entre a primeira e a segunda guerra mundial, com a intensificação do processo de industrialização das economias, a integração econômica se elevou. Os países começaram a se organizar, dividindo os setores no intuito de escoar melhor sua produção e, assim, integrando-se, posteriormente, com outras economias em razão dos ganhos de escala na produção proporcionados pela industrialização.

Segundo Stella (2009), no período pós-segunda guerra mundial, o processo de integração foi elevado pelo crescimento da indústria a motor, petroquímica e da informação. Alguns países ampliaram a diferença entre sua renda *per capita* e a dos demais ao aderirem a esse processo. O aumento do comércio para aqueles países que decidiram se preparar e se

integraram à onda de globalização foi outro motivo que também aprofundou a desigualdade entre as economias.

Quando se trata da esfera de internacionalização das empresas, contribuindo para o processo de integração entre os países, Klagsbrunn (1999) afirma que o principal fator foi a concorrência. As empresas deixaram de ser apenas locais e buscaram novos mercados para comercialização e para produção com custos menores. Assim, as empresas tornaram-se internacionais, com diversas ramificações em diferentes países.

Fato importante na história da integração financeira, segundo Kilsztajn (1989), ocorreu com o acordo de *Bretton Woods*³. A fiscalização desse acordo era realizada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em conjunto com Banco Mundial. Com o sistema vigente, o dólar americano se tornou uma moeda forte mundialmente e no final dos anos 1960 foi uma tarefa difícil manter a estabilização da paridade com outras moedas, pois os Estados Unidos começaram a emitir moeda para cobrir o déficit em seu orçamento. Isso fez com que os demais países também viessem a ofertar mais moeda no mercado no intuito de manter o câmbio estável dentro do acordo planejado, porém este evento trouxe inflação para esses países. Outro fator que influenciou negativamente o acordo de *Bretton Woods* foi a sobrevalorização do dólar americano para conseguir manter a paridade. Isso fazia com que produtos europeus, por exemplo, fossem mais baratos do que os produzidos no país e, portanto, houve um aumento expressivo das importações, provocando um déficit nas contas correntes. Esses eventos foram os mais importantes para fazer com que o sistema *Bretton Woods* se tornasse economicamente insustentável, provocando o final do acordo em 1969.

O processo de globalização foi ainda mais intenso em razão do elevado grau de integração financeira dos países. Esta integração foi caracterizada pela mobilidade crescente de capital especulativo, principalmente, ao final da década de 1980. Primeiramente, a integração tinha cunho produtivo, porém o autor argumentou que a simetria da comunicação e os avanços em tecnologia no setor de informática permitiram que as informações chegassem em períodos menores e com custos mais baixos. Este desenvolvimento fez com que os investidores, antes locais, agora se tornassem mundiais. Seus investimentos acompanharam o

³ Os países se reuniram e decidiram que para cada dólar americano, as moedas dos demais países não oscilariam acima ou abaixo de 1% em relação ao dólar. Além disso, o dólar estaria lastreado em ouro por 35 dólares por onça (KILSZTAJN, 1989).

mercado com uma velocidade maior, permitindo o aumento do processo de integração financeira entre os países.

Para Krugman e Obstfeld (2005), o grande avanço no mercado internacional de capitais ocorreu após década de 1980, advindo de uma mudança do conceito industrial que teve início na década de 1970. Nesta época, as empresas começaram a vislumbrar ganhos de escala baseados na redução de custos dentro das mesmas a partir da redução do número de empregados e do processo de produção elaborado com foco na qualidade e na diversificação. Essa mudança na visão industrial se deu por meio da implantação de diversas filiais de empresas ao redor do globo. Estas empresas, com programas de alta tecnologia de integração financeira, faziam suas apostas tanto no mercado internacional de capitais quanto no mercado de câmbio, estreitando ainda mais as relações entre os países. Um dos principais ativos negociados eram os títulos de diversos países, atrelados à taxa de juros destes países, os quais seriam liquidados em moeda doméstica. Muitos aspectos beneficiaram o desenvolvimento das relações financeiras entre as nações, sendo que dois dos principais são: os custos de transações, que vêm diminuindo ao longo do tempo; e a facilidade de fazer trocas de produtos financeiros entre os países, como, por exemplo, a troca de ações de uma empresa doméstica por títulos do governo dos Estados Unidos.

A necessidade de maior retorno no sistema financeiro e de menor custo no setor produtivo fez com que empresas e investidores se deslocassem, constantemente, para países chamados periféricos, como é o caso dos países da Ásia e da América Latina, devido às altas taxas de juros, principalmente, na América Latina e ao baixo custo da mão de obra na Ásia. As novas tentativas de auferir volumes maiores de riquezas na economia atual não partem somente de uma ambição das corporações, mas também das famílias que passaram a se integrar a esse processo. Esse evento pode ser percebido devido às crescentes aberturas de diversas contas de capitais em diferentes países, no intuito de fazer alocações de *portfólio* com a necessidade de diluição dos riscos para não ficarem concentrados somente em investimentos domésticos.

Tratando-se de integração financeira, quando um país possui uma economia muito fechada em relação ao resto do mundo, há a dificuldade de decisão do governo sobre a abertura ou não de sua economia, como aconteceu com o Brasil na década de 1990, pois envolve questões culturais e estruturais que podem comprometer o próprio governo. Na

opinião de Stella (2009), a abertura de capital traz mais avanços para países em desenvolvimento do que desenvolvidos, pois ocorre um aumento no Produto Interno Bruto (PIB) *per capita*, implicando em melhoria na qualidade de vida. Isso ocorre pelo melhor acesso ao capital e também pelo aumento na produção nos setores em que o país possui vantagem comparativa em relação aos demais.

O grau de integração financeira de um país em relação aos demais, geralmente, é definido a partir da condução da política monetária de cada país. Em países em desenvolvimento, as constantes trocas de governo fazem com que a busca pelo melhor modelo macroeconômico ocasione mudanças mais profundas na economia em geral, até que se consiga, de fato, atingir um grau de integração financeira e comercial que atenda as necessidades da população local. Uma das formas mais tradicionais para que o país tenha maior (ou menor) integração financeira é advinda da magnitude da oscilação da taxa de juros doméstica em relação aos seus pares mundiais. Um país grande, geralmente, é aquele que a oscilação de sua taxa de juros influencia os demais. Além disso, possui um prêmio de risco menor do que um país pequeno, o que força o último a ofertar taxas de juros mais elevadas para atraírem capitais (SHILLER; MCCULLOCH, 1987).

O debate acadêmico, atualmente, tem colocado na pauta de discussão os benefícios da integração financeira e/ou comercial de um país, principalmente, em desenvolvimento. A criação de blocos econômicos, como, por exemplo, a Área de Livre Comércio da Américas (ALCA), contudo, estimula as dúvidas dos países menores, que temem serem apenas figurantes em uma parceria em que algumas potências econômicas poderiam se beneficiar isoladamente.

2.2 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Um dos grandes objetivos dos economistas sempre foi verificar a intensidade da integração econômica, comercial e financeira e se elas, de fato, promovem crescimento e desenvolvimento econômico para aquele povo ou nação. Edison *et al.* (2004) argumentam que para medir a integração financeira entre economias existem disponíveis diferentes métodos, como:

1. O *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER), publicado pelo FMI⁴;
2. O índice de Quinn (1997), também originado do AREAER, que busca encontrar disparidades nas notas do FMI⁵;
3. O *Code of Liberalization of Capital Movements*, publicado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)^{6 7};
4. O índice construído por Montiel e Reinhart (2001), utilizado em 15 países⁸ entre 1960 e 1996⁹;
5. A análise feita por Henry (2000), a partir de dados advindos do IFC *Investable Index*, que é originado do mercado de ações¹⁰;
6. O método criado por Edison e Warnock (2003), que utiliza o *Global* (IFCG) e o *Investable* (IFCI) e que é originado do IFCG¹¹;
7. O método de Lane e Milesi-Ferretti (2001), que analisa os fluxos de capitais dos países em relação ao PIB¹²;
8. O método de Kraay (1998), que utiliza a dívida/PIB, as mudanças nos investimentos de portfólio no ano e o investimento direto¹³; e
9. O método de Rose e Spiegel (2009), que atribui centros comerciais e distâncias desses centros como fatores principais de integração¹⁴.

⁴ Atribuído zero em países com barreiras à perfeita mobilidade de capital e um para nações que jamais tiveram barreiras.

⁵ É aplicado em valores de zero até quatro, onde perto de zero teria maiores barreiras à mobilidade de capital e, perto de quatro, menores.

⁶ Austrália, Áustria, Alemanha, Bélgica, Canadá, Chile, Coréia do Sul, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grã-Bretanha, Grécia, Holanda, Hungria, Islândia, Israel, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, República Tcheca, Suécia, Suíça e Turquia.

⁷ Utiliza como base as barreiras colocadas sobre o fluxo de capitais dos membros da OCDE. É usado entre zero e um para definir o nível de barreiras de cada país membro.

⁸ Argentina, Brasil, Colômbia, Costa Rica, República Tcheca, Egito, Indonésia, Quênia, Malásia, México, Filipinas, Sri Lanka, Tailândia e Uganda.

⁹ Índice criado por ambos autores é originado por dados do Banco Central de cada país e oscila entre zero e dois, sendo que quanto mais próximo de dois existem mais barreiras à mobilidade de capital.

¹⁰ O autor busca captar os efeitos após a quebra de alguma restrição no mercado de ações.

¹¹ Capta o grau de barreiras dos investidores internacionais por ativos locais. Dividindo IFCI por IFCG, resulta a quantia de ativos locais disponíveis para os não locais.

¹² O que o diferencia dos demais é que os dados são mais criteriosos. Para isso os autores utilizam as oscilações de portfólios durante um ano, investimentos diretos e a dívida/PIB do país.

¹³ Consiste em identificar os capitais que entram e saem de uma determinada nação relacionados, proporcionalmente, com seus PIBs.

¹⁴ A intenção da pesquisa foi descobrir se países perto de grandes parques financeiros e/ou comerciais tendem a crescimento maior que países distantes.

O método de Stella (2009) é baseado em dados qualitativos, emprega dados de painel com coeficientes fixos em uma amostra de 39 países e amplia as questões envolvendo integração financeira com uma análise empírica, utilizando o banco de dados *Business Enviroment Risk Intelligence* (BERI), durante o período de 1980 até 2006¹⁵. Os resultados das variáveis, segundo o autor, foram positivos quando todos os países foram medidos. No caso da variável relacionada à abertura da economia, nos subgrupos, a correlação só foi positiva para a América Latina e para o G7. Por fim, no caso do grau de integração financeira via fluxos de capitais em relação à proporção do PIB, se manteve a correlação positiva, porém, nos subgrupos, somente para outros países desenvolvidos.

A paridade de juros, Paridade Coberta de Juros (PCJ), Paridade Descoberta de Juros (PDJ) e Diferencial Coberto de Juros (DCJ), são empregadas para investigar a integração financeira entre países¹⁶. Geralmente, quando se usa uma variável de expectativa no modelo é comum que o pesquisador busque uma que possa, no máximo, acomodar uma previsão mais próxima da realidade. Por este motivo, Edwards e Khan (1985) ajustaram uma variável a T-Bill de três meses para complementar seus estudos e fizeram um parâmetro de ajuste na equação, buscando identificar algum tipo de distorção advinda dos choques das taxas de juros no exterior, como também das oscilações no mercado cambial ocorrida naquele período. A intenção dos autores era encontrar uma defasagem de tempo entre a mudança da taxa de juros externa para a taxa de juros doméstica e verificar se realmente existia forte influência da taxa externa sobre a taxa doméstica. Por fim, chegaram à conclusão de que taxa de juros local converge, em média, em relação ao comportamento da taxa de câmbio esperada e de uma taxa de juros de um país já desenvolvido, que é levado em consideração.

Explorando o fluxo de capital para países emergentes, Frankel e Okongwu (1995) pesquisaram porque as taxas de juros desses países eram mais elevadas do que as taxas de juros dos países desenvolvidos, em especial, neste caso, dos Estados Unidos. Para isso fizeram uma decomposição da taxa de juros local em função das variáveis que mais influenciavam a decisão dos investimentos estrangeiros no país, como a desvalorização cambial, o risco de moeda e o prêmio de risco, que faz com que o investidor deixe de investir

¹⁵ No estudo, empregou-se a variável EQFLOW, que mede o grau de integração financeira via fluxos de capitais em relação à proporção do PIB; a BEKAERT, que é uma *dummy*, onde o valor um é empregado quando a economia é aberta e o valor zero quando está fechada; e INST_R, que cruza os efeitos da variação institucional por região em relação às demais regiões.

¹⁶ As pesquisas que utilizaram a paridade de juros para investigar o caso brasileiro serão analisadas no capítulo 4.

nos Estados Unidos para investir em países emergentes. A principal conclusão dos autores, ao comparar os Estados Unidos com Argentina, Chile, México, Filipinas e Coréia, foi que quando ocorreu uma mudança nas taxas de juros americanas, também houve modificações significativas dos fluxos de capitais. As taxas de juros desses países emergentes e o prêmio de risco da moeda foram os fatores que mais influenciaram este resultado.

O fator risco destaca-se quando se trata de investimentos internacionais. A avaliação do grau de risco é determinante para o fluxo de capitais internacionais, principalmente, quando se trata de países emergentes. Os aspectos macroeconômicos de países emergentes definem e revelam, geralmente, a intensidade do fluxo de capital e se as políticas estão de acordo para manter a estabilidade e o crescimento econômico de forma constante, respectivamente. É importante medir o grau de risco em cada período para determinar políticas futuras, pois quanto menor for o risco, maior será o fluxo de capital para o país local.

3 FLUXOS DE CAPITAIS NO BRASIL

O contexto mundial atual apresenta um intenso fluxo de capitais entre os países. O Brasil, no entanto, tem uma história recente de maior integração econômica ao mercado mundial. A internacionalização de diversos segmentos econômicos, nas duas últimas décadas, principalmente, num cenário de democracia efetiva, de políticas para o controle da inflação, de moeda forte etc., tornou o país alvo dos fluxos de capitais internacionais.

Os agentes econômicos brasileiros também buscaram o aumento da renda em outros países. Devido à moeda forte e ao ganho de competitividade das empresas brasileiras, é comum, atualmente, ver empresas nacionais se instalando em outros países e também fazendo aquisições estratégicas para o crescimento físico. O significado disto é a existência de uma nova era do fluxo de capitais, não somente ocorrendo em países desenvolvidos, mas também voltado para países emergentes, como o Brasil.

3.1 EVOLUÇÃO DO CENÁRIO MACROECONÔMICO NOS GOVERNOS FERNANDO HENRIQUE CARDOSO E LUÍS INÁCIO LULA DA SILVA

A inserção do Brasil no mercado mundial se deu, principalmente, nos períodos em que Fernando Collor de Mello, Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso e Luís Inácio Lula da Silva estiveram na Presidência da República, com destaque para o primeiro. O intuito das políticas governamentais era aumentar o volume de negócios e, por isso, nota-se que foi realizada apenas a abertura comercial como política externa. Durante esse período, o Brasil não conseguiu ser competitivo como os demais países, pois tentou ser um país de cunho multilateral, porém não conseguiu abandonar suas heranças bilaterais com países vizinhos.

Em uma outra visão, Lampreia (1998) argumenta que o processo principal do primeiro período do governo Fernando Henrique Cardoso foi marcado pela inclusão definitiva da democracia e pela estabilidade econômica como pontos fundamentais para preparar o país para ser mais internacionalizado no futuro. Por outro lado, o país ficaria mais exposto a choques e crises externas. Para Vizentini (2005), o último período do governo de Fernando

Henrique Cardoso foi utilizado para colher o fruto de uma abertura comercial feita sem especificações, quase que desenfreada. O país não aproveitou, segundo o autor, esta abertura para se tornar um país de fato eficiente e concorrente perante os demais¹⁷.

O custo que o Brasil incorreu ao optar, naquele momento, pela abertura comercial foi elevado, porém necessário para alcançar o controle inflação. Para Nakatani e Oliveira (2005), o foco da política de controle da inflação, juntamente com um câmbio controlado pelo governo, com taxas de juros altas e com um comércio com abertura desorganizada, fez com que o endividamento líquido público brasileiro chegasse acima de 40% em relação ao PIB no ano de 1998, ou seja, elevado para o momento.

A troca de partido político no poder da Presidência do Brasil, ocorrida pela entrada do governo Lula, veio a ser chamado de uma era pós-FHC (Fernando Henrique Cardoso). O ambiente em torno das eleições, antes do novo presidente assumir, era de muita expectativa e de desconfiança dos agentes econômicos em relação às possíveis mudanças na condução da economia. Após Lula vencer as eleições e estar à frente do comando do Brasil, o que se viu foi um fortalecimento das políticas já existentes durante o governo anterior. Uma demonstração da continuidade dessas políticas foi demonstrada logo na primeira reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), segundo Nakatani e Oliveira (2005), quando o então eleito presidente elevou as taxas de juros para conter as expectativas do mercado. Neste momento, o novo presidente sinalizou ao mercado que daria sequência ao modelo anterior e acalmou a insegurança dos agentes econômicos.

Para Filgueiras e Pinto (2003), houve a continuidade das políticas herdadas do governo FHC durante o governo Lula, pois havia a percepção de que qualquer modificação da política econômica deveria ser feita cuidadosamente para não ocorrer uma fuga de capitais. Assim, os autores argumentam que a sequência da política trouxe alguns resultados imediatos no primeiro ano de mandato, como, por exemplo, o superávit na balança comercial, ocorrido devido à desvalorização da moeda e também pela melhora das condições econômicas de alguns países importantes para as exportações brasileiras.

¹⁷ O enfraquecimento do MERCOSUL, com a crise na Argentina, evidenciou que a expressão externa do Brasil estava diminuindo e que parecia não haver alternativa se não seguir dando andamento à criação da ALCA.

Durante o governo de Lula também foram feitos ajustes que, para Ghinis (2006), se integram à continuidade do processo de liberalização através do aprimoramento de alguns pontos ainda pendentes, tais como, a extinção da conta CC5, a qual facilitava, aos investidores não residentes, a emissão de valores para o exterior, sem a necessidade de possuírem uma conta dentro do país. Outro ponto fundamental para o processo de liberalização, segundo o autor, ocorreu após o governo brasileiro aprovar que os exportadores pudessem deixar por mais tempo os recebimentos em dólares no exterior, pois, antes, era preciso converter em moeda nacional mais rapidamente. Esta medida facilitava as contas que deveriam ser quitadas na moeda estrangeira, porém havia a preocupação quanto à possibilidade de as empresas especularem a partir das variações entre moeda local e estrangeira.

Dois fatores podem ser destacados ao analisar os dados entre os dois governos brasileiros: o primeiro é que de fato quem iniciou uma exposição do Brasil em relação ao mundo maior que o governo Collor, em 1990, foi o governo de FHC; e, segundo, a continuidade, com algumas mudanças na política, foi exercida pelo governo Lula. Por um lado, destaca-se que o volume de comércio internacional acontece com maior expressão durante o segundo governo. Por outro lado, no primeiro governo houve um grande volume de investimentos diretos, principalmente em 1998.

3.2 ABERTURA DA CONTA FINANCEIRA NO BRASIL E RISCO-BRASIL

Um dos grandes avanços no processo de liberalização brasileira aconteceu na década de 1990 com a facilitação do ingresso de capital estrangeiro no país a partir de medidas, como a diminuição da taxa de importação, que caiu em média de 40% para 13% em alguns casos em 1995. Prates e Freitas (2001) afirmam que as principais medidas desta época foram que os agentes estrangeiros teriam as mesmas condições de aplicações no mercado brasileiro que os investidores domésticos e também que a burocracia para emitir títulos no exterior seria reduzida para os agentes do país. Os autores argumentam que estas medidas foram fundamentais para o início de um novo processo de abertura financeira brasileira em relação aos agentes mundiais. Com a maior abertura, a postura e a visão sobre o Brasil tenderiam a se modificar com o tempo, criando oportunidades tanto para agentes domésticos quanto para estrangeiros. Para Minella (2002), a onda de privatizações ocorrida na América Latina e,

especialmente, no Brasil gerou um potencial para a centralização dos ativos financeiros em poucas corporações, principalmente, em instituições financeiras, como os bancos, que passaram a dominar os fluxos de capitais devido ao aumento da participação de bancos estrangeiros.

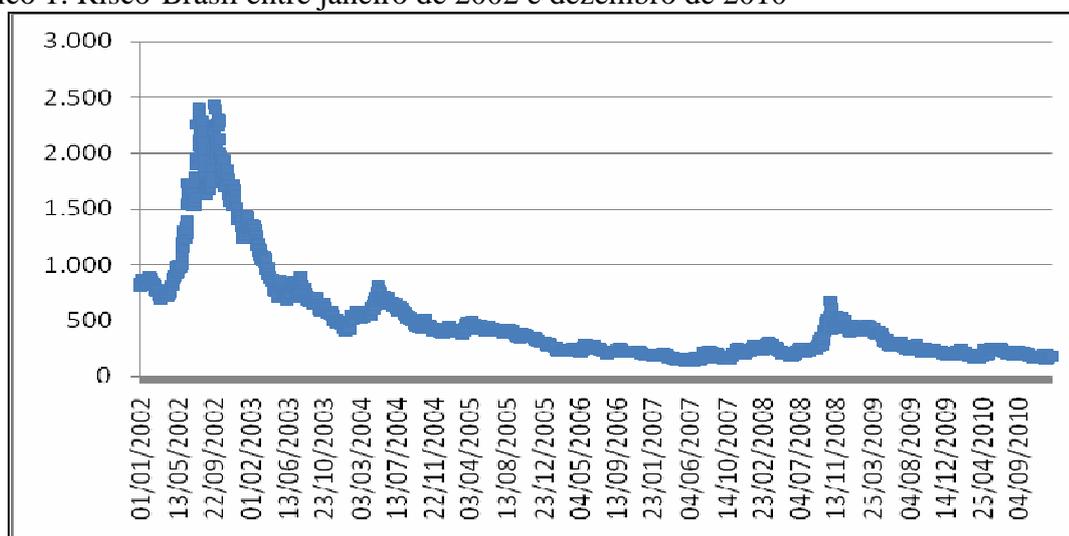
Complementando os fatores que atraem o fluxo de capital para o Brasil, Oliveira *et al.* (2009) sustentam que o controle da inflação foi fundamental para a vinda de recursos externos para o país. Além disso, a diminuição de barreiras sobre as importações, com o intuito de buscar melhor desempenho no setor de tecnologia, permitiu que a competitividade em relação ao setor externo não fosse tão desigual. A formação do Mercado Comum do Sul (MERCOSUL) também alavancou a integração dos países do hemisfério sul, porém os autores reforçam que o ambiente criado pela estabilidade econômica do Brasil dentro do bloco econômico foi fundamental para atrair investimentos diretos e não diretos para o MERCOSUL. Com esta estabilidade começava a existir um planejamento de longo prazo, que era até então inviável devido ao descontrole da inflação, característica dos anos que antecederam a abertura econômica.

Uma das medidas que o governo adotou para fazer com que o Brasil tivesse uma maior relação financeira com o restante do mundo foi a criação de uma nova moeda, o real, em meados de 1990. Contudo, as dúvidas em relação ao cumprimento dos acordos do país tanto na esfera financeira quanto no âmbito comercial permaneceram. No intuito de esclarecer essas dúvidas, os países possuem uma classificação de risco, que existe para medir a capacidade de cumprir as metas estipuladas daquela nação perante o cenário internacional, ou seja, serve como parâmetro para os agentes internacionais identificarem o prêmio de risco que determinado país possui. Neste aspecto, Toledo (2002) aborda que o Risco-Brasil que é um índice criado para quantificar o grau de risco que um país possui, onde se capta a diferença entre os juros reais brasileiros e os americanos, e o desempenho do Risco-Brasil nos últimos anos estaria mais conectado às decisões da conduta monetária do país do que a outros fatores, como o risco político, de troca de presidente, por exemplo. Assim, o aumento do risco estaria, intrinsecamente, correlacionado à elevação do *spread* dos títulos brasileiros com relação aos títulos americanos¹⁸.

¹⁸ De acordo com Shiller e Mcgulloch (1987), a estrutura monetária americana é baseada em uma expectativa de como se comportarão as taxas de juros do país ao longo do tempo. Contudo, os autores comentam que essa hipótese de longo prazo das taxas de juros pode variar, conforme as mudanças das expectativas do mercado

O Risco-Brasil¹⁹ nada mais é do que a diferença entre juros, a relação dos títulos brasileiros negociados no exterior, que é conhecido como *C-Bond*, e do *T-Bond*, que é o título negociado pelo Tesouro dos Estados Unidos. Em uma visão mais detalhada dos fluxos de capitais, do Risco-Brasil e dos diferenciais de juros, Holland e Vieira (2003) demonstram que em determinados tipos de investimentos, o Risco-Brasil não se mostrou como referência para a tomada de decisão dos agentes no exterior em relação ao Brasil no período de 1995 até 2002 em algumas situações²⁰. O Gráfico 1 apresenta a evolução do Risco-Brasil entre janeiro de 2002 e dezembro de 2010.

Gráfico 1: Risco-Brasil entre janeiro de 2002 e dezembro de 2010



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

doméstico. Sendo assim, no caso dos investimentos, como as expectativas futuras das taxas de juros no longo prazo, apesar de variarem, demonstram ter uma constância em relação às de curto prazo, os agentes dentro desta economia optam em se prevenir no curto prazo para enfrentar possíveis mudanças nas expectativas de longo prazo. Para Keynes (1936 apud GARLIPP, 2008), existem distorções entre alguns fatores dentro da economia e um deles é que um aumento nos investimentos teria que, em um segundo momento, elevar as taxas de juros devido ao aquecimento e à geração de inflação. O contrário também é válido para os gastos, já que com uma diminuição nos gastos deveria ocorrer uma baixa na taxa de juros para incentivar o investimento.

¹⁹ Os ativos que compõe o índice Risco-Brasil são basicamente a relação entre a taxa de juros brasileira e a taxa de juros do Tesouro americano, onde cada 100 pontos representam o valor em 1% que deveria valer a taxa de juros americana em relação à taxa de juros brasileira.

²⁰ O mercado de ações é um deles, ou seja, não importava em que nível se encontrava o Risco-Brasil neste período, pois o investimento estrangeiro em ações seria efetuado na mesma intensidade, devido ao mercado de ações e também de derivativos possuírem valores próprios que os diferenciam de investimentos frente a outros ativos, segundo Veríssimo e Holland (2009).

Nota-se, nas cotações do Risco-Brasil, a grande dúvida que existia sobre o país com a mudança do governo federal em 2002, chegando próximo de 2.500 pontos, uma cotação histórica para o índice. Nem mesmo a crise financeira internacional, em 2008, levou o Risco-Brasil a se aproximar do patamar de 2002, alcançando um valor abaixo de 1.000 pontos. Após a grande oscilação entre 2002 e 2003, o índice vem se reduzindo consideravelmente, ficando, geralmente, abaixo dos 500 pontos. O principal motivo pelo qual o Risco-Brasil tem ficado estável nos últimos anos é a consolidação do Brasil no cenário internacional, que veio através do cumprimento de metas econômicas e do bom posicionamento no mercado mundial, principalmente, em países que demandam matéria prima, como os países da Ásia²¹.

3.3 CRESCIMENTO DOS FLUXOS DE CAPITALIS PARA O BRASIL

A percepção externa sobre a América Latina caracterizou-se por elementos como de um local de grande concentração de políticas nacionalistas e por reduzida abertura econômica para o restante do mundo. Conforme comenta Pereira Jr. (2006), a situação do Brasil, por exemplo, frente aos mercados externos antes dos anos 1970, era de extremo desconhecimento por parte do mercado mundial. As instituições brasileiras não chegavam a disputar o mercado externo com competitividade e não se preocupavam também com taxas de câmbio e crises internacionais, pois o foco principal dos empresários brasileiros era concentrado, basicamente, na economia doméstica. A economia externa, portanto, era até certo ponto desconhecida e/ou fora do alcance desse empresário brasileiro²².

Este panorama histórico de país fechado ao comércio internacional modificou-se a partir do final dos anos 1980 e, principalmente, na primeira parte dos anos 1990. Segundo

²¹ Dentre os parceiros comerciais brasileiros, a Argentina já demonstra um quadro bastante diferente referente às oscilações do Risco-Argentina. Os grandes picos do Risco-Argentina começaram ao final de 2000, quando teve início uma grande recessão no país, causando a regressão da economia em até um quinto em relação aos anos anteriores. Segundo Gil e Kadaoka (2005), era impensável uma reestruturação, mas após o calote na dívida externa neste período e o Risco-Argentina chegando a alcançar quase oito mil pontos, já no fim de 2004 o país organizou suas dívidas e conseguiu uma retomada na economia, fazendo com que o risco voltasse aos níveis mais próximos de seu histórico (FINACIAL BONDS INFORMATION, 2011).

²² Conforme Pastore e Pinotti (2000), após os períodos de conflitos e guerras ao redor do mundo, como a primeira e a segunda guerra mundial, o Brasil se fechou para o comércio internacional com diversas barreiras, sobretudo para produtos externos que tentavam ingressar no mercado brasileiro. Com estes ocorridos, o governo aumentou os gastos para gerar crescimento necessário e satisfatório internamente. Esse efeito é chamado de substituição de importação e ocorre quando se produz no país o que antes estava sendo importado. Essa política foi muito utilizada em épocas de ditadura e de nacionalismo.

Freitas e Prates (2001), um dos agentes mais importantes daquele momento de transição para liberalização foi Armínio Fraga Neto, que utilizou duas formas centrais neste processo de abertura financeira: uma delas foi atrair os investidores estrangeiros, flexibilizando normas; e a outra foi reduzir a regulação para maior captação internacional dos residentes sobre forma de títulos e ações.

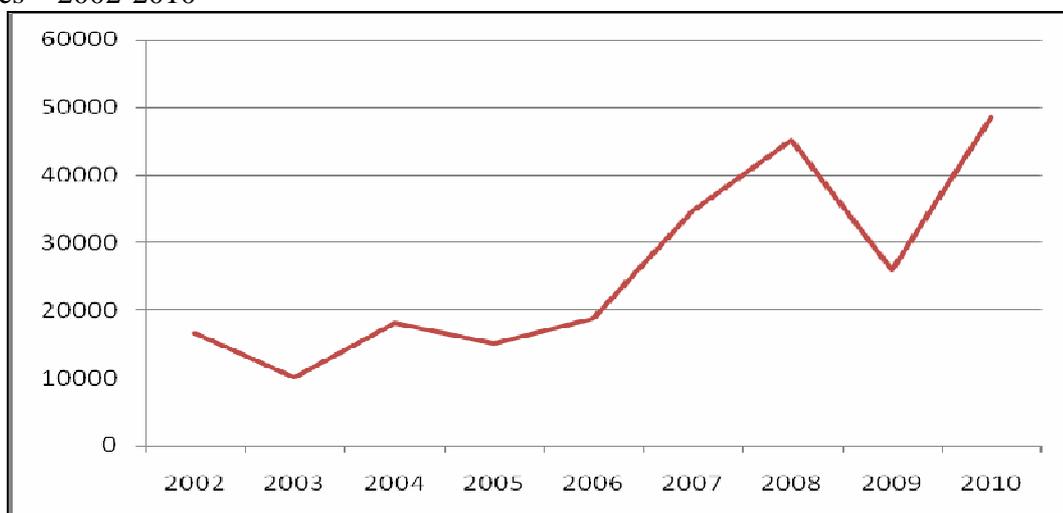
Entre esses dois aspectos importantes na tentativa de integração financeira, naquele momento, o que mais chamou a atenção do exterior foram as emissões ocorridas no mercado de ações, o que liberaria o ingresso de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro. Para Biancareli (2004), essa integração, envolvendo empresas nacionais com investidores estrangeiros, seria relevante, pois forçaria as empresas nacionais a melhorarem seu desempenho e a buscarem melhor comprometimento corporativo. Isso ocorreria porque este ingresso de recursos do exterior era uma nova forma de captação em maior volume para financiar projetos e investimentos em geral. Caso os recursos vindos de agentes estrangeiros não fossem bem alocados dentro do país, esses seriam investidores que não voltariam mais a aplicar no Brasil, porém se fossem bem empregados, os investidores retornariam, fazendo com que ocorresse uma entrada de capital ainda maior. Basicamente, é uma relação de confiança e de bom desempenho para ser duradoura.

Com ênfase no contexto de fluxos de capitais para o Brasil, Carcanholo e Paineira (2004) afirmaram que para os investidores manterem interesse nos ativos brasileiros, era preciso que o ajuste no diferencial das taxas de juros estivesse funcionando. Ou seja, com o juro real mais elevado do Brasil em relação aos Estados Unidos, era necessário, ainda, que os investidores estivessem livres de oscilações no câmbio. Neste caso, o diferencial de juros funcionaria, atendendo todas as necessidades dos agentes. Sendo assim, após uma valorização dos ativos locais, não poderia ocorrer em seguida uma desvalorização da moeda, pois os ativos perderiam atratividade para os estrangeiros. Neste caso, o diferencial não estaria funcionando, pois uma desvalorização cambial traria prejuízo em outros investimentos, mesmo que eles permanecessem constantes. Por isso é essencial para o fluxo de capital que o diferencial esteja cumprindo seu papel, para que o investidor tenha segurança no momento de buscar investimentos no Brasil. A ideia é simples: o DCJ sendo validado supõe que o investidor está protegido pelas oscilações cambiais, fazendo operações no mercado futuro para se proteger de possíveis oscilações na moeda local em relação à estrangeira e evitando uma desvalorização maior na moeda local naquele período.

De fato, o grande aumento do fluxo de capitais para o Brasil é relevante a partir do início dos anos 1990, mas o período em que o país passou por uma maior entrada de capitais foi na segunda metade da década segundo Azevedo e Triches (2009). De acordo com os autores, os saldos totais anuais de investimentos diretos estrangeiros no Brasil chegaram a US\$ 30 bilhões entre 1995 e 1998. Para Callado e Moller (2004), a crescente entrada de capitais nesse período aconteceu devido à atratividade de negócios que o Brasil possuía nesse momento da história, tanto em investimentos diretos quanto em indiretos. Os autores argumentam que os motivos principais que trouxeram investidores estrangeiros foram as altas taxas de juros e as privatizações ocorridas no período. As privatizações são uma das reformas identificadas por Henry (2000) que servem de opção para uma economia, que antes era fechada, transformar-se em aberta.

Nota-se no Gráfico 2, que demonstra a entrada de IDE no Brasil, o grande ingresso de capital no país a partir de 2003. Posteriormente, o volume voltou estabilizou, porém, aumentando de 2006 até 2010. O Brasil tornou-se um país visto como uma oportunidade de investimento de longo prazo pelos investidores externos. Por isso, a ampliação do investimento direto, já que, anteriormente, o país era procurado pelos agentes mundiais, principalmente, para investimento indireto, como o investimento em portfólio (compra de ações, de títulos do governo etc.).

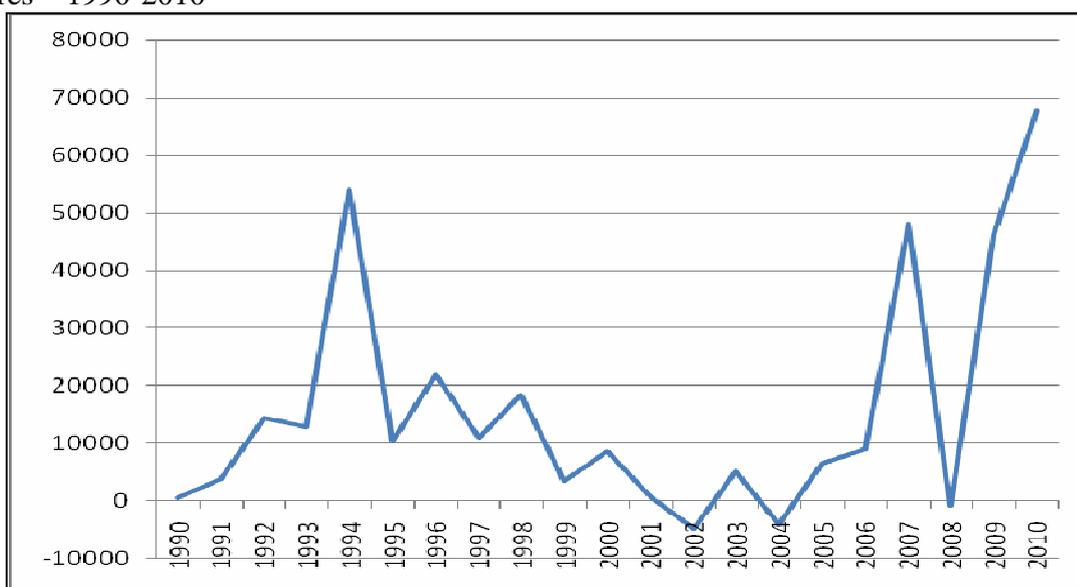
Gráfico 2: Conta financeira – investimentos diretos estrangeiros no Brasil em milhões de dólares – 2002-2010



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

No Gráfico 3 são apresentados os investimentos indiretos dos estrangeiros no Brasil, que são chamados de investimentos em carteira, no período 1990-2010. Esses recursos não entram diretamente na cadeia produtiva brasileira, representando a compra de títulos do Tesouro brasileiro, debêntures, ações, entre outras modalidades indiretas de investimentos.

Gráfico 3: Conta financeira – investimento estrangeiro em carteira no Brasil em bilhões de dólares – 1990-2010



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

O investimento estrangeiro em carteira no Brasil teve inúmeras oscilações em sua trajetória. Mesmo com maior disposição de se inserir no mercado internacional, as entradas e saídas constantes de capitais não são uniformes. Em 2002, 2004 e 2008, o saldo chegou a ser negativo, pois o agente externo, mesmo acreditando em uma nova fase do Brasil, teve necessidades e deveres a cumprir em seu país de origem e por isso utiliza países emergentes, como o Brasil, como segunda opção. Este é um dos motivos das grandes variações de entrada e saída de capital, pois qualquer crise no exterior pode afetar o investimento em carteira no país, principalmente, devido à facilidade na mobilidade de capital e da informação atual.

Por fim, algumas teses, ao longo do tempo, foram voltadas para a diversificação internacional com o objetivo de diminuir o risco dos investidores. Diversos estudos sobre investimento de portfólio demonstram que a diversificação entre países em alguns casos chega a ter um risco 50% menor do que centralizar em um único país, como argumenta Solnik

(1974). Além disso, destaca-se que o Brasil, nas últimas décadas, se tornou um país que comporta algumas premissas dos investidores internacionais em relação ao risco e um bom exemplo disso é a política de meta de inflação adotada.

4 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA A PARTIR DA PARIDADE DE JUROS

Em geral, a literatura teórica tende a abordar e a descrever a mobilidade de capitais através das condições de arbitragens. As paridades de juros estão mais ligadas à convergência entre os retornos de ativos interno e externo, sendo mais relacionadas ao grau de mobilidade de capital. A discussão sobre integração financeira, envolvendo os juros dos países, já ocorre há algum tempo. Fisher (1930) afirma que o retorno nominal dos juros de um país deveria ser o mesmo de outro país se fossem medidos na mesma moeda. Se a taxa de juros entre países fosse substituta perfeita, não haveria risco algum de investir no Brasil, por exemplo, ou nos Estados Unidos. Porém, no mercado *spot*²³ é difícil que isso aconteça desta forma devido às variações macroeconômicas e microeconômicas ocorridas, particularmente, dentro de cada país.

Geralmente, os investidores procuram auferir retornos mais elevados em seus investimentos, não somente diversificando suas opções, mas também se protegendo caso ocorra mudança no cenário financeiro de um país que, por exemplo, tenha juro real mais elevado do que outro. Essa proteção que os agentes utilizam para evitar desproporções nos juros nominais representa a PCJ. Porém, a violação da paridade coberta de juros, ou seja, quando algum dos elementos oscila de forma desproporcional em relação ao mercado real, também traz oportunidade para o mercado arbitrar entre as taxas de juros entre países diferentes.

Este capítulo apresenta os procedimentos tradicionais da paridade de juros, considerando a PCJ, a PDJ e o DCJ. Além disso, analisa a integração financeira do Brasil com o restante do mundo no período de 2002 até junho de 2010. As principais variáveis eleitas para a análise foram: dólar à vista, dólar futuro, taxa Selic, taxa DI de 30 dias em $t+1$, taxa de juros americana e taxa *Libor*.

Cabe ressaltar a dificuldade na análise do dólar futuro, pois seus vencimentos ocorrem em prazos curtos na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), causando a desfragmentação da série e também a falta de

²³ O mercado *spot* se refere ao mercado à vista, onde o pagamento é feito no ato da negociação.

disponibilidade dos dados anteriores a 2002 na BM&FBOVESPA, provavelmente porque neste ano foram unificadas as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo.

4.1 PARIDADE DE JUROS

Segundo Miguel (2001), o intuito da paridade de juros é verificar, num determinado período, se o grau de mobilidade de capital de um país aumentou ou não em relação ao outro através de variáveis como taxa de juros e câmbio. Os dois métodos de paridade de juros são a PCJ e a PDJ.

A paridade de juros, de acordo com Yoshino e Micheloto (2004), deve conter alguns aspectos fundamentais para ter validade. É preciso, por exemplo, que não existam barreiras que impeçam a mobilidade de capitais entre dois países, que os custos transacionais de país para país sejam nulos ou praticamente inexistentes, que não exista risco de crédito entre ambos os países e que o risco em aspectos gerais seja zero, porém o que ocorre de fato é justamente o inverso. Em diversos países há barreiras burocráticas para a entrada de capital externo, custos transacionais diferenciados para estrangeiros e risco de crédito na ótica dos agentes, no caso de países que não são desenvolvidos.

Silva, Triches e Hillbrecht (2009) argumentam que a PCJ se encaixa no formato ideal de taxa de juros como substituto perfeito, pois dilui os riscos atribuídos entre os países em âmbito cambial. Exceto se a taxa de juros fosse diferente entre países, os retornos seriam relativamente iguais em termos de moeda e, portanto, a PDJ seria, por outro lado, uma medida mais forte para medir a intensidade da integração financeira, pois adiciona um prêmio de risco cambial do país ou de crédito.

A PDJ não utiliza variável futura para ser construída, ou seja, não trabalha com expectativas futuras dos agentes, por isso, se a relação entre dois países avaliados for zero, essa paridade é validada e isso quer dizer que, em moeda doméstica, os produtos externos possuem o mesmo valor, em outras palavras, são substitutos perfeitos. Destaca-se, contudo, que este modelo é vulnerável às incertezas cambiais, do risco que um país possui em relação ao outro, por exemplo.

O estudo de Frankel (1992) busca obter a diferença coberta entre os juros internos e os externos, chamada de DCJ, com suas médias e desvios, podendo captar momentos importantes do grau de mobilidade de capital em um determinado período. Os fatores inseridos no DCJ, que relevam seus resultados, são a PCJ e a PDJ, as quais buscam encontrar alguns elementos entre as taxas de juros que identifiquem integrações positivas entre os países analisados. As equações de PCJ e de PDJ são expressas pelas equações (1) e (2):

$$PCJ = f_{t,t+k} - S_t = i_{t,k} - i_{t,k}^* \quad (1)$$

$$PDJ = E_t S_{t,t+k} - S_t = i_{t,k} - i_{t,k}^* \quad (2)$$

Onde, S_t , $f_{t,t+k}$, $E_t S_{t,t+k}$, $i_{t,k}$ e $i_{t,k}^*$ são, respectivamente, logaritmos da taxa de câmbio à vista, da taxa de câmbio futura, valor esperado da taxa de câmbio à vista em $t+1$, da taxa de juros nominal doméstica e da taxa de juros nominal internacional.

Nota-se que os dois modelos usam a taxa de juros nominal de cada país, o que os diferencia é, realmente, a taxa de câmbio, onde a PCJ emprega a taxa de câmbio futura e a PDJ utiliza a taxa de câmbio à vista em $t+1$. No caso da PDJ, assume-se que a taxa de câmbio é uma variável que é não tendenciosa quando se trata das diferenças entre juros, ou seja, que a diferença da taxa de juros não ocorre devido às variações cambiais. Diferentemente da PCJ, que utiliza o câmbio futuro justamente para buscar captar um prêmio de risco cambial ou até mesmo um desconto de ativos domésticos em relação aos ativos estrangeiros.

Fisher (1930) afirma que a PDJ seria a integração de duas variáveis, uma delas é a taxa de juros de um país e a outra é a taxa de câmbio. Isto ocorre para que não exista diferença entre os rendimentos aplicados em um determinado país em relação a outro devido às arbitragens feitas de câmbio, ou seja, quando o mercado compra em uma moeda, vende em outra, assim, equivalendo-as com quantidades diferentes. A arbitragem é um fator importante quando se analisam produtos financeiros e quando se trata de integração financeira internacional e paridade de taxa juros.

Se uma taxa de câmbio está, momentaneamente, em disparidade com a realidade, os investidores optam por arbitrá-la e, com isso auferem lucro sem risco. Em outras palavras, a arbitragem ocorre quando se compra ou vende um ativo em dois lugares diferentes, buscando capturar diferenças de preços em um pequeno espaço de tempo²⁴. Porém, quando se trata de PDJ, suas explicações teóricas têm como pressuposto que é impossível arbitrar as taxas de juros de um país em relação a outro através do mercado de câmbio, pois a variação do câmbio futuro esperado não é de conhecimento hoje no modelo de PDJ, podendo sofrer alterações até a maturação total do negócio que estaria em andamento (FISHER, 1930).

Segundo Frankel (1992), o ideal para medir o grau de integração entre os países é a PCJ, pois ela possui uma convergência maior entre ativos domésticos e externos. Na PCJ, o risco referente ao câmbio é menor porque os investidores locais vendem moeda estrangeira com contratos de câmbio futuro, onde são estipulados o tempo vigente do título e o preço da moeda na data de liquidação do título em questão. Esse evento é possível também porque existe uma forte correlação entre o câmbio à vista e o câmbio futuro.

4.2 DIFERENCIAL COBERTO DE JUROS

Dentro do contexto de estudo envolvendo paridade de juros, o DCJ é a equação que ajuda a capturar se existe algum desvio entre as taxas de juros que impeça a perfeita mobilidade de capital vigorar. O que se pretende analisar é um pouco além da PCJ e da PDJ, mas que utiliza estas duas equações de forma implícita, que é o DCJ, dado pela equação (3):

$$DCJ = i_{t,k} - i_{t,k}^* - (f_{t,t+k} - S_t) \quad (3)$$

A dinâmica do modelo de DCJ ocorre, basicamente, captando se os períodos analisados com as variáveis descritas na equação 3 possuem média zero. Isso significa que, se os períodos da DCJ forem zero, não existiram barreiras para a mobilidade de capital durante

²⁴ Se no local X há possibilidade de compra de 1 dólar por 1,69 reais no local Y por 1,65 reais, os agentes optam por comprar dólares em Y e vender em X, aproveitando a diferença de preços. Contudo, como aumenta a oferta de moeda de um lado e a demanda de outro, os preços tendem a convergir. Esta é a razão para a arbitragem ser conhecida por sua curta duração. O importante do mercado de arbitragem é que os preços sempre estarão próximos ao justo de mercado e também, como consequência disso, este mercado terá maior liquidez.

aquele tempo analisado entre os países em questão, porém se o país possui média diferente de zero significa que há um prêmio de risco em relação a outros países. Caso o valor da média fique cada vez mais longe de zero, positivamente ou negativamente, quer dizer que é maior a possibilidade do prêmio de risco ocorrer e, portanto, se busca explicação para justificar o porquê durante aquele período as médias ficaram tão afastadas de zero. A média do DCJ pode, inclusive, ser negativa, porém quando oscila muito além de zero, negativamente, é porque naquele determinado momento o país passou por algum choque estrutural que afetou as expectativas da economia naquela situação específica.

Para analisar uma série de DCJ, realiza-se a combinação entre duas taxas de juros internas e duas taxas de juros externas, empregando a equação número (3). A investigação de forma direta para verificar a mobilidade de capital é realizada através da PCJ demonstrada pela equação (1). O modelo que é estimado com modelos de parâmetros fixos no tempo é dado pela seguinte equação:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

Onde,

$$Y_t = f_t - s_t \quad (5)$$

$$X_t = i_t - i_t^* \quad (6)$$

Os resultados do DCJ são analisados com relação à economia local. As taxas de juros domésticas são as DI para 30 dias, encontradas na BM&FBOVESPA, e a taxa de juros Selic para 30 dias. A taxa de juros americana é composta pelas Notas do Tesouro Americano para um mês e de curto prazo e a taxa *Libor*.

No estudo de Silva, Triches e Hillbrecht (2009) é possível observar a utilização do DCJ, com dados em painel, para a análise da relação entre o Brasil e o resto do mundo no período de abril de 1990 até março de 2004. A Tabela 1 apresenta os resultados obtidos pelos autores, onde se observa que as médias se afastam positivamente de zero e, em alguns períodos, até mesmo negativamente, porém nunca ficam exatamente iguais a zero. Este seria o

pré-requisito do modelo para identificar que o Brasil teria, supostamente, uma perfeita mobilidade de capital com o resto do mundo, o que de fato não ocorre e o modelo não corrobora esta tese.

Tabela 1: Comportamento do DCJ no Brasil – abril de 1990 a março de 2004

Período	DCJ ₁₁	DCJ ₁₂	DCJ ₂₁	DCJ ₂₂
4/1990-12/1998 Média	5,835	5,797	5,575	5,613
1/1990-6/1994 Média	11,804	11,772	11,243	11,275
8/1994-12/1998 Média	1,063	1,021	1,071	1,029 1,056
3/1999-3/2004 Média	0,716	0,685	0,726	0,695
1/1999-12/1999 Média	1,945	1,898	1,929	1,976
1-6/1999 Média	3,570	3,528	3,568	3,611
3-6/1999 Média	-2,188	-2,226	-2,137	-2,175
7-12/1999 Média	0,320	0,268	0,289	0,341
1/2000-4/2002 Média	0,665	0,629	0,635	0,670
5/2002-10/2002 Média	6,322	6,303	6,310	6,329
11/2002-3/2004 Média	-0,357	-0,375	-0,370	-0,351
1/1990-12/1991 Média	6,748	6,694	5,323	5,376
1/1992-6/1994 Média	15,343	15,326	15,387	15,404
8/1994-12/1994 Média	-0,642	-0,661	-0,685	-0,665
1/1995-5/1995 Média	1,836	1,809	1,763	1,790
6/1995-8/1997 Média	1,246	1,207	1,225	1,264
4/1998-8/1998 Média	0,709	0,650	0,658	0,717
9/1998-12/1998 Média	1,519	1,439	1,459	1,539

Fonte: Silva, Triches e Hillbrecht (2009, p.15).

Nota: DCJ_{11} : DCJ das taxas de juros DI de um dia e T-Bill; DCJ_{12} : DCJ das taxas de juros DI de um dia e *Libor*; DCJ_{21} : DCJ das taxas de juros Selic e T-Bill; DCJ_{22} : DCJ das taxas de juros Selic e *Libor*.

É importante lembrar que um DCJ no nível de zero significaria que os países não teriam barreiras para seus fluxos de capitais. Observa-se que, entre 1990 e 1994, o diferencial de juros foi positivo durante o período. Essa fase da economia brasileira teve momentos de

turbulência em razão das pressões inflacionárias e políticas, causadas pela saída do presidente Fernando Collor da presidência (SILVA; TRICHES; HILLBRECHT, 2009).

Após 1994, as séries de DCJ se estabilizaram em direção a zero ou foram positivas próximas de zero, pois neste período foi criado o Plano Real, onde a economia interna começou a entrar em um momento histórico de estabilidade econômica. Contudo, de agosto de 1994 a maio de 1995, o DCJ apresentou-se levemente negativo devido ao tempo de maturação e de aprendizado da nova política cambial do país (SILVA; TRICHES; HILLBRECHT, 2009).

Entre julho de 1999 e abril de 2002, o país teve uma queda contínua nas taxas de juros, fazendo com que a média do DCJ ficasse muito próxima de zero. Situação diferente se verificou após este período devido ao processo eleitoral, que provocou instabilidade no cenário econômico, fazendo com que as médias do DCJ ficassem elevadas entre maio de 2002 e outubro de 2002. Após este período de instabilidade, o governo que assumiu demonstrou seguir as políticas econômicas de seu antecessor, fazendo com que o DCJ voltasse aos níveis próximos de zero (SILVA; TRICHES; HILLBRECHT, 2009)²⁵.

²⁵ É válido lembrar que antes de se chegar aos resultados, os autores empregaram o método econométrico e tratando-se de uma análise de dados de série temporal, sabe-se que, atendidas as hipóteses do modelo linear clássico, os estimadores obtidos pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) são BLUE e a inferência estatística é conduzida da mesma maneira, como se fosse para uma análise de corte transversal. Entretanto, em dados de séries temporais, como os utilizados no estudo de Silva, Triches e Hillbrecht (2009), ocorre a possibilidade de que as observações sejam correlacionadas ao longo do tempo. Isso gera problemas adicionais à análise realizada tradicionalmente. Desde que a série temporal usada seja estacionária I(0), os procedimentos habituais de inferência do MQO são válidos (WOOLDRIDGE, 2006). Segundo Gujarati (2006), este processo estocástico é estacionário se suas média e variância forem constantes ao longo do tempo e o valor da covariância entre dois períodos de tempo depender apenas da distância ou defasagem entre os dois períodos, e não do período de tempo efetivo em que a covariância é calculada. Para descobrir se as séries utilizadas para calcular o DCJ são estacionárias ou não, são feitos os testes de Dickey-Fuller aumentado (ADF) e de Phillip-Perron (PP). O teste ADF é representado pela equação (1):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + B_{2t} + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Onde, ε_t é o erro e ΔY_{t-1} é o parâmetro relacionado às médias móveis da série modelada.

A equação de Phillip-Perron também pode ser utilizada para verificar se as séries que compõe o DCJ são estacionárias, porém ela basicamente é mesma que a equação de Dickey Fuller ampliado, exceto no sentido que utiliza dados não paramétricos para verificar se existe heterocedasticidade e autocorrelação entre os resíduos.

Como discutido anteriormente, se os resultados indicarem que as séries utilizadas são estacionárias I(0), a aplicação do MQO nas séries é válida, entretanto, caso as séries sejam não estacionárias, deve-se levantar dúvidas sobre os resultados obtidos, pois se pode estar incorrendo no problema conhecido como regressão espúria. O problema de regressão espúria surge quando se utilizam modelos com dados de séries não estacionárias. Normalmente, dados de séries não estacionárias exibem comportamentos semelhantes (uma tendência crescente ou decrescente, por exemplo) que levam a resultados altamente satisfatórios, indicando, falsamente, que as séries possuem uma relação entre si. Nestes casos, os procedimentos de teste t e F usuais não são válidos. Existe, entretanto, uma exceção se as variáveis utilizadas são co-integradas, as regressões que

Os autores afirmaram em sua análise, que o DCJ demonstra-se válido para o Brasil porque, ao final do período analisado, o diferencial foi menor em suas médias do que no começo, quando houve a abertura comercial brasileira. Também não existe ainda comprovação empírica para validar o DCJ através de formação de série de PCJ no período analisado.

Garcia e Barcinski (1996), também analisando o DCJ, demonstraram que a atratividade do capital estrangeiro para o Brasil foi verificada, pois o fluxo deste capital entre os países serviu como base para identificar a decisão dos estrangeiros pelo Brasil. Os autores argumentaram que os elementos que evidenciaram essa atividade estrangeira no país no período estudado, entre 1991 até 1995, foram a queda na taxa de juros internacional, as políticas para liberar a conta capital, o aquecimento da economia mundial e a melhora na economia brasileira. O Brasil teve uma taxa de juros muito superior aos demais países no diferencial, mesmo com o desconto do risco cambial. Estes foram os motivos para o aumento de fluxo de capital para o país.

envolvem variáveis não estacionárias são potencialmente significativas. Formalmente, tem-se que se Y e X forem dois processos $I(1)$ (não estacionários e integrados de ordem 1), então, de forma geral, $y_t - \beta_1 x_t$ será um processo $I(1)$ para qualquer número β_1 . No entanto, é possível que para alguns $\beta_1 \neq 0$, $y_t - \beta_1 x_t$ seja uma processo $I(0)$, ou seja, estacionário. Se existir tal β_1 , diz-se que y e x são co-integrados, e β_1 é chamado de parâmetro co-integração (WOOLDRIDGE, 2006).

O teste utilizado para verificar se duas séries são co-integradas é o teste de Engle-Granger (EG). Basicamente, o teste consiste em aplicar o teste ADF nos resíduos da regressão das duas variáveis y e x para verificar se eles são estacionários ou não, ou seja, testar se são $I(0)$. Porém, como os resíduos estimados baseiam-se no parâmetro co-integrante estimado β_1 , os valores de significância de ADF não são muito apropriados. Desta forma, Engle e Granger calcularam esses valores, que são fornecidos corriqueiramente pelos *softwares* estatísticos ou obras de referência. Caso seja confirmada a existência de co-integração, $y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \varepsilon_t$ define uma relação de equilíbrio a longo prazo entre as duas variáveis. Porém, como destaca Gujarati (2006), é natural que no curto prazo existam desequilíbrios. Desta forma, pode-se tratar o termo de erro ε_t como o “erro equilibrador” e pode-se utilizar este termo de erro para ligar o comportamento de y_t a curto prazo com seu valor a longo prazo. Este procedimento é conhecido como mecanismo de correção de erro (MCE) e é definido pela equação (2):

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta x_t + \delta \varepsilon_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

Em que Δ , como de hábito, indica primeira diferença; ε_{t-1} é o valor defasado em um período do resíduo da regressão (2), a estimativa empírica do termo de erro de equilíbrio; e μ_t é o termo de erro com as propriedades usuais. A regressão (2) relaciona a variação em y_t com a variação em x_t e o erro equilibrador no período anterior. Nessa regressão, Δx_t captura as perturbações de curto prazo em x_t , enquanto o termo de correção de erro ε_{t-1} captura o ajustamento para o equilíbrio de longo prazo. Se δ for estatisticamente significativo, ele representa a proporção do desequilíbrio em y_t em um período é corrigida no período seguinte. Com esses passos econométricos realizados, é possível validar se as séries utilizadas para formar uma DCJ, realmente, possuem integração entre si ou não ao longo do tempo. Visto isso, é possível dizer se um país se integrou mais ou menos com os demais, se há possibilidade de mobilidade total de capitais durante aquele período ou algum período da série e até mesmo se ocorreu algum tipo de manipulação no câmbio e nos juros em alguma fase da economia de algum país.

4.3 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA SOBRE A PARIDADE DE JUROS NO BRASIL

Holanda e Cavalcante (1999) analisaram o período de 1987 até 1996, estimando a PCJ e a PDJ. Os autores construíram uma série para o prêmio de risco da moeda, utilizando expectativa racional através de mínimos quadrados recursivos (MQR), que captariam as oscilações do câmbio no período de análise. Essa série temporal seria, hoje, o câmbio futuro, mas que não existia para aquele período. Os autores não aprovaram a validação da PDJ como perfeita mobilidade de capital, porém, diferentemente, se aplicaria para PCJ, onde foi verificada a perfeita mobilidade de capital, reforçando que na primeira poderia existir um prêmio de risco cambial embutido que explicaria a não validação. A conclusão, portanto, foi que encontraram uma aceitação para um prêmio de risco para o Brasil nesse período, resultado que, de certa forma, é considerado lógico devido aos desdobramentos passados da economia brasileira.

Sachsida, Teixeira e Ellery Jr. (1999) também buscaram encontrar resultados com a utilização da paridade de juros e estimaram a PDJ para o Brasil de janeiro de 1984 a outubro de 1998, sendo que a mesma se mostrou diferente em alguns períodos. Segundo os autores, entre janeiro de 1990 e junho de 1994, a taxa de juros brasileira foi determinada, especialmente, por eventos estrangeiros, não tendo um prêmio de risco. Situação diferente entre julho de 1994 e outubro de 1998, onde a PDJ foi rejeitada e as taxas de juros locais foram exclusivamente relacionadas a eventos locais, sem influência de fatores externos. Por fim, comentaram que no período de 1994 até 1998, o qual se identifica pelo Plano Real no Brasil, existiu uma política de taxa de câmbio administrada, ou seja, o governo atuou efetivamente na taxa de câmbio, buscando comprar ou vender dólares no mercado à vista e tentando frear a direção da moeda para a meta desejada, caracterizando, assim, uma tentativa de controle no câmbio por parte do governo brasileiro.

Para Miguel (2001), a investigação utilizando PDJ e PCJ, embora tenha algumas rejeições, é consistente, pois na grande parte das vezes a rejeição é um problema amostral e, no caso do Brasil, em especial, parte dos dados para compor a amostra são de curto prazo, não acompanhando os maiores prazos externos. O autor analisou o comportamento da PDJ e da PCJ no Brasil de janeiro de 1992 até dezembro de 1998 e os resultados demonstram que a

PCJ se justifica a partir dos planos adotados pelo país após 1992, porém a PDJ não se confirma nos dados diários e semanais. Com a atuação no mercado cambial e de juros, conseguiu-se atrair capitais externos e, ao mesmo tempo, o governo obteve um crescente aumento no contingente de reservas.

Uma forma de investigar o risco a partir da paridade de juros foi proposta por Leme e Takami (2003), onde inseriram dentro do modelo um prêmio de risco de não pagamento dos títulos. Ele seria composto, principalmente, pelos *spreads* do *global bonds*, que é uma taxa de risco-país mais completa por também utilizar uma taxa de risco-país conhecida no mercado, que é o *Emerging Market Bond Index* (EMBI) emitido pelo banco JP MORGAN, e também por ter uma facilidade maior de encontrar os vencimentos destas taxas. Juntamente com o risco de não pagamento foi calculado o risco de fronteira, que é composto por Notas do Banco Central Especial (NBC-E), que são emitidas para controle monetário. E, por último, acoplaram também ao modelo o risco cambial, que protege o modelo sobre qualquer efeito de desvalorização no mercado de câmbio.

Os autores buscaram adaptar o risco tanto para a PDJ quanto para a PCJ para que acompanhasse uma possível desvalorização cambial com as oscilações do diferencial de juros. Para a PCJ trabalharam com período entre abril de 2001 a abril de 2003 e para a PDJ de novembro de 2001 a junho de 2003. O intuito foi limitar a série para obter uma qualidade maior na análise dos dados. Leme e Takami (2003) encontraram a não validação da PDJ e da PCJ neste período devido, justamente, aos agentes estrangeiros esperarem sempre um retorno por ativo maior em países emergentes do que em países já desenvolvidos. Um retorno maior esperado em países em desenvolvimento pelos estrangeiros pode ocorrer devido a outros tipos de riscos, como Frankel (1992) cita: além de outros riscos, como o político, também se inclui esperar um prêmio extra dentro de outros países em razão dos gastos com custos de informação e custos para controlar o dinheiro no país, por exemplo.

Na investigação de Yoshino e Micheloto (2004), utilizando dados de janeiro de 1993 a dezembro de 2001, a partir da estimação da PDJ para países em desenvolvimento, não houve argumentos empíricos para manter a condição de paridade não coberta de juros. Os autores sugerem que possa existir um prêmio de risco nesses países em desenvolvimento, o qual deve ser estudado em um trabalho futuro. No contexto geral, os autores também questionaram a

formação da PDJ para países em desenvolvimento, já que os mesmos não possuem perfeita mobilidade de capital.

De acordo com Liu (2007), há somente duas frentes que podem ser estudadas dentro da paridade de juros: uma é a PCJ e a outra é a PDJ. Segundo o autor, o pesquisador pode direcionar os estudos para a primeira, pois se ela for rejeitada, automaticamente, a segunda já é desconsiderada, pois a PDJ também compõe a PCJ, como explicado anteriormente. O autor concorda com a análise que Yoshino e Micheloto (2004) realizaram para a PDJ. Segundo o estudo do autor, a PDJ não demonstrou aplicabilidade entre os anos de 1994 e 2006, pois houve a constante intervenção do governo no mercado cambial, atuando como comprador ou vendedor de moeda estrangeira de acordo com o cenário econômico.

Silva e Pinto (2008) testaram a PDJ para o período de novembro 2001 a setembro de 2007, utilizando a hipóteses de expectativas racionais e de expectativas vindas do relatório *Focus* semanal, emitido pelo Banco Central. Pelo relatório, os autores confirmaram a PDJ. Por outro lado, pelo modelo de expectativa racionais, a paridade não foi confirmada.

Conforme Silva, Triches e Hillbrecht (2009), a PCJ retém poucas restrições para vigorar e, por isso, pode ser considerada uma forma não muito forte de medir a mobilidade de capital. Por outro lado, a PDJ, caso vigore, indica que os ativos dentro e fora do país são substitutos perfeitos e, neste caso, a PDJ seria zero. Os autores comentam que a PDJ é uma condição mais forte do que a PCJ para calcular a integração porque se as médias forem zero, não há risco de prêmio cambial. Os autores utilizaram o DCJ, afirmando que existe um constante crescimento dos fluxos de capitais e a integração financeira internacional do Brasil vem acontecendo de fato até os últimos anos da análise, que termina em 2004. Os autores determinaram as séries entre 1990 e 2004 e encontraram essa tendência de capitais para o Brasil a partir de 1992, embora depois de 1995 os volumes tenham sido maiores. A análise feita sobre DCJ demonstrou que, apesar de ainda existirem barreiras no período, elas vêm caindo com o tempo. Esta constatação ocorre pelo fato de que as médias vêm se reduzindo apesar de serem diferentes de zero, o que demonstra também uma maior integração.

O Quadro 1 apresenta um resumo dos principais estudos abordados neste capítulo.

Quadro 1: Resumo dos estudos abordados

AUTORES	PERÍODO	METODOLOGIA	RESULTADOS
Garcia e Barcinski (1996).	Entre 1991 e 1995.	Investigaram a DCJ para o Brasil.	A enorme diferença da taxa de juros brasileira foi considerada mais importante para o fluxo de capitais, mesmo considerando o risco cambial.
Holanda e Cavalcante (1999).	Entre 1987 e 1996.	Testaram a PCJ e a PDJ para verificar a mobilidade de capital do período.	A PDJ apresentou barreiras de integração do Brasil com o mundo no período. Em relação a PCJ, não foi rejeitada a hipótese de mobilidade de capital.
Sachsida, Teixeira e Ellery Jr. (1999).	Entre janeiro de 1984 e outubro de 1998.	Testaram a PDJ para o Brasil.	A PDJ não se verificou.
Miguel (2001).	Entre 1992 e 1998.	Testou a PCJ e a PDJ para o Brasil.	A PDJ não se verificou.
Leme e Takami (2003).	Entre 2001 e 2003.	Testaram a PCJ e a PDJ modificada com uma variável de prêmio de risco.	Não é validada a paridade de juros para ambas, porém o período analisado é pequeno, o que sugere a não refutação total do modelo.
Yoshino e Micheloto (2004).	Entre janeiro de 1993 e dezembro de 2001.	Investigação da PDJ para 20 países.	A PDJ não se valida para os países emergentes.
Liu (2007).	Entre julho de 1994 e agosto de 2006.	Testou a PDJ para o Brasil.	A PDJ não foi validada, sugerindo que o fato ocorreu devido à tentativa do governo controlar o câmbio e a taxa de juros simultaneamente.
Silva e Pinto (2008).	Entre novembro de 2001 e setembro de 2007.	Testaram a PDJ para o período, utilizando as hipóteses de expectativas racionais e de expectativas vindas do relatório <i>Focus</i> semanal, emitido pelo Banco Central.	Pelo relatório <i>Focus</i> foi confirmada a PDJ, já pelo modelo de expectativas racionais não se confirmou.
Silva, Triches e Hillbrecht (2009).	Entre abril de 1990 e março de 2004.	Investigar aos desvios da PCJ para o Brasil.	A PCJ não se confirmou, mas demonstrou que o Brasil possui um nível de integração intermediário.

Fonte: Elaboração própria do autor.

Para grande parte dos pesquisadores que utilizam países emergentes como base de dados de seus estudos envolvendo paridade de juros, existe quase sempre uma não validação da PDJ. Este resultado pode ser considerado satisfatório, pois caso a PDJ fosse validada, haveria uma perfeita mobilidade de capital entre países desenvolvidos e emergentes, o que seria tratado com bastante estranheza para a comunidade acadêmica, pois se sabe que o risco advindo de um país emergente é *a priori* mais elevado que uma nação desenvolvida. Os resultados demonstram que este fato se comprova nas análises de investigação envolvendo a paridade de juros.

A paridade de juros por si só é uma ferramenta financeira útil para detectar a magnitude do grau de integração financeira entre os países. Sua forma de utilização é relativamente simples e é um instrumento para os agentes econômicos identificarem o risco em países com moedas e juros diferentes entre si. A interpretação dos modelos de paridade, quando são validadas suas séries por estudos econométricos, é importante para compreender o grau e integração financeira de determinado país no momento analisado. O que atrai pesquisadores para o modelo de paridade é sua capacidade de estimular novos estudos, introduzindo novas variáveis que possam ser importantes no prosseguimento das pesquisas envolvendo integração financeira entre nações.

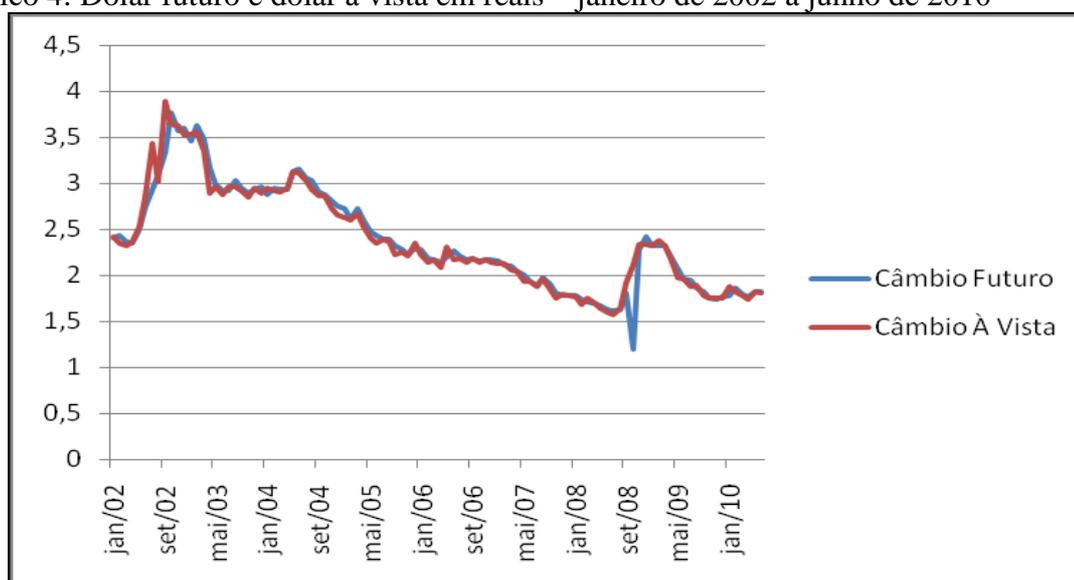
4.4 INTERPRETAÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS PARA INVESTIGAR A PARIDADE DE JUROS

Alguns indicadores macroeconômicos permitem observar a relação de um país com o mercado internacional, seja em âmbito comercial e/ou financeiro. Como método para analisar a integração financeira do Brasil com o restante do mundo, neste estudo, optou-se por utilizar as seguintes variáveis: dólar à vista, dólar futuro, taxa Selic, taxa DI de 30 dias em $t+1$, taxa de juros americana e taxa *Libor*.

O câmbio é uma variável que demanda atenção dos governantes na política monetária de cada economia, pois sua oscilação desproporcional afeta o desempenho macroeconômico do país, comprometendo, principalmente, os países emergentes. Em muitas ocasiões, por exemplo, o fator cambial foi um aspecto importante para o saldo da balança comercial brasileira. Rossi (1995) reforça que a taxa de câmbio de um país está relacionada aos demais ativos financeiros, fazendo com que movimente toda a cadeia econômica. Portanto, a tarefa de equilibrar a taxa de câmbio é relevante e exige atenção no modelo macroeconômico a ser usado pelos governos ao longo do tempo. Devido a essa importância, a taxa de câmbio, geralmente, está implícita nos modelos para calcular integração financeira entre os países. Tratando-se de paridade de juros, é utilizado o dólar à vista e o dólar futuro justamente para verificar se existe alguma taxa de prêmio, que ocorre quando o dólar futuro oscila de maneira desproporcional em relação ao dólar à vista, permitindo que ocorra o fenômeno da arbitragem.

De acordo com o Gráfico 5, pode-se verificar que a tendência é que o câmbio futuro e à vista oscilem, geralmente, de forma semelhante. Mesmo quando as oscilações de um ou de outro se afastam no curto prazo desta tendência, rapidamente voltam à trajetória natural. Logo nos primeiros meses de 2002, é evidente um aumento nas cotações do dólar. Essa movimentação ocorreu devido à insegurança no cenário político e econômico do Brasil com a troca de governo. Contudo, ao assumir a presidência, Luís Inácio Lula da Silva adotou a medida de elevação das taxas de juros, sinalizando que iria continuar mantendo a política econômica do governo anterior. Essa atitude atenuou as inseguranças do mercado, fazendo com que o fluxo de capital externo voltasse para o país. Depois deste período conturbado no início de 2002, o dólar teve constantes quedas ao longo dos anos, com uma oscilação notável, novamente, por volta de 2008, quando ocorreu uma crise mundial que abalou o fluxo internacional de todos os países.

Gráfico 4: Dólar futuro e dólar à vista em reais – janeiro de 2002 a junho de 2010



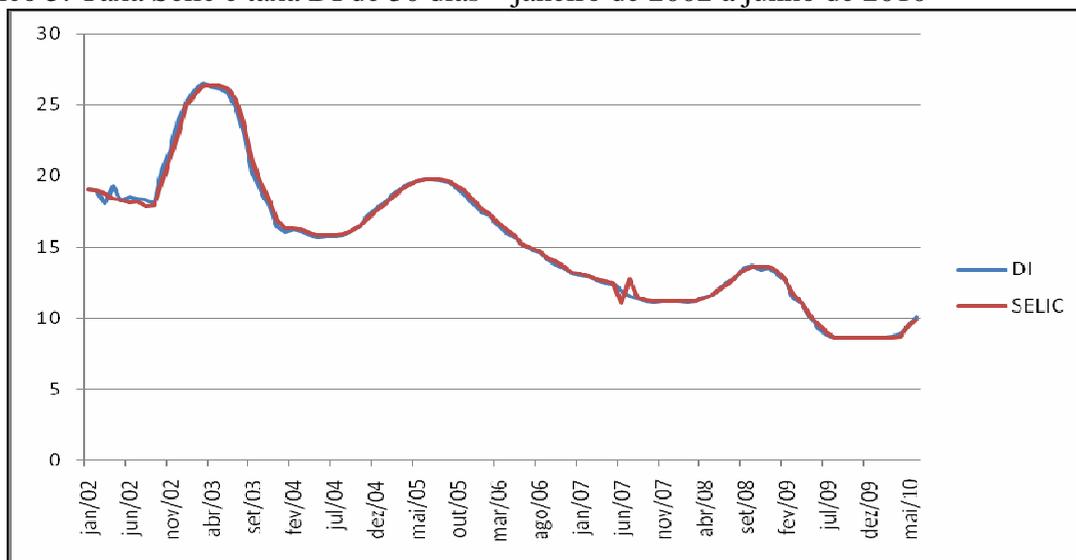
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

Segundo Sicsú (2002), a taxa de juros no Brasil está relacionada às flutuações do câmbio. Geralmente, quando o câmbio oscila muito, o Banco Central brasileiro atua sobre as taxas de juros no curto prazo para proteger o país de oscilações mais inconstantes e que possam afetar a economia como um todo. O autor comenta que esta medida funciona e mostra que a relação entre câmbio e taxa de juros é bastante estreita no país. A taxa Selic, que foi utilizada neste estudo é, segundo Banco Central do Brasil (2001), calculada através da média

ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia com lastros nos Títulos do Tesouro Federal. A taxa DI para 30 dias, por sua vez, é a taxa de juros futura ou a expectativa da taxa de juros dos agentes no futuro, sendo negociada na BM&FBOVESPA.

Como se observa no Gráfico 5, as trajetórias da taxa de juros futura e da taxa Selic são semelhantes. Em 2002, com a posse do novo governo, nota-se o aumento dos juros para sinalizar a manutenção da política econômica do governo anterior. Após este período, a taxa Selic sofre oscilações, mas sempre com a tendência de queda, sendo que o mesmo ocorre com a taxa DI de 30 dias.

Gráfico 5: Taxa Selic e taxa DI de 30 dias – janeiro de 2002 a junho de 2010

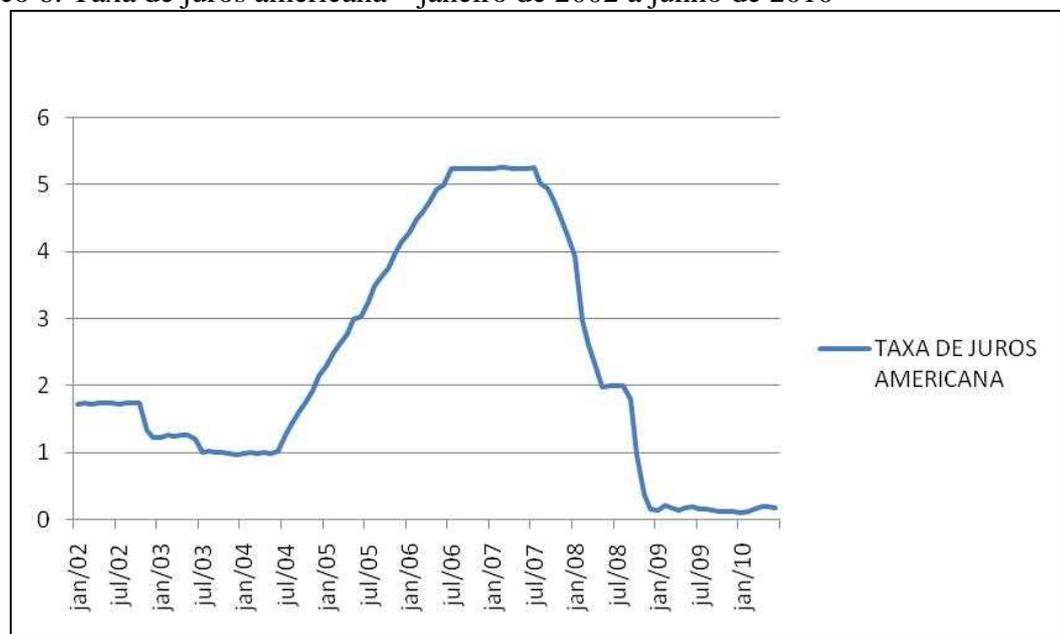


Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

A taxa de juros americana talvez seja a mais importante, não somente para o Brasil, mas para o restante do mundo porque serve como balizador de muitas economias, já que através dela é decidida a política econômica de muitas nações. Segundo Amadeo (2001), quem decide a taxa de juros americana é o Comitê Federal de Mercado Aberto dos Estados Unidos (FOMC), que é um órgão composto por 450 pessoas. Sua função é analisar os indicadores da economia e decidir qual a melhor taxa de juros. Segundo o autor, a taxa de juros americana é utilizada, basicamente, como instrumento de controle da inflação e para dar continuidade ao bom andamento econômico do país. Por este motivo, essa taxa de juros é tão importante para o mercado.

No Gráfico 6 pode-se verificar a atuação do FOMC na política de taxas de juros. Em determinados momentos, a taxa aproximou-se de zero, justamente no intuito de diminuir a procura por títulos americanos para buscar fomentar a economia com investimento direto. A taxa de juros americana é empregada para balizar o preço de um título do Tesouro americano e, por isso, ela é tão importante. Os títulos do Tesouro americano são os mais seguros do mundo e a taxa paga por eles é um *benchmark*²⁶ que deve ser levado em consideração por toda comunidade mundial.

Gráfico 6: Taxa de juros americana – janeiro de 2002 a junho de 2010



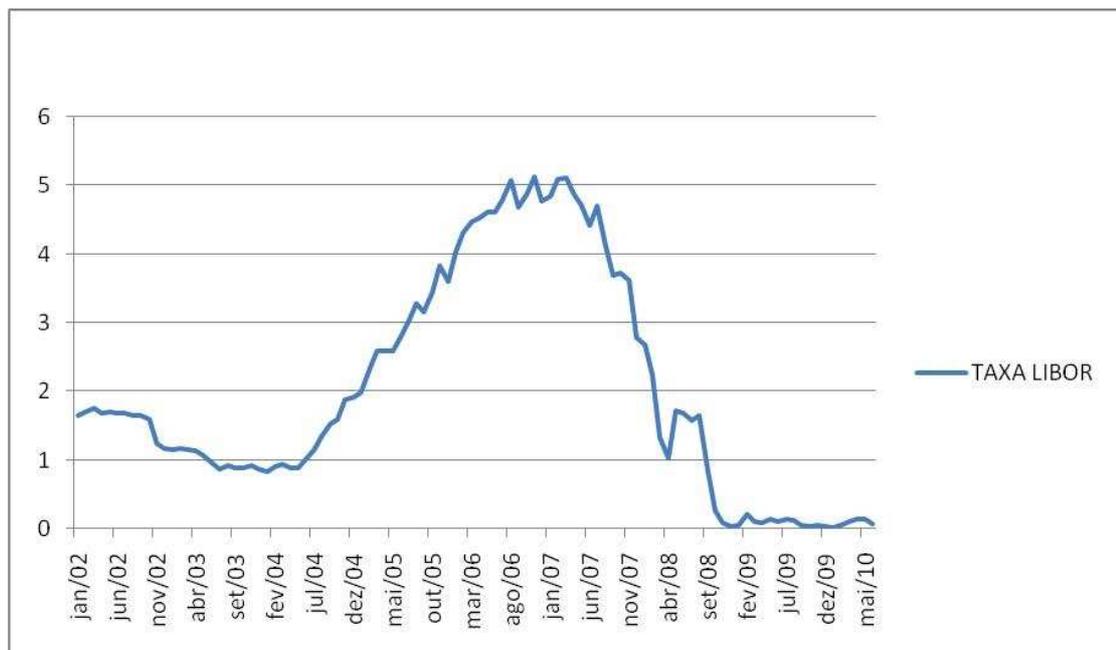
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

O último indicador analisado é a taxa *Libor*, que é uma taxa ajustada e fornecida todos os dias no mercado londrino. Segundo Amadeo (2001), essa taxa apresenta-se um pouco acima da taxa de juro americana e é utilizada, interbancariamente, para empréstimos. Ela é fornecida na modalidade *overnight* até um ano e é atentamente acompanhada tanto por bancos como por agentes ligados ao mundo financeiro. A taxa *Libor* tem sido utilizada, geralmente, pelos pesquisadores como uma ferramenta de expectativa para os juros e é neste sentido que é descrita neste estudo.

²⁶ Significa a referência quando um agente decide fazer um investimento e, neste caso, os títulos do Tesouro americano são a referência. Outros investimentos devem ser comparados *a priori* com títulos americanos antes de serem efetuados.

No Gráfico 7 é demonstrada a evolução da taxa *Libor* no período analisado. Constatase que a taxa, em um curto período de dois anos, foi de mais de cinco pontos para praticamente zero. O pico da taxa *Libor* aconteceu antes mesmo da grande crise de 2008. Em meados de agosto de 2007, ano em que foram descobertos os primeiros títulos de má qualidade do *subprime*²⁷. O banco francês BNP Paribas congelou o resgate de alguns fundos lastreados em *subprime* em razão da dificuldade de traduzir para a realidade os preços pagos pelos títulos. Desde então, a taxa *Libor* também começou a cair e os empréstimos interbancários diminuíram entre os bancos ingleses. O auge foi em 2008, quando a taxa começou a descer novamente em direção a zero, lembrando que em 2007 estava acima de 5%.

Gráfico 7: Taxa *Libor* – janeiro de 2002 a junho de 2010



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2011).

Rossi (2010) reforça o argumento que o tamanho da amostra analisada está relacionado com a relação causa-efeito entre ambas, pois quando ocorre uma discrepância entre a taxa de juros interna e a externa, dado o câmbio constante, se espera que a doméstica acabe se adequando a taxa de juros externa. No caso do Brasil, para equiparar as taxas, ou

²⁷ Nome dado aos títulos de alto risco do mercado imobiliário americano.

mesmo que o câmbio se ajuste para manter a paridade, o autor vai além dessas relações, incluindo um fator que poderia afetar o câmbio: o nível de reservas cambiais.

Os estudos de paridade de juros analisados neste capítulo demonstram de uma forma ampla que a paridade capta, de fato, os momentos de instabilidade vividos pela economia brasileira, sugerindo que o país, em determinados momentos da história, teve um prêmio de risco elevado, pois não oferecia segurança necessária para os investidores estrangeiros aplicarem seu capital no mercado doméstico. Essa insegurança foi diminuindo consideravelmente a partir 2002, sendo notada inclusive pelo Risco-Brasil, que, em 2002, atingiu 2.500 pontos e, em 2003, caiu para 500 pontos, oscilando perto de seus extremos históricos, ou seja, traduzindo em números a sensação vivida pelas incertezas econômicas e políticas que o país estava passando naquele período. Depois desse momento só houve outra grande instabilidade em 2008, porém com um fator internacional, que era a crise imobiliária americana, diferentemente de 2002, que era um problema interno de troca de governo.

A partir dos dados apresentados neste capítulo foi possível analisar o grau de integração financeira do Brasil com o resto do mundo. Houve uma intensificação desta integração na medida em que o país teve uma maior estabilidade econômica, principalmente, depois de 2002. Mesmo com uma taxa de juros em queda, o que para muitos representaria uma fuga de capital para países com taxas de juros mais elevadas, o Brasil ainda possui uma taxa de juros real atraente para os investidores internacionais. Neste período, mesmo com uma apreciação do câmbio brasileiro, houve também um superávit na balança comercial, mostrando a força das exportações brasileiras e uma entrada de capitais crescente e contínua.

A funcionalidade da paridade de juros não é complexa, porém a comprovação e a validação de seus resultados são de difícil interpretação e entendimento. A PDJ, por exemplo, se baseia na hipótese de que se o retorno da taxa de juros de um país é maior que o retorno das taxas de juros dos países, tradicionalmente, conhecidos como desenvolvidos, isso ocorre porque no decorrer do tempo a moeda deste país tende a se desvalorizar e a taxa de juros real deste país vai convergir com a taxa de juros dos demais países. Por outro lado, é possível realizar uma operação que elimine a oscilação cambial dentro da PCJ, que é vender moeda estrangeira no tempo $t+m$, ou seja, vender a moeda no período de sua liquidação para fazer uma espécie de travamento no câmbio. Essa operação inclui um custo operacional, que é levado em conta pelos investidores. A PCJ entraria em questionamento no sentido de por que

comprar um título em outro país e realizar o travamento na moeda local? Onde está o ganho real desta operação? Isso ocorre porque o país local, provavelmente, paga uma taxa real de juros mais elevada que o país estrangeiro, que é o prêmio de risco por investir naquele local. O investidor se apropria deste prêmio de risco para maximizar seus ganhos, evento que é captado nos estudos analisados em diversos períodos.

Um dos motivos do Brasil ser procurado e apresentar uma significativa entrada de capital depois de 2002 foi sua taxa de juros mais elevada que a internacional, ou seja, o prêmio de risco que o Brasil oferecia deveria ser maior por seu histórico de dificuldade de estabilizar sua economia e crescer. Hoje, o país está no caminho de grandes investidores estrangeiros não somente em função de pagar um prêmio de risco mais elevado, mas por apresentar uma economia em crescimento e por sua preocupação com a inflação.

5 CONCLUSÕES

Há um debate acadêmico acerca da integração econômica mundial, iniciado com o comércio de produtos. Um fator importante para o processo de integração entre os países foi a industrialização. Num momento seguinte, a internacionalização das empresas intensificou os crescentes fluxos financeiros entre países.

A necessidade dos países por novos mercados fez com que os modelos de integração se intensificassem cada vez mais e nos tempos modernos ocorreu um avanço dos países industrializados para países com concentração de pessoas e de renda, logicamente em direção aos países em desenvolvimento, como países da América Latina e da Ásia. A abertura de capital de países em desenvolvimento foi fundamental para ocorrer essa migração em busca de consumidores e de custos menores de mão de obra.

Em relação ao Brasil, o país começou a se integrar de fato com o comércio internacional no início dos anos 1990, quando ocorreu sua abertura comercial e financeira. Porém, não somente a abertura por si só colaborou, mas também as variáveis que iriam manter o Brasil inserido nesta relação internacional, como o controle da inflação, que foi a política adotada para manter a estabilidade econômica. Cabe destacar a onda de privatizações que aconteceu na segunda metade da década de 1990. A entrada de capital estrangeiro naquele momento era importante para o controle da economia e a alternativa encontrada foi desestatizar algumas empresas que o governo controlava, porém o custo moral frente à população brasileira foi altamente negativo. Este evento, contudo, foi uma importante sinalização para os agentes identificarem que o governo estava disposto a manter a estabilidade econômica.

Quando o estudo sobre integração e fluxos de capitais é debatido, é importante saber quais mecanismos podem ser utilizados para medir esses eventos ocorridos entre diversas economias. Neste estudo, optou-se em aprofundar a paridade de juros, que busca encontrar a capacidade do grau de integração entre países, utilizando variáveis macroeconômicas. Através da revisão de literatura, verificou-se, inicialmente, que a paridade capta de maneira concisa as oscilações dos fluxos financeiros entre países. Geralmente, quando as médias das séries já analisadas se afastaram muito de zero é porque existiu naquele espaço de tempo algum

elemento doméstico ou estrangeiro que influenciou na economia. Quando ficaram próximas de zero, por outro lado, houve um momento de prosperidade e de estabilidade econômica. Portanto, existe uma uniformidade nos resultados dos autores, que tendem a convergir para uma importante relação entre as variáveis das paridades de juros e a integração financeira. Isso se verifica na Tabela 1, quando se observou que de maio a outubro de 2002, as médias de DCJ foram elevadas quando comparadas ao período de janeiro de 2000 a abril de 2002, no momento em que apresentaram uma média próxima de zero segundo Silva, Triches e Hillbrecht (2009). No período após maio de 2002, as médias se elevaram devido às instabilidades no processo de transição do governo federal no Brasil, à descoberta de fraudes contábeis em empresas de grande porte no exterior e também à ameaça de conflito entre Estados Unidos e Iraque, causando oscilações no preço do petróleo. É preciso salientar que *ceteris paribus*, somente as variáveis utilizadas para construção da paridade de juros já alertavam que naquele período, possivelmente, houve algum evento que fez com que as médias da série se alterassem.

No âmbito da PDJ, não causou surpresa o fato de a mesma não ser validada por diversos autores, visto que é de conhecimento no campo acadêmico que os países emergentes, em especial, possuem uma taxa de juros que não é compensada pelo câmbio. Isto ocorre porque existe um prêmio de risco adquirido pelos investidores por estarem investindo em países periféricos. Caso ela fosse validada, haveria uma perfeita mobilidade de capital entre os países, algo também difícil de ocorrer quando se tratam de panoramas econômicos diferentes. Algumas análises envolvendo a PCJ e o DCJ, em períodos curtos, verificaram que a PCJ vigora, mas em grande parte é encontrado um prêmio de risco mais elevado, principalmente, se tratando de Brasil. Esse prêmio é livre de risco cambial e como se trata de paridade coberta, parte-se do pressuposto que o investidor se previne de oscilações cambiais, vendendo moeda estrangeira no dia da compra do título em um vencimento futuro, justamente de liquidação do título, apenas assumindo outros tipos de risco, como o de calote. Mesmo com essas situações vigorando, nota-se que o prêmio para o investidor estrangeiro tem caído com o tempo conforme a revisão de literatura realizada, sugerindo que o Brasil está em uma fase de integração financeira maior que nas décadas anteriores.

Entre as análises em torno do funcionamento da paridade de juros, é consistente argumentar que é uma ferramenta útil para os pesquisadores, os agentes da economia e os órgãos governamentais. Para evolução dos modelos em torno da paridade de juros é

fundamental que ocorra um aprimoramento em estudos futuros, com incremento de novas e importantes variáveis ligadas à integração. Com isso, pode-se auferir resultados ainda mais concretos e detalhados que possam auxiliar na tomada de decisão frente às políticas monetárias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMADEO, Kimberly. **The Federal Funds Rate and How It Works**. 2001. Disponível em: http://useconomy.about.com/od/monetarypolicy/a/fed_funds_rate.htm. Acesso em: 10 jul. 2011.

ASSAF Neto, Alexander. **Mercado Financeiro**. 7. ed. 2. São Paulo: Atlas, 2007.

AZEVEDO, André Filipe Zago de; TRICHES, Divanildo (orgs.). **Integração econômica latino-americana**. Viamão: Entremeios, 2009.

BALDWIN, R.; P. MARTIN. Two waves of globalisation: superficial similarities, fundamental differences. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 6904, 1999.

BANCO DO BRASIL. BB. **Análise do Desempenho 4T09**. 2001. Disponível em: <http://www.bb.com.br/portalbb/page51,136,10361,0,0,1,8.bb?codigoMenu=410&codigoNoticia=21938&codigoRet=13044&bread=3>. Acesso em: 29 maio 2011.

BIANCARELI, A. M. A ordem dos fatores altera o produto? Notas sobre a abertura financeira, a sequência da liberalização e o caso brasileiro. In: COLÓQUIO LATINO-AMERICANO DE ECONOMISTAS POLÍTICOS, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2004.

CALLADO, Antônio André Cunha; MÖLLER, Horst Dieter. Fluxos de capital no Brasil pós Plano real. **Revista Faces**, Belo Horizonte, v. 3, n. 2, p. 73-86, 2004.

CARCANHOLO, M. D.; PAINCEIRA, J. P. P. A Ortodoxia Neo-Companheira: vulnerabilidade externa, política econômica e determinação dos fluxos de capitais. In: ENCONTRO DE ECONOMIA POLÍTICA, 2004. **Anais...** São Paulo: SEP, 2004. Disponível em: http://www.sep.org.br/artigo/9_congresso_old/ixcongresso11.pdf. Acesso em: jul. 2011.

EDISON, H.; KLEIN, M.; RICCI, L.; SLOK, T. Capital Account Liberalization and Economic Performance: synthesis and survey. **IMF Staff Papers**, Washington, v. 51, n. 2, 2004.

EDISON, H.; WARNOCK. A simple measure of the intensity of capital controls. **Journal of Empirical Finance**, Amsterdam,10(1), p. 81-103, 2003.

EDWARDS, S.; KHAN, S. Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework. **IMF Staff Papers**, Washington, v. 32, n. 3, p. 377-403, sept. 1985.

FILGUEIRAS, Luiz; PINTO, Eduardo Costa. Política e conjuntura econômica no Governo Lula. In: A POLÍTICA ECONÔMICA DO NOVO GOVERNO. Vitória, 5 e 6 de junho de 2003. **Anais...** Vitória: Departamento de Economia – UFES, 2003. CD ROM..

FINANCIAL BONDS INFORMATION. Disponível em: <http://www.investinginbonds.com>. Acesso em: abril. 2011.

FISHER, Irving. **The Theory of Interest**. New York: MacMillan, 1930. (Publications of the American Economic Association).

FRANKEL, Jeffrey A. e OKONGWU, C. 1995. **Liberalized portfolio capital inflows in emerging markets: sterilization, expectations and the incompleteness of interest rate covergence**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1995. (Working paper no. 5156).

FRANKEL, Jeffrey. Measuring international capital mobility: a review. **American Economic Review**, Boston, vol. 82(2), p.197-202, 1992.

FREITAS, Maria C. Penido; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, p. 81-111, dez. 2001.

GARCIA, M. G. P.; BARCINSKI. Capital Flows to Brazil in The Nineties: Macroeconomic Aspects and The Effectiveness of Capital Controls. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Rio de Janeiro, n. 38, p. 319-357, 1996.

GARCIA, Márcio G. P.; DIDIER, Tatiana. **Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil**. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 2000.

GARCIA, Márcio Gomes Pinto; BARCINSKI, Alexandre. Capital flows to Brazil in the nineties: Macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls. In: ENCONTRO

NACIONAL DE ECONOMIA, XXIV., 1996, Águas de Lindóia. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPEC, 1996.

GARLIPP, José Rubens Damas. **Keynes e a Economia Monetária**. Uberlândia: UFU, 2008.

GHINIS, Cristiano P. O avanço do processo de liberalização financeira no Governo Lula e o comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 103-114, set. 2006.

GIL, Felipe; KADAOKA, Fernando. **A Argentina pós-calote**. 2005. Disponível em: <http://www.istoe.com.br/reportagens/4342_A+ARGENTINA+POS+CALOTE?pathImagens=&path=&actualArea=internalPage>. Acesso em: 23 ago. 2011.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2006.

HENRY, P. Stock Market liberalization, economic reform and emerging market equity prices. **Journal of Finance**, Chicago, v. 2, n. 55, 2000.

HOLANDA, Marcos Costa; CAVALCANTE, Mileno Tavares. **Mobilidade de Capital Internacional no Brasil**. São Paulo: CAEN, 1999. (Texto para Discussão n. 199).

HOLLAND, Márcio; VIEIRA Flavio Vilela. Country Risk Endogeneity, Capital Flows and Capital Controls in Brazil. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 1 (89), jan-mar. 2003.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br>. Acesso em: jun. 2011.

KILSZTAJN, Samuel. O acordo de Bretton Woods e a evidência histórica: O sistema financeiro internacional no pós-guerra. **Revista de Economia Política**, São Paulo, 9(4): 88-100, out/dez. 1989.

KLAGSBRUNN, Victor Hugo. Globalização da Economia Mundial e os Mercados de Trabalho. **Tempo Brasileiro**, Rio de Janeiro, v. 139, pp. 207-228, out.-dez. 1999. Disponível em: <http://www.reggen.org.br/midia/documentos/globadaeconomiamundial.pdf>. Acesso em: set. 2011.

KRAAY, Aart. **In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization**. Washington D. C.: The World Bank, 1998. Não publicado.

KRUGMAN, Paul R; OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional**: teoria e política. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

LAMPREIA, Luiz Felipe. A política externa do governo FHC: continuidade e renovação. **Rev. bras. polít. int.**, Brasília, vol.41, n.2, p. 5-17, 1998.

LANE, P.; MILESI-FERRETTI, M. The external Wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing nations. **Journal of International Economics**, Nashville, v. 55, n.2, p.363-94, 2001.

LEME, M.; TAKAMI, M. Estudo das Relações de Paridade de Juros para a Economia Brasileira no Período Recente. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 31., 2003, Porto Seguro. **Anais...** Belo Horizonte: ANPEC, 2003.

LIU, John. **Diferencial de Juros e Taxa de Câmbio** – Um Estudo Empírico sobre o Brasil pós – Plano Real. São Paulo: FGV, 2007.

MIGUEL, Pereira Paulo. **Paridade de Juros, Fluxos de Capitais e Eficiência no Mercado de Câmbio no Brasil: Evidência dos Anos 90**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2001.

MINELLA, C Ary. Globalização Financeira e as Associações de Bancos na América Latina. **Cadernos de Pesquisa**, Florianópolis, n.30, jun. 2002.

MONTIEL, Peter; REINHART, Carmen. 1999. **Do capital controls influence the volume and composition of capital flows?** Evidence from the 1990s. Munich: University Library of Munich, 1999. (MPRA Paper 13710).

NAKATANI, P.; OLIVEIRA, F. A. de. A política macroeconômica do crescimento Insustentável. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, vol. 33, n.1, p. 99-124, jun. 2005.

NUNES, M. S., Da Costa Jr, N., & Meurer, R. A relação entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas: Uma análise econométrica para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, 59:586-607, 2005.

OLIVEIRA, A.L.P. de; CASSUCE, F. C. C.; GALANTE, V.A. A influência do risco país e das crises financeiras internacionais nos investimentos estrangeiros no Brasil no período pós

Plano Real. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E SOCIOLOGIA RURAL, 47., 2009, Porto Alegre. **Anais...** Piracicaba: SOBER, 2009.

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. **Globalização, fluxo de capitais e regimes cambiais: reflexões sobre o Brasil**. 2000. Disponível em:

<http://www.usp.br/estecon/index.php/estecon/article/viewFile/547/256>. Acesso em: jul. 2011.

PEREIRA JUNIOR, Gilson Gonçalves. A abertura comercial e financeira no Brasil e os impactos da taxa de câmbio sobre multinacionais brasileiras. *ENEGEP*, 26., 2006, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: Abrepeo, 2006.

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

QUINN, Dennis. **The Correlates of Change in International Financial Regulation**. 1997. Disponível em: <http://faculty.msb.edu/quinnd/papers/finregulation97.pdf>. Acesso em: jun. 2011.

ROSE, Andrew K.; SPIEGEL, Mark M. International Financial Remoteness and Macroeconomic Volatility. New York: *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol. 89(2), July, 2009.

ROSSI, José W. **O Modelo Monetário de Determinação de Taxa de Câmbio**: Testes para o Brasil. Brasília: Ipea, 1995. (Texto para Discussão 393).

ROSSI, Pedro. Padrões de Integração Financeira e a Volatilidade das Taxas de Câmbio e Juros em Países Periféricos. **Revista Oikos**, Rio de Janeiro, v. 9, n.1, 2010.

SACHSIDA, Adolfo; TEIXEIRA, Joanílio R.; ELLERY JÚNIOR, Roberto. **Diferencial de juros e taxa de câmbio no Brasil**. Brasília: IPEA, 1999.

SHILLER, Robert J.; MCCULLOCH Huston. The Term Structure of interest Rates. **Cowles Foundation Paper**, Cambridge, n. 2341, 1987.

SICSU, João. Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, 2002.

SILVA, Rodrigo S.; PINTO, Paulo R.L. Teste da Validade da Paridade Descoberta de Juros para o Brasil entre 2001 e 2007. *Sinergia*, Rio Grande, 12(2): 21-36, 2008.

SILVA, Soraia S.; TRICHES, Divanildo; HILLBRECHT, Ronald O. Investigação da mobilidade de capitais da Paridade coberta de juros com modelos de parâmetros fixos e variáveis. **Revista de Economia**, Brasília, v. 10, n. 3, p. 1-20, out./dez. 2009.

SOLNIK, Bruno H. Why not diversity internationally rather than domestically? **Financial Analysis Journal**, p. 41-66, jul./ago. 1974.

STELLA, Milton André. **Três ensaios sobre os impactos econômicos da integração financeira**. 2009. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2009.

TOLEDO, J. E. Risco Brasil: O Efeito-Lula e os Efeitos-Banco Central. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 22, n. 3, p. 138-145, 2002.

VERÍSSIMO, Michele P.; HOLLAND, Márcio. **Liberalização da Conta Capital e Fluxos de Portfólio para o Brasil**. São Paulo: FGV, 2009.

VIZENTINI, Paulo Fagundes. De FHC a LULA Uma Década de Política Externa (1995-2005). **Civitas**, Porto Alegre, v. 5 n.2, jul./dez. 2005.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à Econometria: Uma Abordagem Moderna**. São Paulo: Thomson-Pioneira, 2006.

YOSHINO, J. A; MICHELOTO, S. R. A Paridade Descobertas Taxas de Juros nos Mercados de Moedas Estrangeiras (FX). **Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, vol.2, n. 2, p.137-157, 2004.