

LUCAS DE SAMPAIO BENDER

ANÁLISE DAS INTER-RELAÇÕES DOS PRINCIPAIS MERCADOS
MOBILIÁRIOS MUNDIAIS ENTRE 1970 E 2013

Monografia apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo como requisito
para a obtenção do título de Especialista
em Engenharia Financeira.

Área de concentração:
Engenharia Financeira

Orientador:
Prof. Dr. José Roberto C. Piqueira

São Paulo
2015

MBA/EF
2015
432a



Escola Politécnica - EPEL



31500023143

FICHA CATALOGRÁFICA

m20150

Bender, Lucas de Sampaio

**Análise das inter-relações dos principais
Mercados mobiliários mundiais entre 1970 e 2013 /
L.S. Bender . -- São Paulo, 2015.
110 p.**

**Monografia (MBA em Engenharia Financeira) -
Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.
Programa de Educação Continuada em Engenharia.**

**1. Mercado de Capitais 2. Finanças 3. Engenharia
financeira. Universidade de São Paulo. Escola
Politécnica. Programa de Educação Continuada
em Engenharia II. t.**

[2752525]

LUCAS DE SAMPAIO BENDER

ANÁLISE DAS INTER-RELAÇÕES DOS PRINCIPAIS MERCADOS
MOBILIÁRIOS MUNDIAIS ENTRE 1970 E 2013

Monografia apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo como requisito
para a obtenção do título de Especialista
em Engenharia Financeira.

São Paulo
2015

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos que fizeram parte deste trabalho, mesmo não sabendo da apreciada participação.

Em ordem cristã, a minha gratidão ao Professor Dr. José Roberto C. Piqueira, que participou deste árduo parto; à minha família, atuante em parto ainda maior (precisaram e precisarão de muita paciência) e aos Orangotangos; à Malu Benson e às suas agradáveis e amorosas porventuras quase certas (ainda escreveremos esta história); e ao P.Y. e à S.R.F., certos e amorosos, em quase agradáveis porventuras.

Tudo tem o seu tempo determinado, e há tempo para todo o propósito debaixo do céu. Há tempo de nascer, e tempo de morrer; tempo de plantar, e tempo de arrancar o que se plantou; Tempo de matar, e tempo de curar; tempo de derrubar, e tempo de edificar; Tempo de chorar, e tempo de rir; tempo de prantear, e tempo de dançar; Tempo de espalhar pedras, e tempo de ajuntar pedras; tempo de abraçar, e tempo de afastar-se de abraçar; Tempo de buscar, e tempo de perder; tempo de guardar, e tempo de lançar fora; Tempo de rasgar, e tempo de coser; tempo de estar calado, e tempo de falar; Tempo de amar, e tempo de odiar; tempo de guerra, e tempo de paz. Que proveito tem o trabalhador naquilo em que trabalha? Tenho visto o trabalho que Deus deu aos filhos dos homens, para com ele os exercitar. Tudo fez formoso em seu tempo; também pôs o mundo no coração do homem, sem que este possa descobrir a obra que Deus fez desde o princípio até ao fim. Já tenho entendido que não há coisa melhor para eles do que alegrar-se e fazer bem na sua vida; E também que todo o homem coma e beba, e goze do bem de todo o seu trabalho; isto é um dom de Deus. Eu sei que tudo quanto Deus faz durará eternamente; nada se lhe deve acrescentar, e nada se lhe deve tirar; e isto faz Deus para que haja temor diante dele. O que é, já foi; e o que há de ser, também já foi; e Deus pede conta do que passou. Vi mais debaixo do sol que no lugar do juízo havia impiedade, e no lugar da justiça havia iniquidade. Eu disse no meu coração: Deus julgará o justo e o ímpio; porque há um tempo para todo o propósito e para toda a obra. Disse eu no meu coração, quanto à condição dos filhos dos homens, que Deus os provaria, para que assim pudessem ver que são em si mesmos como os animais. Porque o que sucede aos filhos dos homens, isso mesmo também sucede aos animais, e lhes sucede a mesma coisa; como morre um, assim morre o outro; e todos têm o mesmo fôlego, e a vantagem dos homens sobre os animais não é nenhuma, porque todos são vaidade. Todos vão para um lugar; todos foram feitos do pó, e todos voltarão ao pó. Quem sabe que o fôlego do homem vai para cima, e que o fôlego dos animais vai para baixo da terra? Assim que tenho visto que não há coisa melhor do que alegrar-se o homem nas suas obras, porque essa é a sua porção; pois quem o fará voltar para ver o que será depois dele?

Eclesiastes 3:1-22

RESUMO

É comum observar grandes ressalvas sobre o papel do mercado de capitais, no mundo, e sobre as mudanças que sofreu nos últimos 30 anos. A dinâmica ampliada e a dimensão e importância que adquiriu durante a globalização são inquestionáveis.

Com o processo de abertura da economia dos Estados, que gera um aumento no volume dos valores transacionados entre países e facilidade de transacioná-los, pelos diversos mecanismos de baixos custos e arcabouços legais robustos, que auxiliam tais movimentos, vê-se como nações enriquecem e se modernizam, ou se isolam do panorama internacional. Esta dinâmica está visceralmente ligada aos movimentos sociais modernos, suas reivindicações, e é foco dos principais debates sobre economia e sociopolítica.

Este trabalho pretende estudar a influência da globalização no mercado de capitais global analisando as séries históricas das principais bolsas do mundo. Almeja-se deduzir se, dentro de uma análise técnica das amostras coletadas, pode-se concluir que há evidências fortes o suficiente para apontar um possível aumento das inter-relações das dinâmicas das bolsas de valores. Aspecto este sugerido anteriormente, pela relação da globalização com o mercado de capitais global.

O início deste trabalho apresentará os objetos que serão abordados e aspectos mais relevantes. Posteriormente, os métodos e as séries históricas serão apresentados. A análise virá depois, seguida pela conclusão, com algumas observações pontuadas, e a bibliografia.

Palavras-chave: globalização, bolsa de valores, inter-relações.

ABSTRACT

It is common to see large caveats on the role of capital market, in the world, and the changes it has undergone in the last 30 years. The extended dynamic and the scope and importance it gained during globalization are unquestionable.

With the process of opening up the economy of the states, which generates an increase in the volume of traded values between countries and ease of transacting them, by different mechanisms of low cost and robust legal frameworks that assist such movements, it is seen how nations enrich and modernize or isolate themselves from the international scene. This dynamic is viscerally connected to modern social movements, their claims, and is one of the main focuses of debates on economics and sociopolitics.

This work intends to study the influence of globalization in the global capital markets by analyzing the historical series of the leading stock markets in the world. This work aims to deduce if it can be concluded that there is strong evidence to point a possible increase of the inter-relationships in the dynamics of the stock markets with a technical analysis of the samples collected. The increase of the interrelationships in the dynamics of the stock markets was already approached in the work mentioned above.

The beginning of this paper will present the objects that will be addressed and other relevant aspects. Later, the methods and historical series will be presented. The analysis comes next, followed by the conclusion, with some punctuated observations, and lastly the bibliography.

Keywords: globalization, stock markets, inter-relationships.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Mobilidade de Capitais e Integração Global.	43
Figura 2 - Estoque de Capital Estrangeiro.	45
Figura 3 - Títulos Públicos de Países Centrais e Periféricos, 1870-1940.	49
Figura 4 - Estoque de Capital Estrangeiro: Bruto Versus Líquido.	52
Figura 5 - A Bolsa de Valores Doméstica e O Nível de Renda.	54
Figura 6 - A Bolsa de Valores e O Déficit Fiscal.	56
Figura 7 - A Bolsa de Valores e A Regulamentação.	57
Figura 8 - A Bolsa de Valores e O Tamanho da Economia.	60
Figura 9 - A Bolsa de Valores Doméstica e A Privatização.	65
Figura 10 - A Bolsa de Valores Doméstica e As Plataformas Eletrônicas.	66
Figura 11 - A Bolsa de Valores Doméstica e As Reformas Institucionais.	67
Figura 12 - A Internacionalização e O P.I.B.: P.I.B. per Capita e P.I.B.	70
Figura 13 - Internacionalização das Bolsas de Valores: Fluxo e Déficit. .	71
Figura 14 - Internacionalização das Bolsas de Valores: P.I.B.	74
Figura 15 - Internacionalização das Bolsas de Valores: Crescimento.	75
Figura 16 - Internacionalização das Bolsas de Valores: Dinâmica Local.	76
Figura 17 - Internacionalização das Bolsas de Valores e Liberalização 1.	79
Figura 18 - Internacionalização das Bolsas de Valores e Reformas 1.	80
Figura 19 - Internacionalização das Bolsas de Valores e Liberalização 2.	81
Figura 20 - Internacionalização das Bolsas de Valores e Reformas 2.	82
Figura 21 - Principais Bolsas de Valores.	86
Figura 22 - Desvio Padrão da Correlação e Número de Observações. ...	97
Figura 23 - Dispersão da Amostra.	99

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Caracterização dos Investidores Institucionais.	40
Quadro 2 - Países Incluídos na Análise.	83
Quadro 3 - Países Que Compuseram as Reformas.	84

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	11
1	ASPECTOS RELEVANTES E DEFINIÇÕES	13
1.1	A BOLSA DE VALORES E O MERCADO DE CAPITAIS	13
1.2	A GLOBALIZAÇÃO	30
1.3	OS MERCADOS E A ECONOMIA GLOBALIZADA	41
1.3.1	Período entre 1870 e 1971	43
1.3.2	Análise da atualidade	51
1.3.2.1	Sobre as reformas	61
1.3.2.2	Sobre a internacionalização	68
2	ESTUDO EMPÍRICO	85
2.1	DADOS	85
2.2	METODOLOGIA	94
2.3	RESULTADOS E ANÁLISE	97
3	CONCLUSÕES	104
	REFERÊNCIAS	107

INTRODUÇÃO

As trocas sempre foram importantes para as dinâmicas sociais, desde épocas remotas. O peso desta linguagem pode ser apreciado em documentos históricos que relatam a sua complexidade e riqueza, em sociedades como a romana, famosa pelo legado do direito romano, e a babilônica, conhecida por seu desenvolvimento mercantil.

No Império Romano Clássico pode-se observar a complexa legislação que permitia transações de *hedging*, que fora utilizada para diminuir riscos de produções futuras.

Com o tempo, as técnicas utilizadas para a realização das trocas foram se sofisticando, além de outras tecnologias que indiretamente beneficiaram esta relação. A globalização, por exemplo, culminou em várias mudanças tecnológicas, políticas e sociais que abriram barreiras fiscais para a entrada de recursos, além da redução de custos e de técnicas de troca que facilitaram grandes e rápidas transações a baixos custos.

Este trabalho visa estudar como as mudanças citadas acima se refletiram no mercado financeiro, mais especificamente nas bolsas de valores. Poderia se esperar que, com o incremento das técnicas, a maior facilidade transacional e a diminuição dos custos, grandes tomadores de decisões agissem de forma crescentemente integrada e homogênea nas diversas bolsas de valores. Este estudo aborda de forma técnica como as principais bolsas mundiais se inter-relacionaram desde os anos 70 até 2013. O estudo desta dinâmica pode revelar, através da bolsa de valores, ótimo indicador de tendências do mercado de capitais como um todo, dada a sua importância, abrangência e padronização mundo afora.

Após selecionar 32 bolsas de valores, levando em consideração a sua relevância mundial assim como ponderando a representatividade de cada região do globo, fez-se uma análise de séries temporais com vetores de matrizes de correlação, dado os pares das correlações das bolsas de valores.

Com este estudo espera-se analisar se a média e os quartis indicam para o aumento das correlações e se há concentração das observações e a diminuição da dispersão.

O trabalho foi segmentado em quatro partes, sendo a primeira de caráter introdutório. O segundo capítulo introduz os principais elementos abordados no trabalho, definindo os objetos e aspectos relevantes. O primeiro subitem do segundo capítulo descreve a bolsa de valores e o mercado de capitais desde a antiguidade até a atualidade e aborda alguns aspectos constituintes e particularidades. O segundo subitem do segundo capítulo trata da globalização e de da importância do fenômeno ao mundo, dissecando alguns aspectos relevantes. O terceiro subitem do segundo capítulo faz a ligação entre os dois primeiros subitens do segundo capítulo, ele relaciona como a globalização interferiu e modificou as bolsas de valores e os mercados de capitais.

O terceiro capítulo aborda o estudo empírico. Em seu primeiro subitem há a descrição dos dados coletados e explicações sobre as séries históricas. O segundo subitem trata de aspectos metodológicos enquanto o terceiro subitem fala dos resultados encontrados, além de descrever a pesquisa e análise. O quarto capítulo contém a conclusão do trabalho e é seguido pelas referências bibliográficas.

1 ASPECTOS RELEVANTES E DEFINIÇÕES

Este capítulo aborda os pontos principais que definem os objetos a serem estudados neste trabalho. Será possível, através dos subitens abaixo entender os aspectos principais e as dinâmicas que serão tratadas no terceiro capítulo, Estudo Empírico.

1.1 A BOLSA DE VALORES E O MERCADO DE CAPITALIS

O Mercado Financeiro é um mercado no qual as pessoas e entidades podem negociar ativos, derivativos, e outros bens fungíveis. Estes ativos podem ser notas e títulos, públicos e privados, e derivativos, que geralmente são bens agrários, metais preciosos, entre outros. Usualmente este mercado facilita o levantamento de recursos, pelas empresas, a transferência de risco, a precificação de ativos, a integração de mercados globais e as transferências internacionais e a transferência de liquidez.

O Mercado Financeiro é constituído por 7 principais braços:

- Mercado de capitais;
 - o Bolsa de valores – Muito utilizada para o financiamento de empresas pela emissão de papeis e, posteriormente, onde os seus papeis são negociados;
 - Mercado primário – Papeis recém formados que são negociados em mercados primários através de Ofertas Públicas Primárias;
 - Mercado secundário – Onde ocorre as negociações de transferência dos ativos, de investidor para investidor;
 - o Mercado de títulos – Utilizada para o financiamento de empresas e governo, pela emissão de títulos e letras promissórias;

- Mercado primário – Papeis recém-formados que são negociados em mercados primários através de Ofertas Públicas Primárias;
- Mercado secundário – Onde ocorrem as negociações de transferência dos ativos, de investidor para investidor;
- o Mercado de derivativos – Pode-se negociar derivativos, usualmente para transferir risco;
- o Mercado de dinheiro – Geralmente utilizado para financiar dívidas de curto prazo e para investimentos em geral;
- o Mercados futuros – Pode-se encontrar títulos futuros padronizados para negociar produtos em datas futuras;
- o Mercado de seguros e resseguros – Permite a transferência de riscos;
- o Mercado de moedas estrangeiras – Utilizado para negociar moedas estrangeiras.

O mercado de capitais é muito utilizado para a compra e venda de dívidas de longo prazo e de ativos resguardados no patrimônio líquido da empresa, ou seja, frações ideais da empresa, com direito de recebimento dos lucros e dividendos. Uma das principais diferenças dos empréstimos bancários e das transações do mercado financeiro é que os empréstimos bancários não se tornam ativos negociáveis. Nota-se, também, que usualmente os empréstimos bancários são regulados de modo mais restritivo que as transações negociadas nos Mercados de Capitais. É possível, dada a natureza deste mercado e do perfil do investidor, realizar financiamentos de uma gama bem extensa de projetos e empresas, que não seria possível unicamente com empréstimos bancários.

O mercado de capitais, usualmente, é constituído por diferentes partes da sociedade. As empresas que desejam negociar suas ações tem muita

dificuldade de fazê-lo por conta própria. Elas costumam promover e organizar órgãos desvinculados das empresas, que representam um grupo de empresas que desejam negociar suas ações, as bolsas de valores. Através delas, interessados em comprar ativos destas firmas podem encontrar uma gama grande de opções, de modo fácil e seguro. As bolsas de valores garantem a verossimilhança das informações prestadas pelos agentes representados, a padronização e implementação de processos rápidos, baratos e modernos, e a garantia de que a empresa tem um padrão de qualidade, caso contrário ela não pode fazer parte deste grupo.

Os investidores, por outro lado, agem por meio de seus representantes, os corretores de valores mobiliários. Eles fazem toda a parte de assessoria financeira e divulgação dos ativos passíveis de serem comprados, organizam a custódia, junto aos órgãos responsáveis, e permitem com que, através deles, que reúnem diversos investidores, haja organização nos processos de compra e venda de ativos.

O último órgão atuante é o governo, que regulamenta e exerce a mediação das partes.

Os corretores, representantes dos investidores, usualmente dialogam com as bolsas de valores, representantes das empresas e das entidades interessadas em financiamento.

A história das bolsas de valores e do mercado de capitais, mercados organizados em geral, surge com o comércio na antiguidade. Muitas das características que hoje são próprias destas modalidades são derivações aprimoradas por técnicas, conceitos e práticas amplamente utilizadas em épocas remotas.

Existem relatos que indicam o uso do escambo, como método de troca, há mais de 100.000 anos. Este meio de troca é dos mais simples encontrados na humanidade. Com o comércio de argila vermelha, na Suazilândia, e com achados de conchas raras, usadas como miçangas

aparentemente utilizadas como meios de pagamento, pode-se estimar que o começo do mercado organizado e do uso da moeda remonta a este período.

Foi muito importante para a humanidade o início do uso da moeda como meio pagante em detrimento do escambo. A moeda permitiu a padronização dos valores e do meio circulante, o que possibilitou o avanço das economias, a ampliação do volume e difusão territorial das trocas e da criação dos governos e Estado-nações. Antes das economias de mercado, as pessoas dependiam, principalmente, da tradição, da organização hierárquica e da cooperação comunitária para organizar a produção e distribuição dos bens e produtos. São os princípios de reciprocidade e redistribuição que deram origem às trocas¹.

A Suméria, uma das civilizações mais antigas que se tem conhecimento, que existiu antes de 3.500 a.C., utilizou o Shekel como moeda para representar uma medida padronizada de cevada, já que o transporte e a troca deste grão eram custosos e este podia deteriorar-se com o tempo. Este método foi utilizado e trabalhado pelos babilônios que estabeleceram e padronizaram uma métrica entre várias *commodities* e estabeleceram regras e princípios legais fixados no código legal babilônico, o Código de Hamurabi.

Foram encontradas evidências de atividades bancárias nesta sociedade de 8000 a.C. o que a faz avançada em vários aspectos. Pode-se notar que, ainda no período mais antigo da Suméria, havia o escambo de ovelhas, bodes, porcos e conchas raras, e a necessidade de padronização dos meios de troca e da criação de contratos de entrega de tais itens, para tornar este diálogo mais seguro e funcional. A origem do mercado de capitais e dos derivativos, embora de forma primitiva e rústica, vem dos meios de troca e dos contratos por eles desenvolvidos.

¹Inicialmente, a moeda possuía valor de uso igual ao valor de troca, ou seja, difundiu-se, no começo, a padronização da moeda pelo valor de uso que ela continha. Posteriormente, este valor torna-se simbólico, ou seja, o valor da moeda não é mais o valor de sua utilidade, e sim o valor que ela representa.

Tem-se conhecimento de práticas, nesta civilização, que se assemelham bastante com os contratos futuros modernos. Os Sumérios cozinhavam símbolos de argila, na forma de bodes e ovelhas, usualmente utilizados no comércio. Estes símbolos eram lacrados em urnas de argila, as quais continham os termos do contrato escritos, e que, se quebradas, tinham o contrato violado. No vasilhame, que podia conter mais ou menos especificações, estava escrito o número de bens a ser entregue, o tipo de bem, o prazo de entrega, o tempo decorrido, e quem quitaria o contrato. Estas urnas eram negociadas como promessas de pagamento, similarmente aos contratos futuros. Posteriormente, os vasilhames caíram em desuso e os contratos passaram a ser escritos em tábuas. Este foi o primeiro sistema de contabilidade de contratos futuros. As atividades de empréstimos foram realizadas em templos até o Império Romano. Muitos dos empréstimos eram realizados para financiar a produção agrícola. Normalmente, fazia-se um depósito inicial, que podia ser de até $\frac{1}{6}$ do montante do empréstimo, em ouro ou meio circulante, e que era registrado nos vasilhames supracitados e, posteriormente, nas tábuas de argila. Depois, na época da colheita, quando usualmente venciam os contratos, a pessoa que adquirira o empréstimo precisava quitá-lo, pagando inclusive os juros já contidos no valor a ser quitado, junto ao portador da tábua de argila ou vasilha. Estes normalmente ficavam nos templos ou nas casas de empréstimo.

Foram encontrados, na Babilônia, livros contábeis de 1000 a.C., da Casa de Egibi, família que possuía uma “Casa de Empréstimos”, e que estava se desenvolvendo “no negócio de bancos...”. É possível encontrar, em outras sociedades, relatos de atividades bancárias desenvolvidas tanto nos templos, no setor privado, e no Estado, em locais como a Grécia Antiga, China, Índia e Egito. Nota-se a grandeza do desenvolvimento financeiro da antiguidade ao constatar-se que na Grécia antiga, a Ilha de Delos havia se tornado um centro financeiro, com 3 bancos privados e um templo, e que 35

Cidades-estados helenísticas continham bancos privados. Em 353 a.C. surge, com Xenophon, trabalhos sugerindo a criação do que seria o primeiro banco de capital aberto do mundo.

Na Babilónia, Síria, Grécia e, especialmente, no Império Romano, percebeu-se grandes avanços no modo que os contratos futuros eram elaborados, principalmente no que diz respeito à legislação.

Com o crescimento territorial e o comércio fervilhante, que se estendiam até regiões remotas, como a China, grandes problemas surgiram pelos custos de transportar meios de pagamento e dinheiro. Existia o custo do transporte físico da moeda e dos riscos por furtos e infortúnios advindos de viagens. Avança, portanto, a instalação de bancos, que permite com que o dinheiro seja guardado em uma conta corrente e resgatado em uma região distante, por um agente ou instituição coligado àquela casa bancária onde se fez o depósito inicial¹. Junto com esta função importante, ainda havia a necessidade crescente, pelos grandes territórios anexados ao Império, de financiar a produção rural, daí o avanço financeiro romano. As casas bancárias cresciam enormemente, e a necessidade de regras, também. Um exemplo destas regras é a obrigatoriedade de lastrear os empréstimos no tesouro público romano, todos os empréstimos tinham lastro nesses títulos.

Os bancos romanos, onde as pessoas tinham suas contas correntes, realizavam empréstimos, entre outros contratos, e convertiam moedas. Foram inicialmente chamados de *argentarius*, e, posteriormente, de *nummularius* e *mensarii*, e as casas bancárias, grupo de bancos que atuam sobre a mesma bandeira e reconhecem os contratos e contas corrente entre si, *Taberae Argentarioe* e *Mensoe Numularioe*. O nome atual “banco” vem do fato de que as instituições bancárias realizavam suas operações no meio de tribunais, em bancos, *banco*. Nestes locais realizavam-se as operações de

¹As regulamentações são aprimoradas e se aproximam muito das encontradas atualmente, já que duas novas funções são acrescidas ao banco, a de conversão de moedas e de aceitação de depósitos e criação de contas correntes.

depósitos e saques, de empréstimos em geral, e de conversões de moeda. Durante o Império Romano, os depósitos públicos, antes realizados nos templos, foram gradualmente migrando para instituições privadas.

Com a ascensão do cristianismo, as atividades bancárias foram reduzindo por serem consideradas amorais. Com a queda de Roma, as atividades bancárias cessaram na Europa e só foram retomadas no período das Cruzadas. É possível encontrar, no entanto, traços de atividades bancárias e financeiras em outras partes do globo, neste período em que as atividades europeias declinam. No Japão do século 8 existe um mercado aberto onde se negociava arroz futuro, pontas de flechas, e pó de ouro, que se assemelhava muito com os pregões atuais das bolsas de valores. Estes mercados já tinham o conceito de mercados futuros bem desenvolvidos, onde era possível negociar, a valor presente, sacas futuras de arroz, com os diversos riscos valorizados e acrescidos nas negociações. Um dos métodos como são registradas as negociações dos diversos ativos tem suas origens nestes mercados japoneses. Os *"candlesticks"*, registros das negociações que possuem os preços de abertura, mínimo, máximo e de fechamento de ativos, popularizados mundialmente, têm suas origens nos mercados japoneses da antiguidade.

Existe evidências de associações mercantis, compostas por judeus e islâmicos, no século 11, que sugerem a possibilidade de atividades semelhantes às bolsas de valores rudimentares no Cairo e Egito.

A retomada europeia às atividades bancárias e financeiras ocorre na Itália. Judeus fugitivos da Espanha, que foram perseguidos, se deslocaram para a região da Lombardia. Lá, embora não pudessem ser detentores de terras e meios de produção, foi-lhes possível o desenvolvimento de uma classe mercadora. Como detinham conhecimentos de rotas mercantis, começaram a negociar as produções futuras de grãos, ou seja, adiantavam o pagamento da produção sendo remunerados em grãos, que seriam

produzidos e levados para regiões distantes. Estes judeus exerceram duas funções principais, financiavam as produções ao darem os adiantamentos, crédito, e eram seguradores ao assumirem riscos da produção futura. Estes eram seguradores e financiadores dos mercadores, também.

Entre 1100 e 1300 d.C., os Templários assumiram funções muito similares às bancárias, na época. Como havia uma enorme necessidade de transferir grandes somas de recursos para a Terra Santa e para os diversos lugares que participavam das Cruzadas, os Templários, facção subordinada ao Papa, aceitavam o depósito de dinheiro, em qualquer moeda, que poderia ser resgatado, sem riscos, em qualquer castelo templário. Eram, então, facilitadas as transferências de recursos e o comércio. Os Templários eram muito requisitados para escoltar as diversas companhias mercantis que precisavam de segurança nas viagens, muito perigosas na época.

É possível encontrar algumas outras instituições que indicavam para atividades financeiras, como os *courratiers de charge*, no século 12, na França, que trocavam moedas e representavam os bancos em áreas rurais, exercendo a atividade de corretores.

O primeiro banco moderno a existir, o Banco de Veneza, foi sediado em Veneza, em 1157, para ajudar nas Cruzadas, comandado pelo Papa Urbano II, negociava títulos públicos e títulos do governo local. Pode-se dizer, no entanto, que a retomada dos empreendimentos bancários, na Europa, viria mais tarde. No século 13, na Lombardia, surgiram os primeiros bancos, sob a desculpa que a remuneração extra cobrada não era a usura, e sim uma apólice de seguro, dada a possibilidade de calote ou atraso na quitação do empréstimo. Depois desta região, surgiram bancos em Gênova, em Veneza e em Florença, sendo que as instituições mais poderosas se localizaram nessa última. Famílias poderosas, como os Acciaiuoli, Mozzi, Bardi, e Peruzzi, tiveram bancos com agências em várias regiões da Europa. A família mais poderosa na época foi a Medici, com o banco fundado por Giovanni di Bicci

de'Medici, em 1397 e refundado em 1494. Este banco, Banca Monte dei Paschi di Siena, é o banco mais antigo ainda operante.

Houve uma enorme expansão dos banqueiros italianos que, no período, desbancaram os judeus. Com o grande crescimento em curto período de tempo, muitas nações ficaram apreensivas e expulsaram os usurários italianos, os únicos que se mantiveram fortes e ampliaram os negócios foram os genoveses, com as famílias: Grimaldi, Spinola, Pallavicino, e também com as menos influentes, Doria, Pinelli, e Lomellini.

No final do século 13 é possível encontrar, na cidade de Bruges, no Condado de Flanders, os negociadores de *commodities* que deram origem às bolsas existentes atualmente, ainda estão ativos. Era comum, para estes comerciantes, reunirem-se na casa de Van der Beurse para negociar as *commodities* e os contratos que possuíam. Esta reunião institucionalizou-se no século 14, e este grupo foi chamado de Bruges Beurse. Em um curto período grupos similares surgiram, chamados de Beurzen ou bolsa em Antwerp, Ducado de Brabante, Amsterdam e Ghent, que, posteriormente, seriam as Províncias Unidas, primeiro grupo a emitir ações e papéis impressos, em 1602.

Voltando aos banqueiros italianos, o primeiro país a importar o modelo italiano foi a Espanha. Em 1401 instaura-se, em Barcelona, a Taula de Canvi, Tabua de Câmbio. Com contínuas perseguições, os judeus fogem da Espanha para o Império Otomano e trazem consigo o modelo dos bancos europeus para a região, como a Casa Mendes, que fora para Istambul em 1552 sob a proteção do Sultão Solimão, O Magnífico. Estas casas ganham um espaço de importância, pelos recursos que trazem e por exercerem funções que Islâmicos não poderiam, de acordo com os seus costumes.

Na Alemanha e Polônia pode-se encontrar a Família Fugger, formada por financistas, como referência bancária, especialmente no sul da Alemanha, entre 1485 e 1560. No norte da região prevaleceram os duques

banqueiros, como exemplo encontra-se o Banco Berenberg, fundado em 1590 pelos irmãos Hans e Paul Berenberg, em Hamburgo. O Banco Berenberg é o mais antigo da Alemanha.

Pode-se ver que, com o ouro vindo do Novo Mundo, do Japão, entre outros, houve um enorme fluxo de moedas e de lingotes de ouro. Este processo fez com que os bancos utilizassem a prática de reservas monetárias e com que o multiplicador bancário, que era incipiente até o século 17, fosse adotado e difundido. O Banco de Amsterdã tem grande relevância no processo.

Com relação à Inglaterra, só se encontra bancos modernos após o século 17, apesar de haver o Casa Real de Câmbio de Londres de 1565. Os principais desenvolvedores dos bancos, em Londres, foram os ourives. Eles, que começaram como artesãos, se tornaram depositários e detentores de ouro e prata, em grandes volumes. Com esses recursos em estoque, eles passaram a emprestar, com juros, ao governo e aos mercadores.

Quando suas atividades levantaram suspeitas junto aos mercantes, precisaram encontrar meios mais seguros e adequados de exercer a profissão. As moedas de metais preciosos, que levavam o timbre dos artesãos, foram, aos poucos, substituídas por títulos ao portador, e depois por papel moeda, os quais tinham o equivalente ao valor cunhado em reserva junto aos ourives. Com o tempo, estes passaram a emprestar mais recursos dos que em posse, prática posteriormente denominada de multiplicador bancário. O uso dos títulos de dívidas, do ourives, ao portador, culminou no desenvolvimento de um novo tipo de moeda, a moeda fiduciária. Isto só foi possível porque as notas dos ourives eram críveis, ou seja, tinham uma contraparte estocada em moeda metálica. Revelou-se necessário, também, transformar estas notas em bens negociáveis, ou seja, garantir o direito de exercer o título, por parte do portador, e do cumprimento obrigatório do exercício, por parte do ourives. Foi necessário

um *Act of Parliament*, na Inglaterra em 1704, para garantir legalmente a negociabilidade desses.

É importante ressaltar o papel dos Judeus da Corte, banqueiros e empresários judeus que administravam as finanças e emprestavam o dinheiro das principais casas nobres europeias, classe encontrada principalmente durante os séculos 17 e 18. Esses foram os precursores dos financistas modernos, e da função de Ministério da Fazenda. Eles levantavam recursos taxando a produção rural, negociavam empréstimos, eram os *Master of the Mint* e podiam emitir moedas, criavam novas fontes de receita, negociavam debêntures, criavam novos impostos, custeavam o exército, e eram os banqueiros pessoais da nobreza, levantando recursos para a diplomacia e às extravagâncias da classe. Os Judeus da Corte, que ganhavam privilégios em troca de serviços financeiros, foram comumente encontrados na Alemanha, Holanda e Áustria, e também na Dinamarca, Inglaterra, Hungria, Itália, Polônia, Lituânia, Portugal e Espanha.

No final do século 16 e durante o século 17, as funções tradicionais de depósitos à vista, empréstimos, câmbio, e transferências bancárias, foram combinadas com a emissão de títulos bancários e letras cambiais, que serviram como substitutos das moedas de ouro e prata. As novas práticas bancárias promoveram o crescimento comercial e industrial ao proporcionar meios seguros e convenientes de pagamentos e fornecimento de dinheiro, que se adequaram melhor às necessidades comerciais. Os bancos se tornaram importantes financiadores dos recém-formados Estados Europeus, o que culminou na criação dos primeiros Bancos Centrais.

O surgimento dos bancos centrais teve por pioneiro o Sveriges Riksbank, de 1668, seguido pelo Banco da Inglaterra, de 1694. Apesar do surgimento destes bancos, foi durante o século 18, com grandes avanços técnicos, que foi possível o crescimento de tais instituições. A expansão, com a abertura de filiais de pequenos bancos privados, especialmente em outros

países, tornou necessário o desenvolvimento e a implementação de padrões e processos em práticas comerciais, e que o depósito de garantias pudesse ser feito, de forma fácil, por bancos menores, e também por estrangeiros.

Com o crescimento do protestantismo houve uma ruptura com a ética Católica de proibição à usura. Na segunda metade do século 18, famílias protestantes começaram a trabalhar com o segmento de bancos, especialmente em países fortemente mercantilizados, como a família Barings no Reino Unido, os Schrodgers na Alemanha, e a Hope & Co. na Holanda. Nesta época as atividades bancárias se estendiam de forma bem abrangente, muito além das atividades tradicionais. Os bancos mercantis negociavam títulos privados e públicos de alto risco, tanto domesticamente como internacionalmente. A família Rothschild era um exemplo das altas finanças internacionais da época da industrialização europeia. Eles participaram do financiamento de diversas ferrovias pelo globo, do Canal de Suez, e da criação de Rhodesia, e compraram vasta área de Mayfair, em Londres, criaram a Alliance Assurance, a Chemin de Fer du Nord, o Rio Tinto Group, a Société Le Nickel, a Imétal, e a De Beers, além de financiar a guerra Russo-Japonesa.

Antes do século 19, o escopo geográfico das finanças internacionais era limitado, se comparado ao que viria. Os bancos italianos, da Renascença, financiavam governos e comércio pelo mediterrâneo. Com o comércio expandindo e com as inovações financeiras, o sistema financeiro inicialmente cresceria ao norte, com as letras de crédito. Depois, Londres e Amsterdã se tornariam os grandes centros financeiros, e as suas moedas e instrumentos financeiros seriam o foco dos agentes do mercado. Com a Revolução Industrial e com o Imperialismo, a importância dos mercados financeiros internacionais ficaria evidente, tanto na esfera pública como na privada. Com o tempo, alguns mercados de transações diferenciadas, como Boston, Filadélfia, e Baltimore cederiam para criar a principal bolsa de

valores (New York Stock Exchange) e centro financeiro, a nível internacional, Nova Iorque.

Atualmente, pode-se constatar que as grandes mudanças nas políticas bancárias e monetário-financeiras ocorrem no sentido de baratear as atividades, agilizar os processos, difundir e padronizar práticas, e regulamentar o setor, o que resulta, também, em um grande aumento no volume transacionado internacionalmente.

Com as finanças, os avanços foram muitos, em um largo espectro de fatores: o uso de comunicações modernas, para transmitir preços, a criação de uma vasta gama de instrumentos de débito e de ativos e a abertura de escopo de atividades de seguro, a expansão do papel de títulos públicos, internacionalmente. Por volta de 1900 o uso destes instrumentos permeava os principais centros econômicos do globo, as principais moedas eram conhecidas e negociadas mundialmente e formavam a crescente rede comercial mundial.

As regulamentações ocorreram durante as diversas crises financeiras. A Crise de 1929, por exemplo, teve por resultado a divisão das atividades bancárias em dois braços diferentes, os bancos de investimento e os bancos comerciais. Essa política tinha por objetivo evitar crises sistêmicas, e, por consequência, evitar os nefastos resultados observados nesta crise, como corridas bancárias, falências, grandes desempregos e perdas sociais. Durante a crise de 1929 9.000 bancos fecharam, sumindo com um terço dos dólares existentes então. Outra medida que se adotou, na época, fora os grandes avanços observados na regulamentação do setor bancário, como a estrita aderência aos limites dos multiplicadores bancários. Ocorreu, neste período, que o multiplicador bancário era de 10%, ou seja, o banco precisaria ter 1 unidade monetária em reserva para cada 9 unidades emprestadas. Quando houve uma demanda maior por resgates os bancos não conseguiram honrar com suas obrigações, e tiveram que cessar suas atividades.

Com tamanho estimado de negociações de ações de US\$62,5 trilhões em 2007, segundo a agência de notícias Bloomberg, e o total de US\$791 trilhões em derivativos, segundo o Bank for International Settlements, 11 vezes o tamanho da economia mundial, segundo a C.I.A., as bolsas de valores mundiais ganharam muito espaço e importância dos anos 80 à atualidade.

Os participantes da bolsa de valores podem ser classificados pelo seu tamanho, com relação aos investidores. Pode-se observar o investidor pessoa física, e os institucionais, como os fundos de investimento, bancos, companhias seguradoras, fundos de hedge, e companhias que publicamente operam as suas próprias ações e derivativos correlatos à atividade ou ações e derivativos diversos. Algumas décadas atrás, no mundo, o mercado era composto, quase que exclusivamente, por investidores pessoais, como empresários bem sucedidos, usualmente com histórico familiar, que operavam via pessoa física ou corporação de gestão da riqueza familiar própria. Com o tempo, o mercado passou a se “institucionalizar”, ou seja, o número de instituições nacionais e estrangeiras cresceu, de forma que o perfil dos compradores e vendedores mudou. Hoje prevalecem os fundos de pensão, as companhias de seguro, os fundos abertos, os fundos de índice, os fundos de câmbio, os fundos de hedge, os clubes de investimento, os bancos, entre outros, tanto nacionais como estrangeiros. Esta mudança trouxe liquidez ao mercado, pelo aumento das negociações, a diminuição dos custos e melhoria dos serviços prestados pelos corretores, já que a concorrência cresceu.

Antigamente, as ordens de compra ou venda eram passadas, por telefone ou verbalmente, pelo investidor, para a corretora. Este poderia estar acompanhando o pregão, período útil de negociações, no espaço físico da bolsa, em salas específicas nas corretoras, ou do escritório ou casa. Uma vez passada a ordem, a corretora providenciava, por meio de um funcionário que

ficava na sala de negociações, os papeis, os preços, e a quantidade das ordens que ele deveria executar. Depois de fechado o acordo via leilão, eram lavrados documentos que registravam a legalidade da transferência de posse dos ativos. Este processo era muito custoso, difícil, e demorado, o que tornava a bolsa pouco acessível ao público, em geral. São raras as bolsas que ainda possuem salas de negociação, atualmente as transações ocorrem principalmente eletronicamente. Com as mudanças ocorridas houve a popularização das bolsas de valores, dada a acessibilidade, segurança, e facilidade atuais.

Pode-se notar, atualmente, um movimento singular entre os grandes corretores institucionais. Eles estão liquidando as operações internamente, quando existe um comprador e um vendedor entre seus clientes. Com este processo, eles liquidam a operação internamente, sem precisar pagar as taxas cobradas pelas bolsas.

Parte do aprimoramento da bolsa de valores, com o tempo, se deu pela criação de algumas instituições vinculadas, como as *Clearing Houses*, Companhia de Liquidação e Custódia, no Brasil. Ela gerencia o processo de encerramento e liquidação da operação, garantindo que a parte vendedora tenha os papeis, ativos ou recursos necessários à operação, e que o comprador tenha os papeis, ativos ou recursos necessários à operação. Existe muitas operações casadas que exigem margens e outros ativos que servirão de garantia ou serão necessários para a operação, a C.B.L.C. cuidará para que esteja tudo dentro dos conformes antes da execução do ato e do contrato. Esta entidade cuidará do processo de mudança de titularidade do ativo, e normalmente é, também, a custodiante do ativo, mantendo e cuidando da titularidade e da posse dos ativos para o proprietário. A C.B.L.C. torna-se essencial para que todas as transações ocorram de acordo com o esperado, uniformemente, reduzindo o risco dos processos e do não cumprimento do acordo por alguma das partes à zero.

É interessante ressaltar que a globalização tem, em sua origem, as relações assimétricas de poder e dominação, em um âmbito internacional. Em sua gênese, as dinâmicas advindas destas relações ocorrem, inicialmente e principalmente, pelas finanças, que se globalizam. Este processo viabilizou-se pelas políticas e pelos esforços de liberalização e desregulamentação dos mercados em geral, principalmente os financeiros e de capitais. Movimento iniciado pelo Reino Unido e pelos Estados Unidos, e impulsionado pela posterior adoção de taxas de câmbio flutuantes, como ressaltado em 3.2.

Pode-se notar que, com a política adotada pelos E.U.A. em Outubro 1979 (ver em 1.2) e com o fim dos câmbios ajustados entre as economias mais desenvolvidas, muitas mudanças ocorreram. Muitos dos riscos cambiais, que antes eram absorvidos pelo Estado, passaram a ser absorvidos pelo setor privado:

Seus impactos sobre o setor real da economia levaram à necessidade do uso de instrumentos financeiros para reduzir os riscos associados tanto à volatilidade cambial quanto aos riscos inerentes ao processo de liberalização dos mercados. Assim sendo, sob um contexto cada vez maior de interdependência entre os países através dos mercados financeiros, os desequilíbrios, que até então tinham ocorrido por meio de choques no comércio, decorreram de choques nas finanças. (KREGEL, 2004)

Estes riscos tornaram-se produtos financeiros, objetos de apreciação dada a sua relação de risco e retorno. Nos anos 80, com a maior volatilidade das taxas de juros, com o aumento da circulação dos capitais, o aumento dos produtos financeiros ("securitização") e dos agentes que atuam no mercado, com as técnicas e tecnologias cada vez mais eficientes e baratas, com a redução de custos, inclusive pela redução de impostos, e a facilidade e agilidade de realizar transações e deslocar recursos, houve uma mudança no paradigma do Sistema Financeiro e Monetário Internacional. Esta mudança reduziu a capacidade das diferentes políticas macroeconômicas,

normalmente utilizadas pelo Estado, e elevou a fragilidade sistêmica financeira.

O discurso que muitas vezes foi atrelado a estas reformas era o provindo do Consenso de Washington: se o governo controlasse o déficit orçamentário, esforçando-se nas reformas liberais, como a diminuição do Estado e redução dos gastos, e facilitando a entrada de capitais estrangeiros¹ de países desenvolvidos, seria possível trazer recursos, atraídos pelas taxas de juros e de retorno, que comparativamente são maiores, em uma relação do risco e retorno de uma aplicação. Esta visão, que foi uma das principais argumentações nas políticas globais dos anos 80 até a atualidade, em um contexto monetário-financeiro e de políticas públicas, é controversa, já que não se é possível garantir que esta massa de capitais ingressantes será aplicada em investimentos e investimentos diretos, e é perigosa, já que aumenta o déficit em conta corrente. Estes recursos, se forem aplicados por curtos períodos de tempo, podem gerar instabilidades e flutuações que prejudicam os investimentos diretos, já que geram instabilidade monetária e, conseqüentemente, aumentam o custo do risco da produção real, por não conseguirem prever facilmente o valor da moeda futura.

É importante ressaltar que este é um processo marcado por dois movimentos principais, o da liberalização financeira doméstica e o da crescente mobilidade de capitais no plano internacional.

1 Poder-se-ia facilitar a entrada de capitais estrangeiros reduzindo os custos implícitos e explícitos das movimentações e aplicações dos recursos. Estes custos poderiam ser implícitos (ligados aos riscos da movimentação e investimento) como: a estabilidade legal e garantia da propriedade privada, a clareza das leis e dos processos pelos quais os recursos passam, as regras dos mercados de balcão ou eletrônicos, a clareza e padronização das informações das empresas ou projetos que desejam captar, informações sobre os participantes do mercado, mercado difundido com muitos participantes, adoção de padrões internacionais. Os custos, também, poderiam ser explícitos: taxas de terceiros sobre aplicações, custódias, movimentações, impostos e tributos governamentais, tempo necessário para movimentar os recursos, limites de aplicações, mínimos de aplicações, tempo mínimo de permanência nas aplicações, equipamentos necessários para participar do mercado, tecnologias adotadas, com os seus prós e contras.

1.2 A GLOBALIZAÇÃO

Para entender-se o sistema monetário e financeiro, principalmente os seus instrumentos e mecanismos, é necessário fazer-se uma introdução histórica aos diversos sistemas que precederam a globalização, dentro dos padrões modernos recentes. Deste modo será possível compreender como a globalização ocorreu e, principalmente, entender o objeto de nosso estudo, que será desenvolvido e trabalhado em capítulos posteriores.

No surgimento das nações modernas, no final da idade média, as trocas e o comércio floresciam com o fim de um período difícil e atrofiado, pautado por inúmeras guerras, invasões e pestes. Durante muito tempo, as economias tiveram, em geral, o padrão-ouro como sistema monetário. Este sistema adotava o ouro e os metais preciosos como lastro do papel moeda utilizado e impresso pelas Nações-Estado. Era possível, assim, garantir o valor de uso do papel moeda, que não tem utilidade intrínseca a ele. Os Estados, através das Casas de Moeda, instituições com instrumentos essenciais à credibilidade das moedas por suas reservas de metais preciosos guardados nos Tesouros Nacionais que garantem a taxa de conversibilidade ao papel moeda, possibilitaram um sistema monetário funcional. Sem estes instrumentos o sistema de trocas, com a eficiência e abrangência alcançadas historicamente, não seria possível:

De maneira geral, considera-se que o funcionamento do sistema padrão-ouro tradicional foi viável devido ao fato do (i) sistema basear-se na prioridade dos governos na manutenção da conversibilidade de suas moedas em ouro e (ii) comprometimento das autoridades monetárias com a manutenção da conversibilidade constituir-se em “um circuito de realimentação positiva no interior do sistema: a confiança do mercado no compromisso das autoridades fazia com que os *traders* adquirissem uma moeda quando sua taxa de câmbio caía, reduzindo a necessidade de uma intervenção e a inquietação resultante de medidas tomadas para estabilizar o câmbio”. (EICHENGREEN, 2000, p.72)

Depois da Primeira Guerra Mundial, drásticas mudanças abalaram o S.M.I. (Sistema Monetário Internacional), que era regido pelo padrão-ouro, e que havia permitido estabilidade e desenvolvimento econômico baixo ideias liberais, no século XIX. Por longos períodos as economias principais tentaram voltar ao padrão anterior, pois acreditava-se que só seria possível restaurar as condições da ordem mundial e da estabilidade econômica internacional com o modelo anterior, de taxas de câmbio fixas e com a livre mobilidade dos fluxos de capital.

Como tentativa de retorno ao padrão anterior, muitas economias adotaram o padrão câmbio-ouro, sendo que o câmbio que era utilizado para fixar as taxas era os de economias que ainda possuíam reservas de metais preciosos, e que, por conseguinte, conseguiriam garantir a conversibilidade de suas moedas por metais preciosos, como o ouro. Embora o número de países que adotaram estas medidas fosse crescente nos anos 20, o resultado de tal processo era nefasto. As taxas adotadas, muitas vezes, não compreendiam o real valor da moeda do país e a sua produtividade, o que fez com que alguns países fossem cronicamente superavitários, enquanto outros, deficitários:

Assim, o novo formato do padrão câmbio-ouro revelou dois principais problemas potenciais. Por um lado, a paridade com que os países estabilizaram suas moedas foi em muitos casos inadequada, diante dos diferentes níveis de inflação experimentados pelos países após a Guerra. Por outro lado, as dificuldades competitivas entre os países, agravadas a partir dessas novas taxas, especificamente através de pressões sobre as reservas, impediram uma política de coordenação em nível mundial, como havia sido no sistema padrão-ouro tradicional. (EICHENGREEN, 2000, p.3)

Com as taxas cambiais livres, muitos dos países que não adotaram o padrão câmbio-ouro optaram pelas desvalorizações cambiais competitivas. Esta política visava, em um cenário econômico degradante, manter a balança comercial superavitária, ao incentivar as exportações pela

desvalorização da moeda. Esta desvalorização, por sua vez, fazia com que os países prejudicados pela desvalorização desvalorizassem suas moedas, também. Este mecanismo fez com que os países entrassem em guerra cambial gerando instabilidades econômicas, monetárias e financeiras, internacionais, agravando a instabilidade das nações.

Este período refletiu a assimetria existente entre dois países predominantes e o resto do mundo, os Estados Unidos e o Reino Unido estavam em uma situação privilegiada, enquanto os outros sofriam as consequências, dificuldades, e reflexos da destruição gerada pela Primeira Guerra Mundial. Embora a libra esterlina ainda possibilitasse ao Reino Unido uma posição privilegiada, de destaque, ele estava enfraquecido, e não mais conseguia exercer papel de economia dominante. Os Estados Unidos ainda tinham uma política fortemente internalizada. Sem um país hegemônico forte, que ajudasse na reconstrução das nações prejudicadas pela guerra e que fortalecesse e garantisse a estabilidade econômica e os fluxos monetários, necessários à reconstrução dos prejudicados e pauperizados no pós-guerra, a economia global mergulhou em uma forte crise financeira, a crise de 29.

A posterior guerra, Segunda Guerra Mundial, teve como fatores geradores a incapacidade de organização do Sistema Financeiro e Monetário Internacional, marcada por sucessivas políticas monetárias desastrosas e pela dificuldade em organizar a reconstrução do pós Primeira Guerra Mundial. Em um ambiente marcado por crise financeira, pressão inflacionária, políticas econômicas insatisfatórias, que geraram déficits contínuos em muitas nações, evidencia-se a incapacidade de cooperação internacional. Com a insatisfação, a miséria, e o desemprego, a guerra fora incubada.

No fim da guerra, houve uma preocupação grande com o sentido que a economia tomaria. Acreditava-se que, sem a mobilização social e econômica,

advinda dos confrontos, voltaria à depressão, já que os problemas que geraram a crise não haviam sido resolvidos. Pensava-se que voltaria os períodos inflacionários, a competição cambial, e as altíssimas taxas de desemprego, e possíveis confrontos. Em suma, supunha-se que ocorreria analogamente ao fim da Primeira Grande Guerra, até o princípio da segunda.

Para que se mantivesse um ambiente internacional favorável ao crescimento produtivo era necessário instaurar um sistema diferente aos dois últimos vigentes. O padrão-ouro limitaria o crescimento econômico, ao atrelar o desenvolvimento mundial à oferta de ouro mundial. Se ela fosse pouca, haveria uma incapacidade de suprir a demanda monetária, o que geraria pressão nas taxas de juros, ou competição acirrada entre nações, pelo ouro. Esta política, neste momento, seria inibidora ao potencial crescimento econômico internacional. A liberdade cambial poderia levar à política de desvalorizações cambiais competitivas e possíveis políticas protecionistas, como taxas de importação e barreiras alfandegárias. As duas principais nações, na época, Estados Unidos e Grã-Bretanha, desejavam proteger seus interesses, que embora possuissem aspectos diferentes - os E.U.A. tinham prioridade à defesa de suas exportações enquanto o Reino Unido desejava proteger o pleno emprego - tinham por essência a construção de um plano diretor de engenharia social que organizasse e permitisse o desenvolvimento econômico internacional.

Em 1944, ocorreu, em Bretton Woods, uma reunião entre os países da Aliança das Nações Unidas, envolvidos na Segunda Guerra Mundial. Este encontro visava criar um sistema monetário-financeiro que superasse as dificuldades encontradas no padrão-ouro e no padrão câmbio-ouro. As principais ideias desenvolvidas e debatidas neste encontro foram elaboradas por John Maynard Keynes e por Harry Dexter White. Com o acordo sucedeu-se um período de 20 anos de desenvolvimento e pujança nos setores

comercial, financeiro, tecnológico e produtivo, sob a liderança dos Estados Unidos. Este período só encontrará dificuldades nos anos 70:

Os Estados Unidos e sua economia cumpriram, durante os primeiros vinte anos do pós-guerra a função hegemônica que decorria de sua supremacia industrial, financeira e militar. Sob o manto desta hegemonia foram reconstruídas as economias da Europa e do Japão e criadas as condições para o avanço das experiências de industrialização na periferia do capitalismo. (BELLUZZO, L.G.M., 1995, p.2)

As duas principais instituições que foram criadas no acordo, o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, F.M.I., e os Estados Unidos como nação hegemônica desempenharam um papel fundamental neste processo. Uma característica fundamental para entender a estabilidade do período foi o papel de líder dos E.U.A. Esta função se deu, principalmente, pelo seu domínio monetário. O Dólar Americano, ao ser adotado como moeda de ampla circulação e predominante nas transações internacionais, fato garantido, inclusive, pelo Banco Mundial, possibilitou que eles tivessem diversas vantagens e controles nas relações internacionais. O benefício da *seignorage* supracitada possibilitou aos Estados Unidos da América:

- Custear a maior parte das despesas da aliança militar formalizada no Tratado do Atlântico Norte;
- Desenvolver a indústria americana expandindo sua influência e disseminando os seus padrões tecnológicos, que derivaram do fordismo, inclusive com os investimentos diretos, do capital dos E.U.A.;
- Desenvolver fortemente os bancos domésticos, que aproveitaram o espaço aberto pelo banco central americano e o dólar.

O país norte americano supracitado foi essencial para entender este período. Ele garantia as diversas políticas expansionistas dos seus aliados comerciais, ao garantir a demanda, com suas importações, e ao garantir empréstimos de última instância. Foi justamente com a prosperidade gerada nos aliados americanos durante os anos 50 e 60, com os

investimentos em bens de capital e em bens produtivos, que a economia americana começou a sofrer. Em comparação com os anos 50 e 60, em que a balança comercial foi continuamente superavitária, mesmo com o balanço global deficitário, no começo dos anos 70 houve uma inversão no quadro econômico e o balanço de pagamentos passou a representar parcela importante do déficit comercial. Com a oferta excessiva de dólares, por causa do déficit na balança comercial, o país teve dificuldades em recomprá-los com a conversibilidade outrora garantida pelo acordo de Bretton Woods. Em 1971, Nixon, presidente americano, suspendeu a conversibilidade do dólar a uma taxa fixa de ouro. O sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, implantada de acordo com Bretton Woods, foi suplantado por um sistema de flutuações sujas.

O grande círculo financeiro internacionalizado, que era operado principalmente por bancos comerciais, pouco monitorados e regulamentados pelos bancos centrais, intensificou um processo de empréstimos pouco saudáveis e excessivos e de rebaixamento do risco do crédito:

Foi, aliás, sob o signo da desorganização financeira e monetária que se deu a formidável expansão do circuito financeiro "internacionalizado", nos anos 70. A crise do sistema de regulação de Bretton Woods permitiu e estimulou o surgimento de operações de empréstimos/depósitos que escapavam ao controle dos bancos centrais. A fonte inicial dessas operações "internacionalizadas" foram certamente os dólares que excediam a demanda dos agentes econômicos e das autoridades monetárias estrangeiras. O primeiro choque do petróleo e a famosa reciclagem privada dos petrodólares ampliaram as bases da oferta de crédito internacional e empurraram o sistema para a zona de riscos crescentes. (BELLUZZO, L.G.M., 1995, p.5)

Com o dólar como moeda principal, e quase única, foi possível a internacionalização financeira dos anos 60. Os empréstimos eram cada vez

mais difundidos, com a padronização das garantias dos meios de pagamento e dos meios de financiamento, em dólar.

Foi em outubro de 1979 que os Estados Unidos da América adotaram as medidas monetário-financeiras que deram entrada aos processos que serão conhecidos, por muitos, como globalização. Com a inusitada e abrupta elevação sem precedentes das taxas de juros, o Federal Reserve, banco central americano, mudou o modo como o sistema monetário-financeiro operava. Este processo gerou a descentralização das políticas monetárias, dos agentes, das técnicas, e dos meios do Sistema Financeiro e Monetário Internacional.

Os anos 80 foram marcados pela alta volatilidade das taxas de câmbio, pelas elevadas flutuações nas taxas de juros, e pelas diversas políticas adotadas para conter a instabilidade, as crises, a inflação, e o desemprego:

Estamos tentando argumentar que a evolução da crise do sistema de crédito internacionalizado e as respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar criaram as condições para o surgimento de novas formas de intermediação financeira e para o desenvolvimento de uma segunda etapa da globalização. Esse processo de transformações na esfera financeira pode ser entendido como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos. (BELLUZZO, L.G.M., 1995, p.7)

A globalização é marcada, principalmente, por dois movimentos: domesticamente vê-se a progressiva liberalização financeira, e, internacionalmente, a crescente mobilidade de capitais.

Inicialmente, faz-se necessário pontuar o caráter cíclico do desenvolvimento capitalista na globalização, com a expansão do crédito por parte dos bancos e a compra de ativos mobiliários e imobiliários. Esta modalidade, que adquiriu abrangência com as políticas liberalizantes das

nações, mudou a dinâmica dos fluxos monetário-financeiros mundiais.¹ Como o gasto corrente passou a ter por referência a riqueza das famílias e empresas em lugar da renda, como era anteriormente, os ciclos econômicos, além de acentuarem os movimentos e incrementarem a volatilidade, tornam-se regidos pelos preços dos ativos e das expectativas de retorno das aplicações como das taxas de juros dos empréstimos:

Os mecanismos de aumento de gastos induzido por crescimento da riqueza financeira são potenciados pelo crédito. Um aumento do valor dos ativos de propriedade das empresas permite o seu uso como colateral possibilitando um maior endividamento junto aos bancos para gastos, incluindo a compra de ativos financeiros, exacerbando o movimento inicial e alimentando o ciclo de valorização. (CARNEIRO, R., 1999, p.5)

Este processo inicial encontra o seu fim quando os agentes financiadores cessam o fluxo de novos recursos emprestados aos especuladores. Quando os agentes citados encontram dificuldades em financiar os seus investimentos, a alta dos preços muda a relação entre passivos e ativos das empresas e de patrimônio e endividamento das famílias. Isto implica em uma redução no gasto corrente e, conseqüentemente, em uma recessão. Este processo só terá fim quando os agentes financiadores voltarem a emprestar, permitindo a recuperação do preço dos ativos:

A questão essencial é que o aprofundamento das finanças de mercado modifica o comportamento dos vários tipos de agentes, cuja lógica de investimento se transforma e adquire um caráter especulativo. (CARNEIRO, R., 1999, p.7)

Um ponto muito importante de se notar, sobre as taxas de câmbio e sobre a mobilidade de capitais é:

¹As crises capitalistas, que anteriormente se iniciavam nos meios de produção, passam a ocorrer, primeiramente, no sistema financeiro, para depois se alastrar ao resto do sistema. Outro aspecto interessante é que o consumo das famílias e empresas, que anteriormente era pautado na renda, passa ter por referência a riqueza financeira da mesma, e não o fluxo de renda.

Um regime de livre mobilidade de capitais só é compatível com um sistema cambial de taxas flexíveis. Dito de outra maneira, um sistema de taxas fixas de câmbio requer altas restrições a mobilidade de capitais, sob pena desta última inviabilizar a manutenção das paridades fixas. (CARNEIRO, R., 1999, p.10)

A economia passa a pautar-se em um fluxo elevado de capitais, de alta mobilidade, que utiliza, primordialmente, o dólar americano como moeda central. As políticas econômicas, em geral, perdem poder e eficácia, pela dificuldade em que veem para controlar o andamento da economia, pelas taxas de câmbio e taxas de juros.

É interessante notar a importância que o setor privado ganha na globalização. Grandes instituições privadas passam a movimentar volumes significativos de recursos e estes, com o tempo, perdem o caráter e a dimensão de bandeiras e políticas nacionais. Com a onda das fusões e aquisições, os recursos deixam de pertencer a uma nação, e passam a representar interesses particulares de empresas e grupos financeiros multinacionais.

Mudanças significativas fizeram com que a ordem de importância das movimentações fosse as movimentações de gestão privada de porta-fólio, ou seja, a gestão de patrimônios privados (principalmente em bônus e ações), os Investimentos Externos Diretos, I.E.D.s, que ganharam expressão com a onda de fusões e aquisições crescentes nos anos 90, empréstimos bancários de longo e curto prazo e, em quarto lugar, as movimentações do setor público. Isto representou uma mudança de paradigma, já que, historicamente, as movimentações financeiras eram predominantemente realizadas por bancos, em investimentos de longo e curto prazo, usualmente coordenadas diretamente com os diversos Estados. Agora vemos a predominância de movimentações de recursos de patrimônios particulares, usualmente administrados por gestores terceirizados, como exemplificado no quadro 1.

Quanto à volatilidade, aspecto relevante à compreensão do aumento do processo especulativo das movimentações, em geral, deste período, nota-se o que diz Carneiro:

Um importante aspecto da globalização já nos anos 80, diz respeito à volatilidade dos fluxos de capitais. A teoria convencional sugere que os fluxos que guardam independência da situação de balanço de pagamentos do país receptor e que buscam rentabilidade de longo prazo são menos voláteis do que aqueles que se movem pelo diferencial de juros de curto prazo e que em geral estão associados à situação de balanço de pagamentos. Testes estatísticos realizados por Turner (1991) sugerem o seguinte ranking quanto à volatilidade: empréstimo de longo prazo, investimento direto, investimento de porta-fólio, empréstimo de curto prazo. (CARNEIRO, R., 1999, p.18)

Isto ocorre pela mudança do paradigma dos objetivos das aplicações, que deixam de ter por propósito a obtenção de renda para serem objetos de incremento patrimonial.

Quadro 1: Caracterização dos Investidores Institucionais.

Definição de Investidor Institucional: gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar seus portfólios nos mercados internacionais. A concentração de poupanças individuais permitiu concentrar as decisões, criando a possibilidade de colusão e uma maior volatilidade nos mercados, tanto maior quanto menores esses mercados.

Tipologia de Investidor Institucional:

Fundos de Pensão: Públicos e Privado (Abertos e fechados);

Companhias de seguro: Diversidade de seguros;

Fundos Mútuos: *Open end/close end/hedge*;

Administração de riqueza: Diversidade;

Hierarquia: Do ponto de vista do patrimônio, os mais importantes são: fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos, embora em termos de taxa de crescimento estes últimos sejam os mais dinâmicos. No caso dos fundos mútuos, um desempenho particular é o dos *hedge funds*, que são fundos cuja característica é o elevado grau de alavancagem, e que operam, em geral, em ambientes muito desregulamentados – em geral, *off shore*.

Composição dos ativos: por ordem, os fundos que possuem maior diversificação são os fundos mútuos, os fundos de pensão e as seguradoras. Apesar do volume absoluto dos recursos serem elevados, a diversificação relativa dos investidores institucionais é menor do que o que seria recomendado. Este viés doméstico do portfólio deve-se, sobretudo, às companhias de seguro, mas também aos fundos de pensão. As razões apresentadas para a pouca diversificação são institucionais – restrições regulatórias – mas basicamente devidas ao tipo de compromisso de cada instituição. Há claramente distinções internas entre os fundos e as companhias de seguro. A menor disposição ao risco é observada segundo o tipo de investidor e natureza do compromisso assumido; em geral, quanto mais rígidos os compromissos e demais longo prazo, menor a propensão ao risco.

1.3 OS MERCADOS E A ECONOMIA GLOBALIZADA

É polêmica a relação que se dá, a partir dos anos 60, sobre o “livre fluxo de capitais internacionais”, muitos autores o relacionam com a “deterioração na eficiência econômica”, medidas pela taxa de desemprego e crescimento econômico¹. A crescente rede financeira internacional gerou debates cada vez maiores e polêmicos sobre os seus benefícios e malefícios.

Podemos notar que as finanças internacionais modernas são marcadas por quatro principais fases:

1. 1870-1914: Onde a moeda era pautada pelo padrão-ouro e o mercado de capitais sediado em Londres. As transações financeiras e o comércio prosperavam e a mobilidade de capitais era alta e crescia de forma rápida;
2. 1914-1945: A economia mundial se encontrava arrasada pelas Guerras Mundiais e pela Grande Depressão, o que despertava o nacionalismo e a tendência à política econômica de não cooperação. A política monetária dependia de cada país;
3. 1945-1971: Houve a tentativa de reconstruir a economia global com o acordo de Bretton Woods;
4. 1990-atualmente: Período pós-Bretton Woods, de câmbio flutuante. Marcada pela crescente mobilidade de capitais. Como as economias mais desenvolvidas não precisavam de grandes somas de estoque de dinheiro, para eventuais políticas de controles cambiais, já que o câmbio agora era flutuante, houve fluxo de capitais para todos os países. Nos países periféricos, reformas econômicas reduziram custos transacionais e riscos para investidores estrangeiros, o que ajudou a aumentar as entradas de capitais.

¹ Ver (BHAGWATI, 1998).

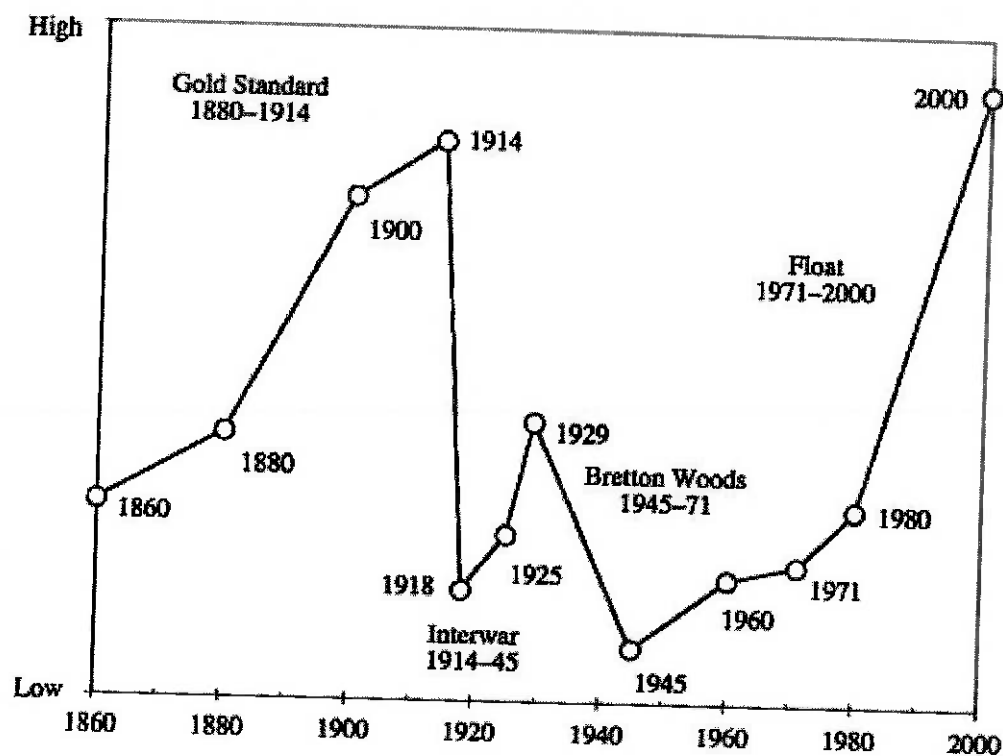
O autor da figura abaixo citada se pauta na análise de três fatores diferentes, para elaborar este gráfico: a Mobilidade de Capitais, o Câmbio, e as Políticas Monetárias.

Nesse contexto, existe quatro principais explicações que podem mostrar a evolução da integração das finanças internacionais, segundo (COHEN, 1996):

- i. Inovações tecnológicas e o seu resultado, o aumento da competição do mercado;
- ii. A competição das políticas governamentais buscando o “interesse do Estado”;
- iii. As políticas domésticas, políticas partidárias, e interesse de lobbys;
- iv. Ideologia e avanço no conhecimento econômico.

É importante constatar que, embora as inovações tecnológicas tenham grande relevância na integração, elas só foram possíveis porque existiam movimentos tanto de ii, iii, e iv, que suportavam e alimentavam tais desenvolvimentos. É com a política e ideologia do Consenso Washington, do F.M.I. e do Banco Mundial, e dos formadores de opinião econômicos predominantes da época, que foi possível tais mudanças nas estruturas político-econômicas nacionais, em vários países.

Figura 1: Mobiliade de Capitais e Integração Global.



Fonte: OBSTFELD, M., TAYLOR, A.M. (2002).

Nota: Ilustração Conceitual da Mobiliade de Capitais Moderna e Integração Monetário-econômico-financeira Global.

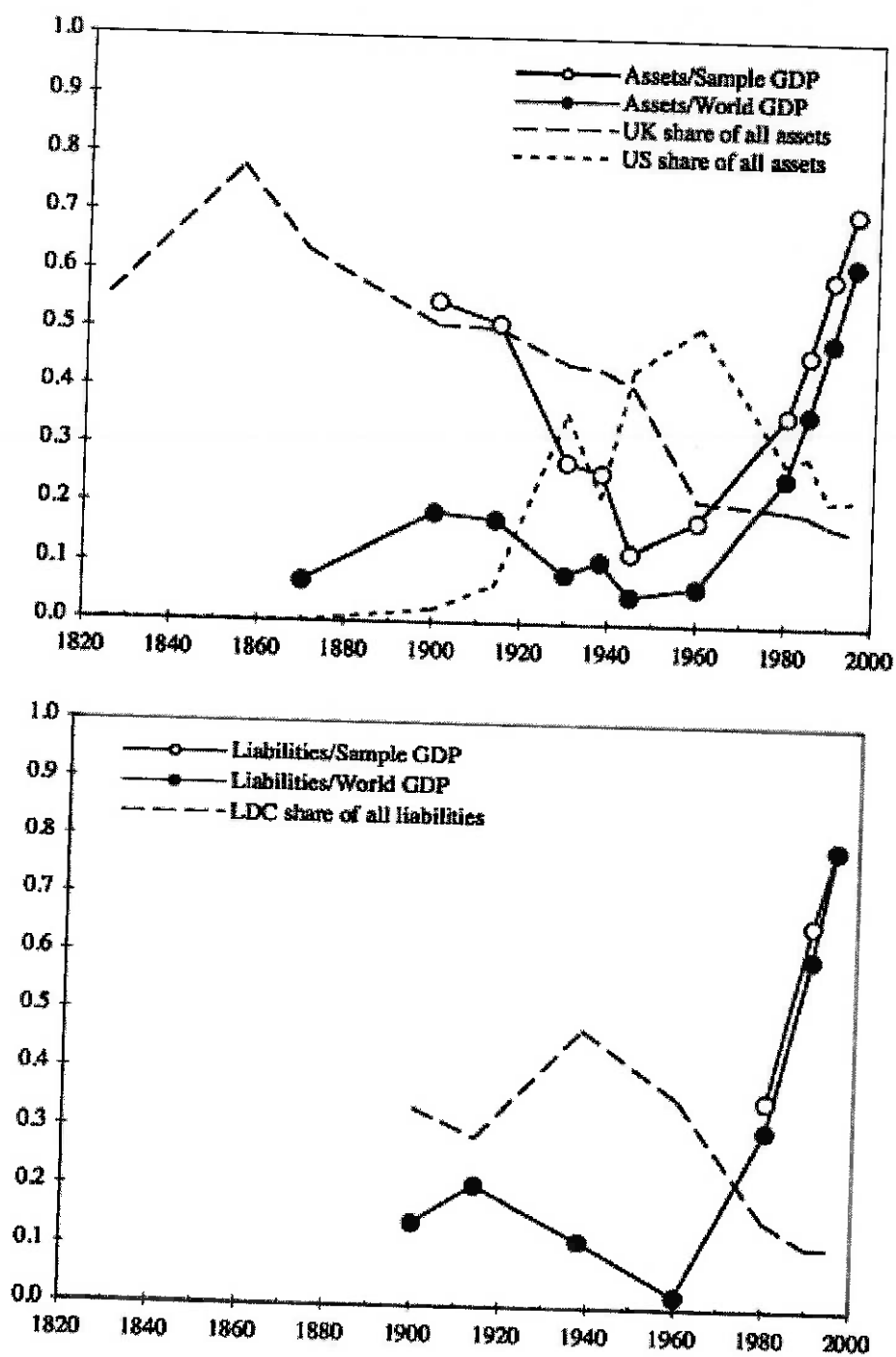
1.3.1 Período entre 1870 e 1971

Em uma breve retomada do contexto histórico, durante o período anterior as I e II Guerras Mundiais, o câmbio era fixo e atrelado ao ouro, com todas as vantagens e desvantagens econômico-sociais derivadas disso. Durante as guerras e no entre guerras, predominou a tendência de fortes regulamentações do capital financeiro e do mercado de capitais. Nos Estados Unidos, como em outros países, o Federal Reserve, Banco Central, sofreu grande influência e pressão do Treasury, Tesouro Nacional.

A administração econômica e as atividades financeiras no pós-guerra, período de negociação do Bretton Woods, o sistema acordado era de câmbio fixo, mas ajustável. Acreditava-se que um sistema variável seria instável e maléfico ao comércio internacional. Nessa época, o Fundo Monetário Internacional, F.M.I., surgiu com objetivo de ajudar economias que entrassem em recessão por manterem as regras estipuladas no acordo de Bretton Woods, como o câmbio fixo. Os empréstimos eram comumente vistos como substitutos, e não como complementos, aos fluxos de caixa privados. Esses últimos tinham ganhado, após a crise de 1929 e entre guerras, a fama de fonte de distúrbios e pouco confiáveis, dada as experiências do período e à predominância da escola Keynesiana, na época. Boa parte dos benefícios dados aos países, de convertibilidade de moeda, recaía na Balança de Pagamentos, sobre a Conta Corrente, e não Conta Capital, como poderia se esperar, já que ela era desdenhada e vista como pouco desejável.

Embora a difícil e demorada tarefa de estabelecer mecanismos para manter a taxa de câmbio fixa tenha avançado nos anos 50, já no começo dos anos 60 economias chave para a manutenção de Bretton Woods mostravam má vontade em acatar as medidas relativas às taxas de câmbio. Os E.U.A. e a Alemanha, por exemplo, temiam crescimentos menores e o aumento da inflação. O ataque especulativo dos anos 70, que ocorreu durante a dissolução de parte do acordo de Bretton Woods, ajudou a promover a integração financeira. Com a dificuldade de manter o câmbio fixo, as principais economias foram cedendo uma a uma, hoje são raras as exceções que mantêm as taxas de câmbio fixas, e, quando o fazem, é por motivos bem pontuais e dura pouco tempo.

Figura 2: Estoque de Capital Estrangeiro.



Fonte: OBSTFELD, M., TAYLOR, A.M. (2002)

A figura supracitada mostra como a participação da Grã Bretanha, detentora dos ativos globais, foi caindo com o tempo e a participação dos Estados Unidos da América aumentando. Nota-se, também, como os ativos e os passivos divididos pelo Produto Interno Bruto mundial aumentou. As 7 nações com maiores créditos tinham o seu portfólio diversificado e integrado de tal maneira, em 1900, que só depois de 2000 se atingiu um portfólio com tamanha sofisticação financeira internacional. É notável que, embora não exista um consenso sobre os efeitos das políticas de integração do capital, como existiu nas fases de câmbio fixo, boa parte das economias que não aderiram ou decidiram evitar indiscriminadamente as mudanças sofreram períodos de amargura econômica e política. Vê-se, portanto, que muitos países cederam às mudanças e implementaram parcialmente ou totalmente a liberalização e integração financeira, mesmo sem concordar plenamente com o panorama global que decorria delas, porque seria melhor, para a nação, do quê se opor ou negligenciá-las.

Ao se considerar a mobilidade de capitais internacional, o poder emprestar e tomar emprestado dinheiro ocorre de um modo mais eficiente que em uma economia fechada, o livre comércio do mercado financeiro e do mercado de capitais fornece ganhos diretos, tanto na segurança que traz e na suavização de choques, como nos ganhos econômicos de livre mercado, quando o capital procura os retornos mais altos e a disputa que tende à concorrência perfeita. No entanto, a preocupação é elevada por formadores de políticas públicas, que se atém a objetivos sociais inconsistentes com o livre fluxo de capitais. Somando-se aos riscos de crises financeiras e de balança de pagamentos, algumas delas autorrealizáveis, sem ligação direta com os fundamentos econômicos. As questões atuais ligadas ao mercado de capitais, embora com roupagem moderna, pode ser vista em toda a sua existência. Com o início e expansão do cristianismo, no Império Romano, as atividades financeiras e bancárias já eram mal vistas pela atividade incorrer

na usura. Na Renascença, com a volta rápida das atividades financeiras e das práticas bancárias e com o número crescente de produtos oferecidos, houve perseguição e forte estigma da sociedade, por motivos religiosos e políticos, o que incorreu em fortes restrições e regulamentação severa.

Mesmo com todas as ressalvas e limitações historicamente impostas e medos, no final do século 19, tecnologias novas e evoluções institucionais progrediram criando um mercado florescente. Várias nações participavam de um novo mercado de capitais internacionais, em que vários instrumentos financeiros modernos eram corriqueiramente utilizados e que operava virtualmente livre de controles por parte de governos. O percurso histórico, que levou o mundo para as Guerras Mundiais e à crise financeira, fez com que este avanço fosse interrompido e só seria retomado nos anos 70.

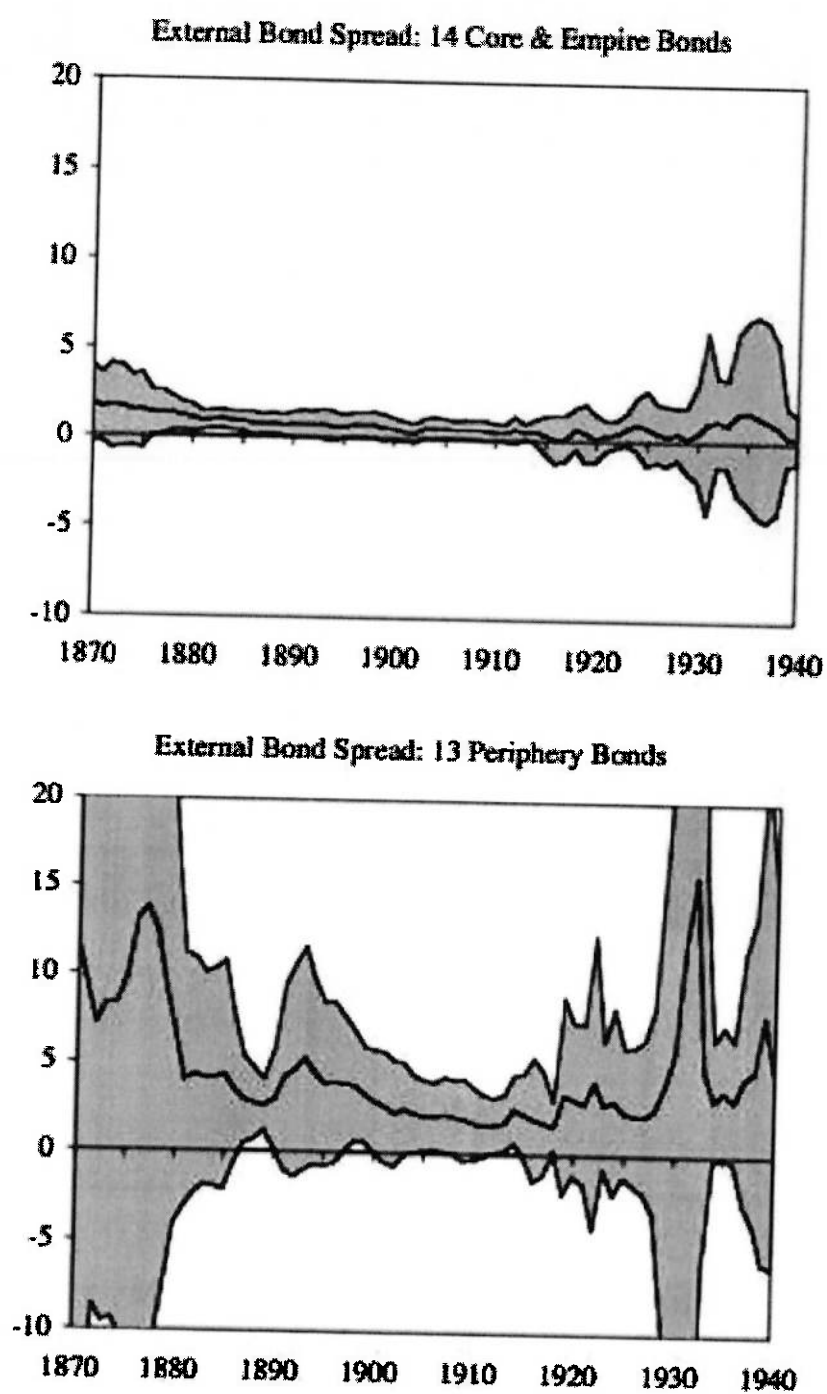
Na figura que segue, podemos ver dois gráficos que contêm títulos públicos, o primeiro apresenta a dispersão dos títulos negociados nos países centrais da época e o segundo títulos negociados em países periféricos. Nos dois casos a medida é o valor dos Títulos de Londres, ou seja, quantas vezes o título de um país custava a mais que os títulos principais britânicos. Esta amostra revela como, embora a dispersão fosse muito maior nos países periféricos, o movimento se dá de forma similar. Existe um estreitamento na dispersão entre 1870 e 1890, onde permanece razoavelmente estreito, e um período de distúrbio, onde a faixa se alarga, nas proximidades da Primeira Guerra Mundial, Segunda Guerra Mundial, e Crise de 1929. Aparentemente, a resposta vem em um compasso de simultaneidade, o que indica o movimento de integração financeira. Nestes períodos, é importante salientar que uma boa parte da volatilidade pode ser explicada com a capacidade dos países de dar credibilidade a sua aderência ao padrão-ouro. Muitos países, também, conseguiram controlar suas dívidas públicas com descobertas de novas jazidas de ouro. Os países centrais, na amostra, são: Austrália, Bélgica, Canadá, Dinamarca, França, Alemanha, Índia, Holanda, Nova

Zelândia, Noruega, África do Sul, Suécia, Suíça e Estados Unidos. Os países da periferia, na amostra, são: Argentina, Áustria, Brasil, Chile, Finlândia, Grécia, Hungria, Itália, Japão, México, Portugal, Espanha e Uruguai.

Ao analisar-se se o mercado de títulos e ações acompanhou as tendências indicadas no gráfico, em forma de "U", como outros, por exemplo, moedas e dívidas públicas, nota-se que o mercado de ações evoluiu em um ritmo bem diferente que o de títulos. No mercado de títulos, vê-se que as dívidas de governos centrais foram negociadas ininterruptamente nos últimos cem anos, agora, nos países emergentes, por longos lapsos temporais, as negociações foram difíceis, atreladas a intermediários, ou interrompidas, no setor privado. Quando se fala de ações de empresas, nota-se que as negociações cresceram substancialmente nos países centrais, com a mudança dos controles acionários entre 1970 e 1980. Nos países emergentes esse processo ocorreu principalmente nos anos 90. É comum, ao analisar as séries históricas dos países emergentes do mercado acionário, haver quebras e rupturas e flutuações atípicas em períodos de conjunturas históricas críticas ou guerras.

Os principais fatores revelados como essenciais para a compreensão da dinâmica estabelecida, nos mercados de capitais, entre 1870 e a atualidade, são as políticas econômicas nacionais e a tecnologia, além de vontades políticas, lobbys e a ideologia dominante, que permitiram os dois primeiros. Cabe ressaltar a importância marginal de fatos pontuais ocorridos ao longo da história global, embora não tenham mudado a estrutura das mudanças em andamento. O único modo de explicar consistentemente o desaparecimento virtual dos fluxos internacionais de capital, na metade do século, e a sua reaparição na explosão dos preços diferenciais dos anos 70 é através da arbitragem ocorrida, que derivou das mudanças relacionadas aos dois itens principais supracitados.

Figura 3: Títulos Públicos de Países Centrais e Periféricos, 1870-1940.



Fonte: OBSTFELD, M., TAYLOR, A.M (2002).

Vale notar que, o fator tecnológico implicou em uma tendência crescente de possibilidades de integração e mobilidade dos mercados, enquanto à oscilação e os picos podem ser explicados pelas políticas econômicas adotadas pelas diferentes nações mundo a fora.

Depois da Segunda Guerra Mundial, os países começaram a recompor a economia global e as diversas relações políticas e comerciais, que sofreram danos. Com os formadores de política, através do Fundo Monetário Internacional, estabelecendo rodadas de liberalização, e com a conversibilidade das contas correntes, entre outras medidas, foi possível estabelecer um período de paz e prosperidade. Nos anos 60, as trocas comerciais aconteciam de forma forte e em dimensões grandes, os fluxos financeiros internacionais e a liberalização financeira, que decorreram deste movimento, viriam automaticamente com o tempo.

O câmbio-flutuante, que inicialmente era para ser temporário, se tornara característica durável na economia mundial. Esta peculiaridade ajudou a reconciliar as demandas sociais por políticas macroeconômicas de estabilidade doméstica com os interesses da comunidade empresarial pelo livre mercado, em bens e ativos. Pode-se encontrar, nos anos 80, o padrão que mais afetou a evolução moderna do mercado de capitais internacional, a liberalização da conta de capitais nos países em desenvolvimento. Claramente, a contínua queda e fracasso de políticas e governos populistas fortificaram e influenciaram o livre mercado e medidas que visassem à concorrência perfeita em diferentes sociedades. Um grande exemplo disso foi a queda da União Soviética, que abriu espaço e salientou os benefícios do modelo capitalista. O fim da Guerra Fria certamente propiciou à fluidez de capitais internacionalmente.

Vale notar que existe uma diferença muito grande entre o pico que há entre 1870 e 1914 e o crescimento dos anos 80 em diante, a diferença entre posições brutas e líquidas em carteira, de ativos. Temos, no primeiro período,

alguns poucos países financiando o crescimento mundial, sendo a Inglaterra a principal nação e depois a França e a Alemanha. Quando analisadas as carteiras destes países, ressalta o fato de que as transações ocorrem principalmente em uma via, têm-se grandes financiadores que emprestam dinheiro e adquirem posições. Atualmente, há grandes movimentações multilaterais, muitas vezes de operações de swap, com isso há trocas financeiras em que o saldo é pequeno. Pode até ocorrer, como se vê nos períodos mais recentes da figura 4, que o saldo líquido seja o de acúmulo, em carteira, de passivos estrangeiros.

O período atual indica uma mudança grande em como as transações ocorrem, a política atual é de troca entre países ricos, ocorre uma financeirização de “diversificação de carteira” e não de “financiamento”.

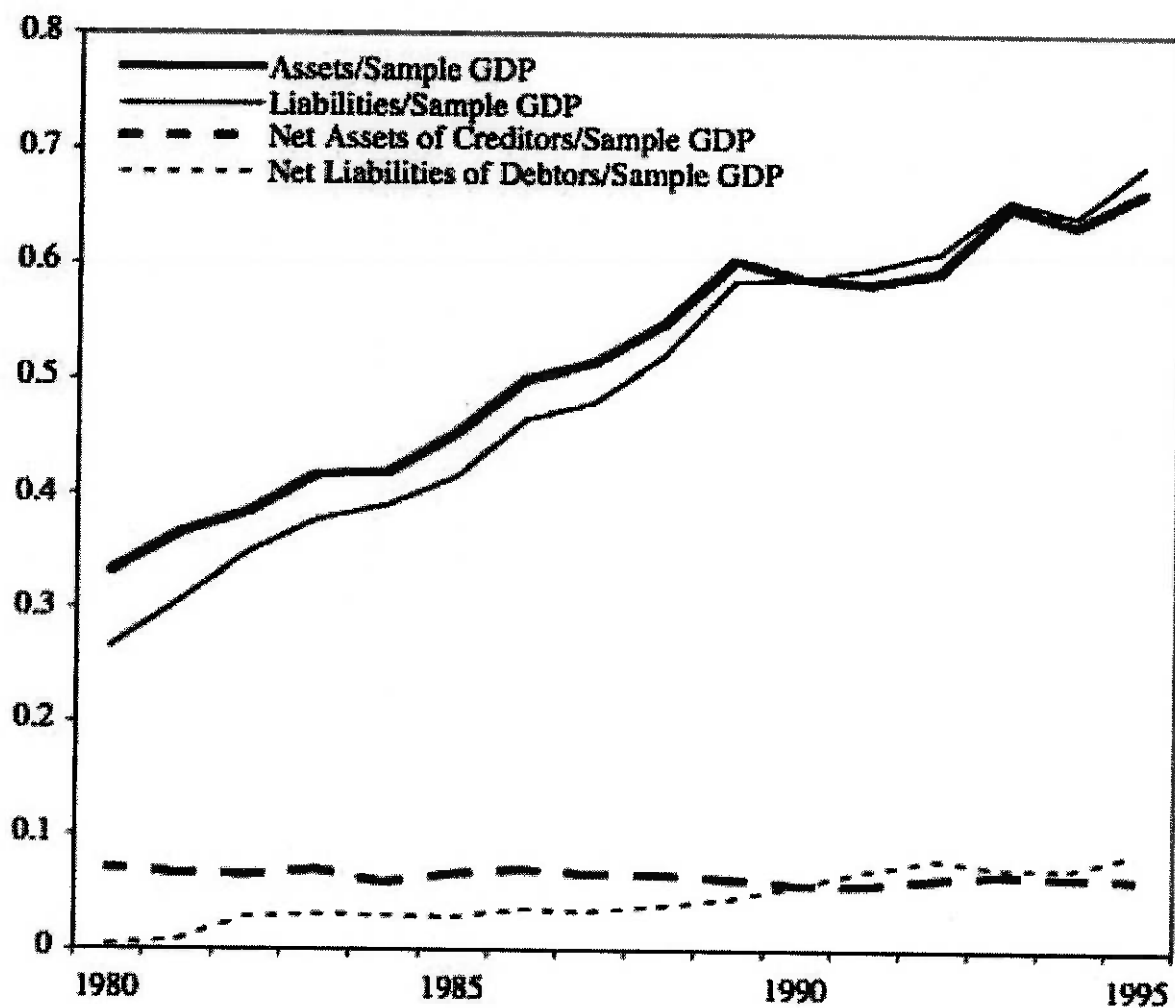
Muitos dos países mais pobres, que precisariam de capitais, não recebem recursos que poderiam. Isto se dá por mudanças na percepção de risco, ao longo do tempo, e pela importância que as mudanças liberalizantes ganharam ao olhar do investidor. Como grande parte dos países carentes não adotaram as mudanças liberalizantes ou os recursos, processos, e medidas bem vistos por quem investe, são considerados como muito arriscados, que não trazem os benefícios necessários ao risco que representam.

1.3.2 Análise da atualidade

Pode-se observar que, entre 1990 e 2010, o processo iniciado em 1970 se intensificou. As reformas, que inicialmente ocorriam aos poucos, e timidamente, se aceleram, a partir de 1990. Vários países passam a adotar as medidas propostas pelo “Consenso de Washington”, e as diversas medidas liberalizantes, que são vistas consensualmente como benéficas pelas correntes econômicas predominantes no período. Estas medidas geraram resultados bem heterogêneos, já que, além de não serem aplicadas

integralmente nos vários países que as implantaram, o desempenho econômico e os fluxos de capitais se deram de formas pouco padronizadas.

Figura 4: Estoque de Capital Estrangeiro: Bruto Versus Líquido.



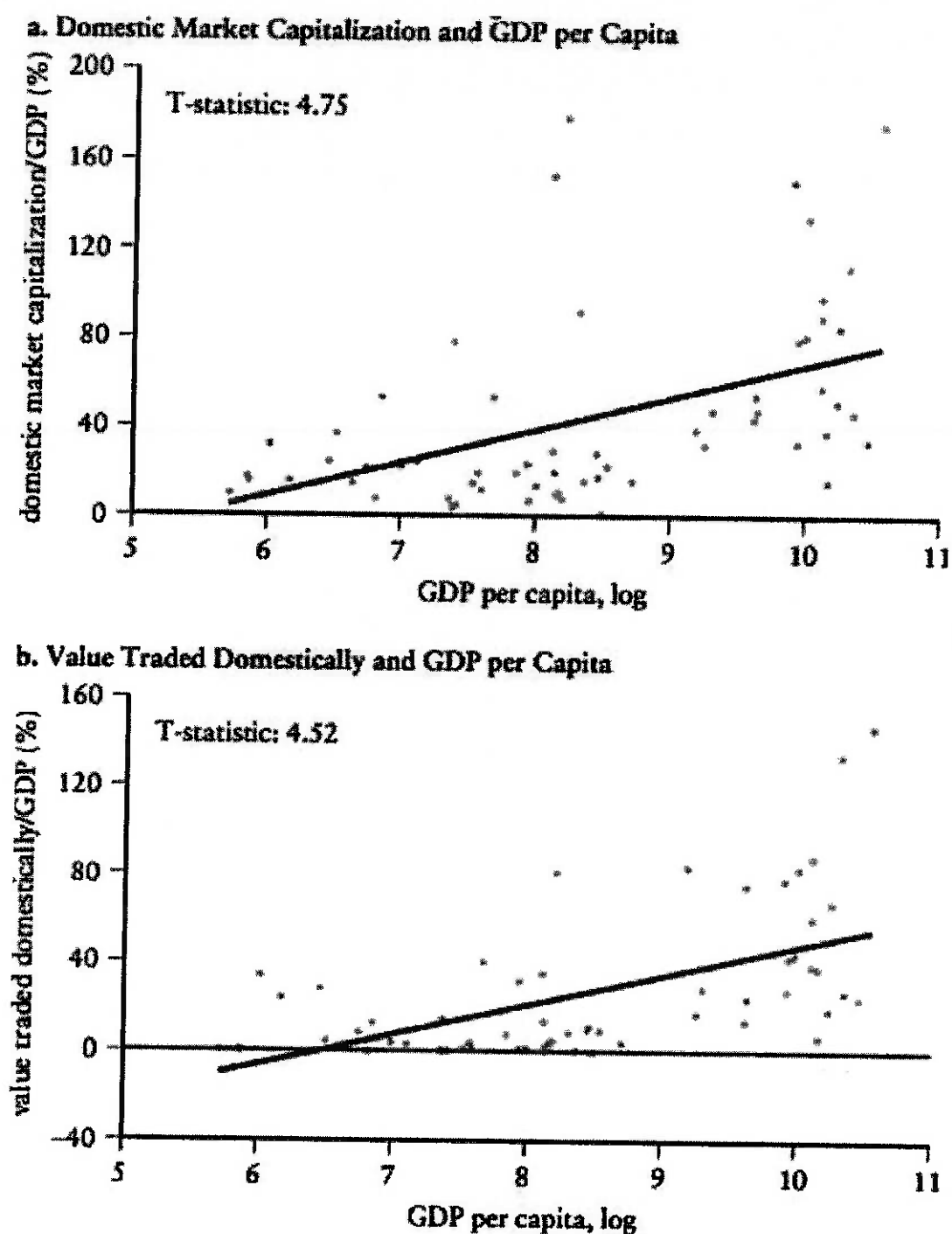
Fonte: Fundo Monetário Internacional.

É possível notar, com o acúmulo de informações recentes no mercado financeiro, que o desenvolvimento no mercado de capitais tende a gerar saúde econômica e crescimento econômico. Anteriormente, era difícil estabelecer uma relação de causa e consequência, se o crescimento do mercado de capitais gerava o crescimento econômico ou se o crescimento econômico desenvolvia o primeiro. Pode-se perceber que os dois objetos estão interconectados e dialeticamente relacionados.

A análise de quatro grupos de variáveis pode indicar algumas tendências sobre o mercado de capitais: nível de renda, políticas macroeconômicas, instituições, e tamanho.

A figura 5 sugere que países que possuem renda per capita mais elevada, ou seja, mais desenvolvidos, sistematicamente tendem a possuir mercados financeiros maiores. Na figura pode-se ver a relação entre os diferentes mercados acionários com o Produto Interno Bruto per capita destes países. No primeiro gráfico da figura comparamos o valor negociado com a renda per capita, e, no segundo gráfico, o nível de capitalização em função da renda per capita. Nota-se que, nos dois casos, existe indícios de uma relação positiva entre o desenvolvimento do mercado acionário com o nível de renda de dado país. As diferenças nos mercados podem ser explicadas pelo fato de que países mais desenvolvidos costumam ter instituições de maior qualidade e direitos de propriedade mais regulamentados e legislados; por outro lado, países menos desenvolvidos costumam ter ambientes de investimento mais voláteis e um maior envolvimento governamental nos mercados financeiros. Existe, também, evidências de que o desenvolvimento econômico está associado com o desenvolvimento financeiro e com estruturas orientadas para a economia de mercado (DEMIRGÜE-KUNT; LEVINE, 2001).

Figura 5: A Bolsa de Valores Doméstica e O Nível de Renda.



Fonte: S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial

Nota: O valor de 8 é equivalente a um PIB de US\$ 2.981,00. Os dados são médias de 1990-2004.

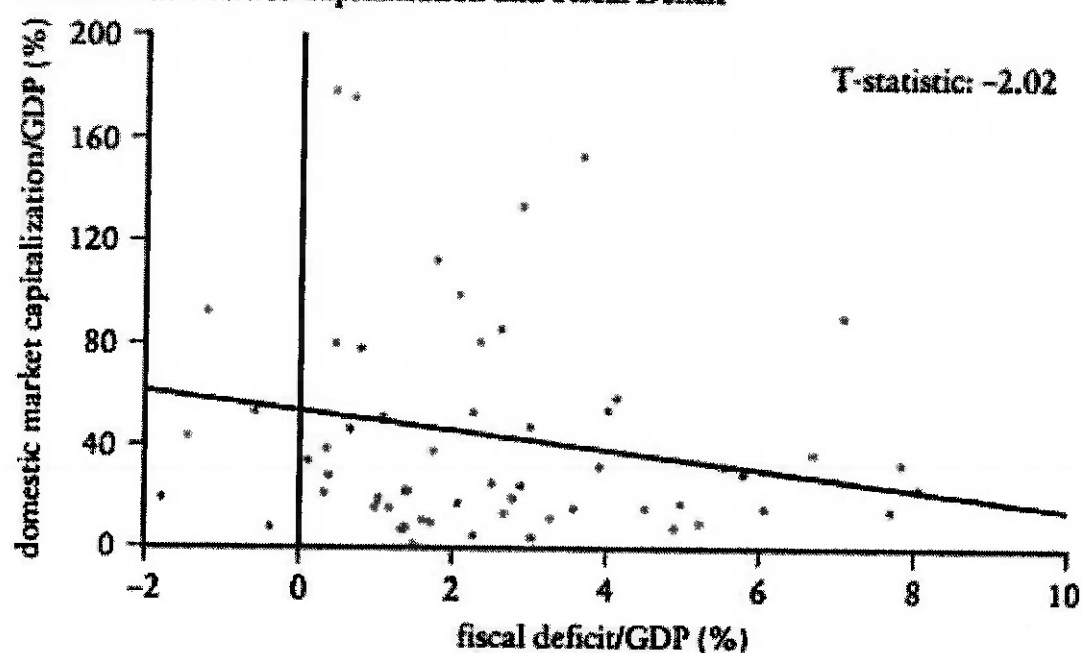
Ver Quadro 2 para amostra de países.

Constata-se que políticas monetárias e fiscais, tanto quanto a estabilidade macroeconômica como um todo, estão positivamente relacionadas ao desenvolvimento dos mercados de capitais. Uma das principais razões é que o empréstimo de dinheiro e os financiamentos, em geral, ficam arriscados e pouco atraentes com ambientes altamente inflacionários. É difícil para as firmas e famílias de planejarem financiamentos quando o valor futuro real é incerto, e, portanto, costuma-se ter níveis baixos de financiamento. Além do argumento citado acima, inflações exacerbadas tornam os financiamentos arriscados para os indivíduos que emprestariam os recursos, o que leva ao racionamento do crédito. A inflação cria um ambiente desfavorável, além de distorcer os preços, cria incentivos aos empréstimos de curto prazo e desincentivando os Investimentos Diretos Externos.

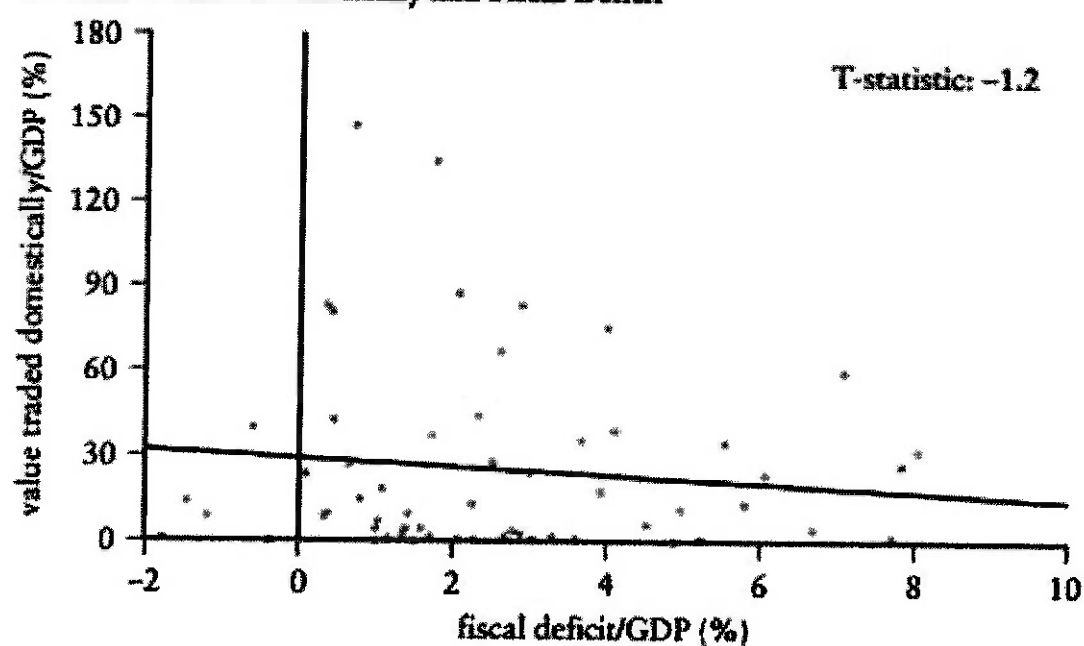
Quanto ao déficit fiscal, existe uma reação adequada de quanto o governo deveria financiar das suas dívidas. Quando o déficit fiscal atinge níveis muito altos gera-se instabilidade macroeconômica e volatilidade dos mercados, pela incerteza sobre a capacidade governamental de saldar suas dívidas. Enquanto a volatilidade reduz os incentivos do setor privado de se financiar, as dívidas sobre a capacidade governamental de saldar os financiamentos abertos desestimula os financiadores. Por outro lado, se o governo possui necessidades de financiamento modestas, os mercados de negociação de títulos governamentais, tanto primários como secundários, não se desenvolvem, são rudimentares e pouco representativos. Isto prejudica o financiamento do setor privado, que precisa do mercado de títulos públicos para parametrizar as matrizes de recompensas com os “títulos sem risco”, que guiam e dão a marca d’água e sinais dos rumos da economia aos agentes participantes da economia. Sem os títulos públicos é difícil precificar adequadamente os títulos privados e os produtos financeiros.

Figura 6: A Bolsa de Valores e O Déficit Fiscal.

a. Domestic Market Capitalization and Fiscal Deficit



b. Value Traded Domestically and Fiscal Deficit

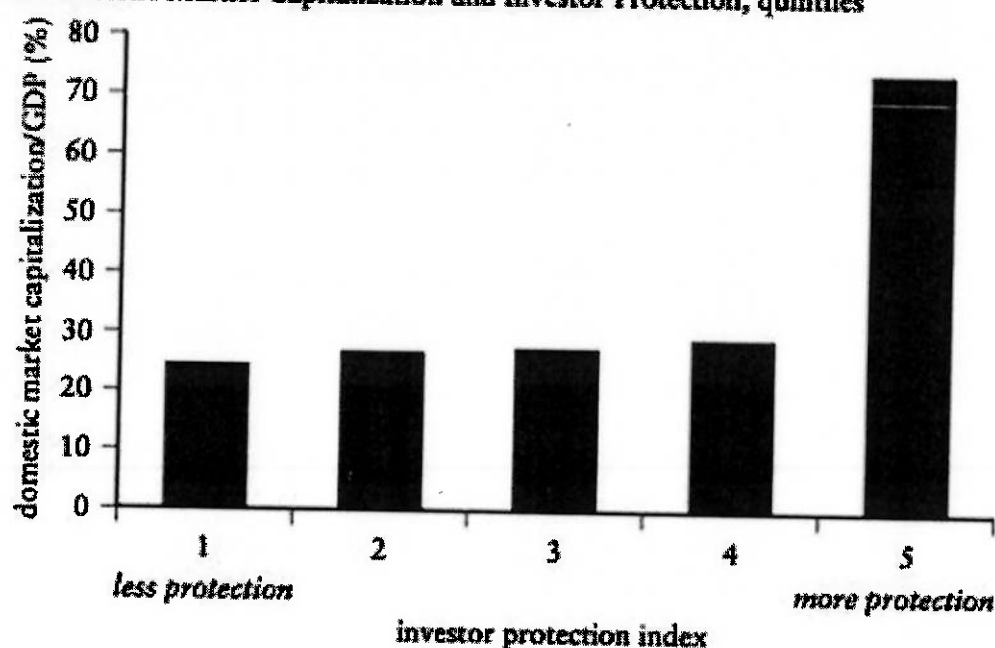


Fonte: S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial.

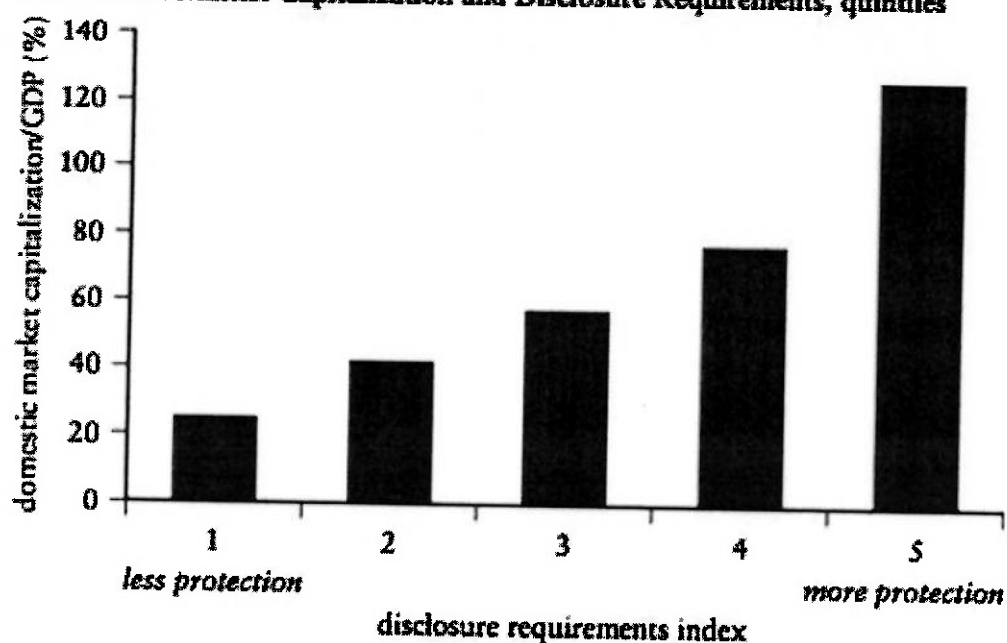
Nota: Os dados são médias de 1990-2004. Ver Quadro 2 para amostra de países.

Figura 7: A Bolsa de Valores e A Regulamentação.

a. Domestic Market Capitalization and Investor Protection, quintiles



b. Domestic Market Capitalization and Disclosure Requirements, quintiles



Fonte: S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial (2006); La Porta, Lopez de Silanes, e Shleifer.

Nota: Os dados são médias de 1990-2004. Maiores valores dos índices implicam em melhor proteção dos acionistas. O índice de proteção ao investidor é do Banco Mundial e o índice de transparência é de La Porta. Ver Quadro 2 para amostra de países.

A figura 6 revela a relação não linear, ou heterocedástica, entre a inflação e o desenvolvimento financeiro. É de se notar a relação negativa que a distorção de preços e o déficit fiscal exercem sobre os mercados financeiros. Os gráficos, na figura, mostram a relação negativa entre os valores negociados e o déficit fiscal, no topo, e a capitalização e o déficit fiscal, abaixo. Nos dois gráficos os valores negativos ou muito próximos de zero apresentam um crescimento baixo, ao elevar um pouco o déficit fiscal o crescimento dos mercados é maior, e, com o aumento posterior ao ótimo, o crescimento volta a minguar.

As instituições, o ambiente institucional e as leis vinculadas, têm um importante papel no desenvolvimento dos mercados financeiros. As leis e os mecanismos regulatórios de proteção ao investidor, leis claras de direito de propriedade e o suporte aos contratos privados, são cruciais para o funcionamento adequado dos mercados. Pode-se constatar empiricamente que os mercados financeiros mais ativos e bem desenvolvidos, com menor concentração de controle e propriedade, maiores dividendos, e maiores valorizações, são aqueles que protegem os credores e os investidores minoritários.

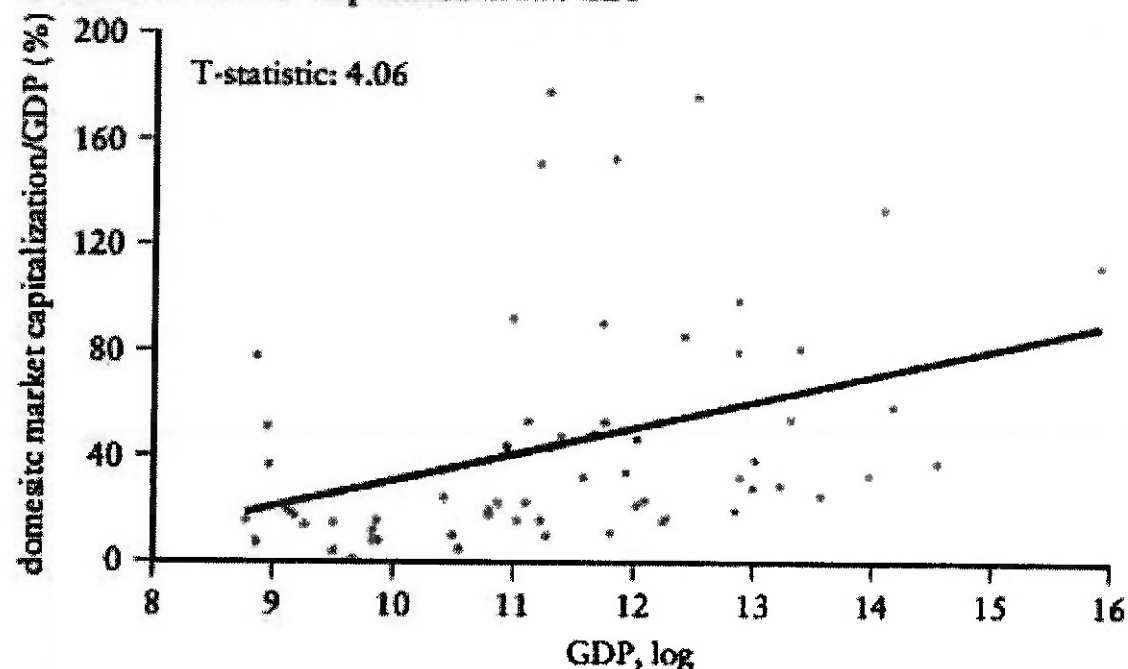
A figura 7 mostra como a regulamentação e a legislação se relacionam com o desenvolvimento das bolsas de valores. O primeiro painel mostra como a bolsa de valores se desenvolve com leis que melhor protegem investidores contra expropriações dos acionistas majoritários; o segundo painel, como países com regras melhor definidas e maior transparência têm bolsas de valores maiores.

O último fator dos quatro itens colocados anteriormente é o tamanho da economia. Os mercados costumam ser mais eficientes quando aumentam o volume financeiro e de operações e o número de participantes. Isto ocorre porque há economias de escala e de escopo por parte da oferta, e porque, por parte da demanda, há uma diminuição nas externalidades ligadas às tecnologias utilizadas. Em grandes economias há mais informações, firmas maiores e com maior liquidez. As economias de escala podem auxiliar na criação de infraestrutura para os mercados de capital, já que os sistemas operacionais e a estrutura para liquidação dos negócios e custódia dos ativos têm um custo quase fixo.

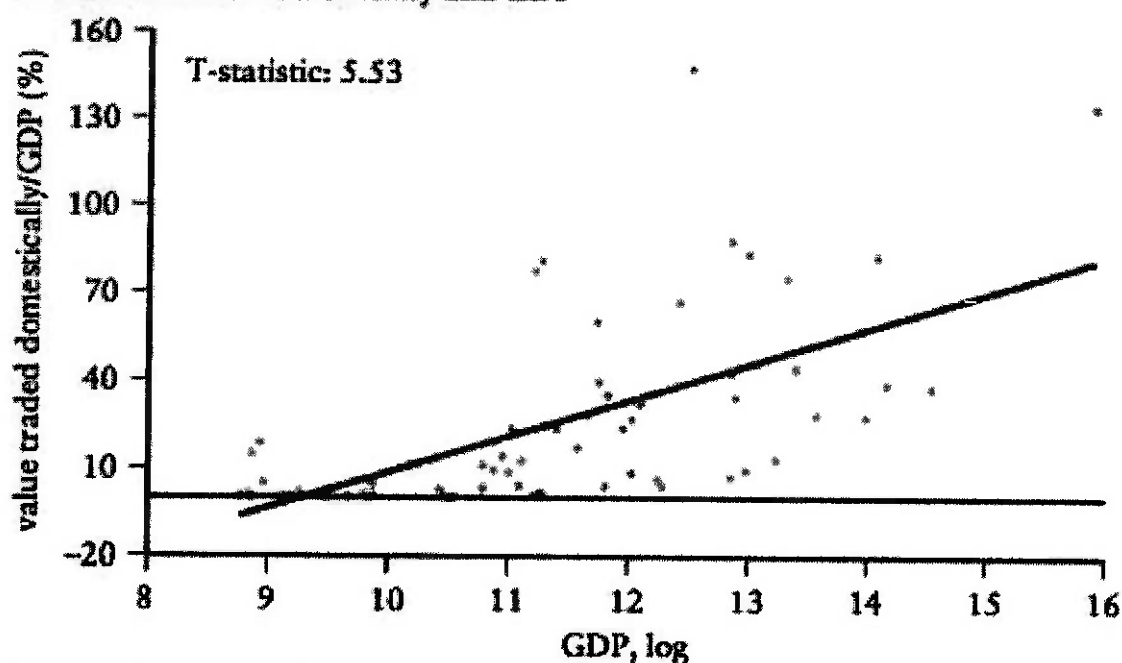
É apresentada, na figura 8, a relação entre desenvolvimento das bolsas de valores e o tamanho da economia, que mostra que países com maiores P.I.B.s tendem a ter bolsas de valores mais desenvolvidas e ativas. É possível notar que há um P.I.B. mínimo para ter uma bolsa de valores plenamente operante, (SHAH; THOMAS, 2001) sugere um P.I.B. de US\$ 20 bilhões. Quando a produção doméstica for inferior a este valor, é difícil ter liquidez e volume suficientes para o bom desempenho do mercado.

Figura 8: A Bolsa de Valores e O Tamanho da Economia.

a. Domestic Market Capitalization and GDP



b. Value Traded Domestically and GDP



Fonte: S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial.

Nota: Os dados são médias de 1990-2004. Para referência, considerar o valor 12 do P.I.B. como sendo US\$ 163 bilhões. Ver Quadro 2 para amostra de países.

1.3.2.1 Sobre as reformas

Como fora discutido anteriormente, pode-se observar que muitos países adotaram reformas, como a liberalização financeira, melhorias sistêmicas de infraestrutura, e avanços regulatórios e de supervisão, nas últimas duas décadas, para promover o desenvolvimento dos mercados de capital. Dado o número de países que não conseguiram resultados satisfatórios nesta empreitada, surge a dúvida da extensão e eficiência de tais reformas para o crescimento de tais mercados.

Nesta sessão serão abordadas 6 tipos de reformas:

- Liberalização das bolsas de valores: decisão governamental de permitir investidores estrangeiros de comprar ativos em bolsas de valores locais e de investidores locais comprarem em bolsas estrangeiras. É esperado que tais mudanças de integração financeira conduzam à diminuição no custo de capitais, pelo aumento de volume e da concorrência. É esperado, com o aumento do volume de capitais, que ocorra um aumento da liquidez dos papéis e aumento de pesquisas, melhorando as informações divulgadas, tanto em quantidade como em qualidade. O escrutínio dos investidores estrangeiros pode aumentar a transparência e promover melhores práticas de governança corporativa;
- Leis contra investidores com informações privilegiadas: embora muitos países tenham criado uma extensa gama de reformas legais para o florescimento das bolsas de valores, uma das poucas reformas comuns a todos os países, que pode ser usada como variável na análise, por sua disseminação, por ser padronizada, e por não sofrer variações com o tempo, são as leis de proteção aos acionistas minoritários, ou seja, as leis contra jogadores com informações privilegiadas. Com essa variável

pode-se exprimir como as variações legais, em um âmbito geral, afetam as bolsas de valores, e, conseqüentemente, o mercado de capitais;

- Introdução de sistemas eletrônicos automatizados de negociação: com as melhorias no ambiente operacional dos mercados, com políticas sobre a centralização das bolsas de valores, sistemas de liquidação dos negócios, plataformas de operação, e sistemas de custódia, melhorou o desempenho do mercado, com o aumento da liquidez, da eficiência, e a redução de custos. Verificou-se que, além das melhorias supracitadas, há um aumento da disponibilidade de informações e a abertura de nichos de mercado, que antes não operavam pela inacessibilidade das bolsas, o que acarreta em aumento de liquidez;
- Privatização: motivado pelo desejo dos governos de aumentar receitas, o intenso processo de privatizações foi intenso nos anos 90, com o pico de 1998, de US\$ 100 bilhões. Esperava-se, também, promover eficiência econômica e reduzir a interferência dos governos na economia. Nota-se que, em muitos países, era explicitamente esperado que as privatizações amparassem no desenvolvimento do mercado de capitais, e é possível ver como elas afetaram as bolsas de valores, já que muitas vendas de empresas foram feitas por elas. Entre as externalidades positivas estão o aumento das opções de negócio na bolsa e o aumento de investidores operando, trazendo liquidez. Mesmo sem ser através de bolsas de valores, as privatizações reduzem os riscos políticos e sinalizam o compromisso do governo com políticas voltadas ao mercado;

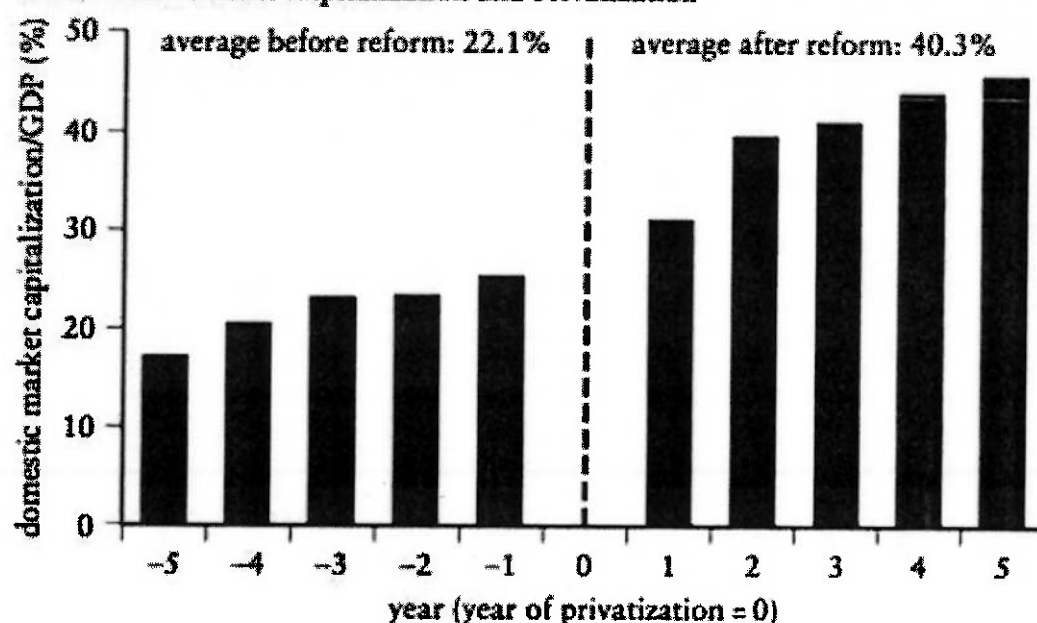
- Reformas previdenciárias (mudança de um sistema público previdenciário com benefícios definidos para sistemas de gerenciamento privado): as reformas previdenciárias consistiram em mudar o sistema público, sem fundos, em que as contribuições atuais, tanto de taxas como de impostos, sustentam pensões passadas, para previdências privadas, com fundos gerenciados privadamente e individualmente. Esperou-se que estas reformas trouxessem, entre outros, estabilidade macroeconômica, ao reduzir as pressões demográficas dos sistemas sem fundos e ao induzir reformas fiscais, que absorveriam os custos da transição, redução nas distorções do mercado de trabalho, aumento da poupança agregada, e redução das interferências políticas no sistema. Estas mudanças foram vistas como benéficas ao mercado de capitais doméstico porque incentivaria as autoridades a melhorar os marcos regulatórios do setor, pelo acúmulo de capital institucional, e porque incentivaria a inovação financeira e a especialização na tomada de decisões de investimentos;
- Reformas institucionais: as reformas institucionais são elementos chave para o desenvolvimento das bolsas de valores. É, no entanto, muito difícil criar um modelo ou réplica das reformas institucionais, para analisar o impacto das reformas institucionais como um todo. Abordar-se-á, portanto, como diferentes aperfeiçoamentos mudaram o mercado, com o tempo.

Ao analisar a média da capitalização, do número de negócios, e da captação antes e depois de cada reforma supracitada, vê-se que todas elas tiveram impacto positivo nas bolsas de valores domésticas. Ao contrário de alegações sobre possível ineficiência, os resultados são positivos, e, em alguns casos, bem relevantes. As figuras 9, 10, e 11,

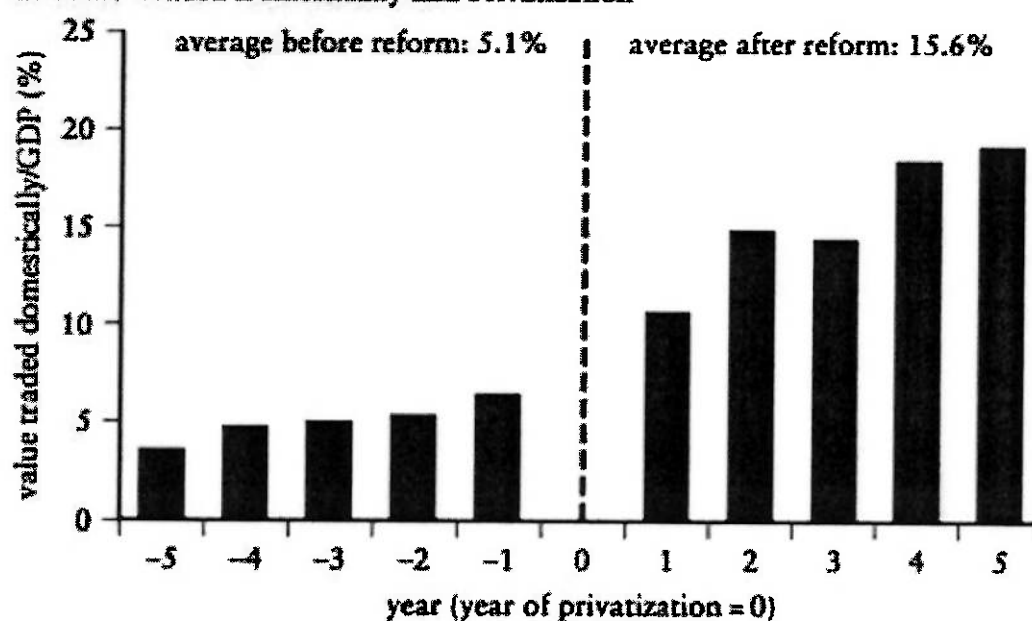
exemplificam alguns desses resultados, a primeira aborda a privatização, a segunda a introdução de plataformas eletrônicas de negociação, e a terceira, reformas institucionais. Nestas se poderá ver, nos painéis superiores, a média de capitalização sobre o P.I.B. dos países que adotaram a reforma, e nos inferiores, a média do volume de negócios sobre o P.I.B. dos países que adotaram a reforma, tanto para os 5 anos anteriores como para os 5 anos posteriores.

Figura 9: A Bolsa de Valores Doméstica e A Privatização.

a. Domestic Market Capitalization and Privatization



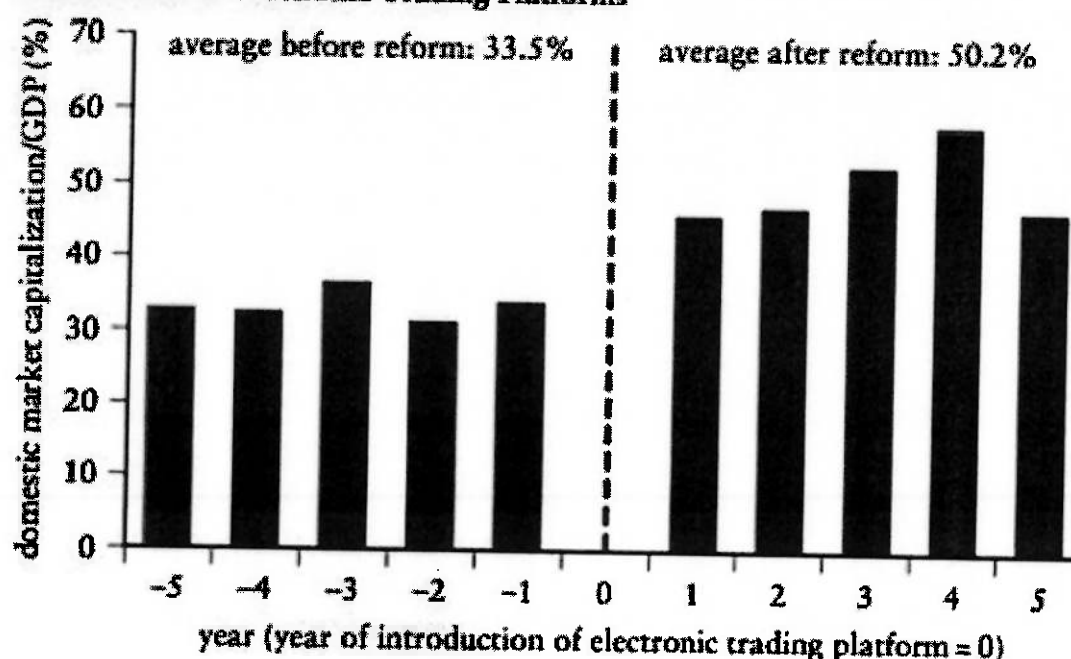
b. Value Traded Domestically and Privatization



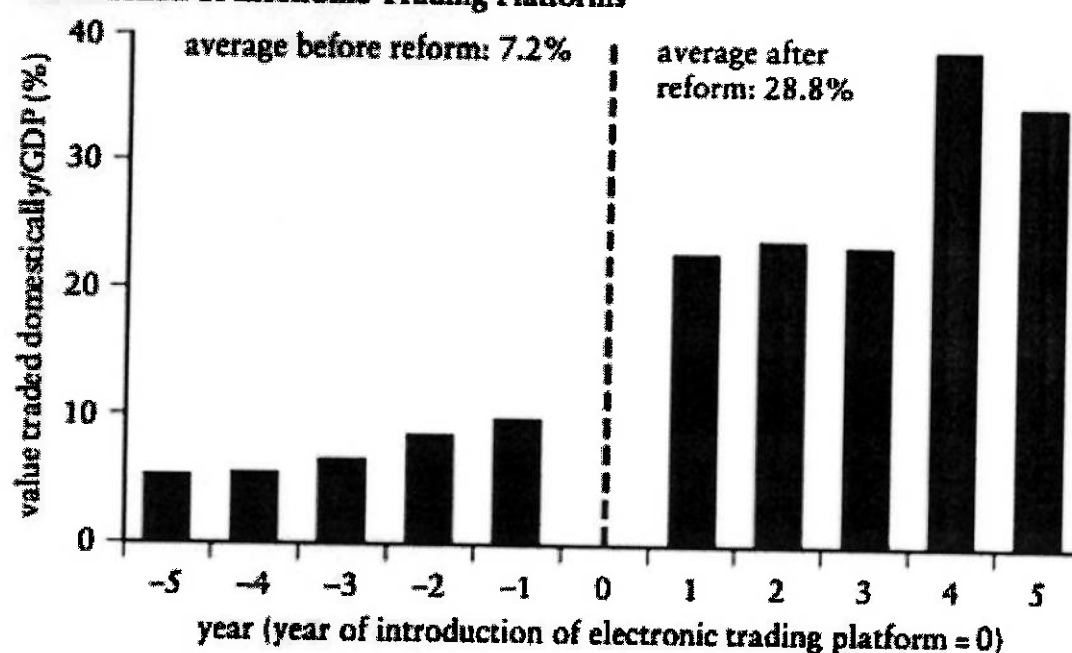
Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial.
 Nota: Os dados são médias de países que implementaram a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Ver Quadro 3 para amostra de países.

Figura 10: A Bolsa de Valores Domestica e As Plataformas Eletrônicas.

a. Domestic Market Capitalization and Introduction of Electronic Trading Platforms



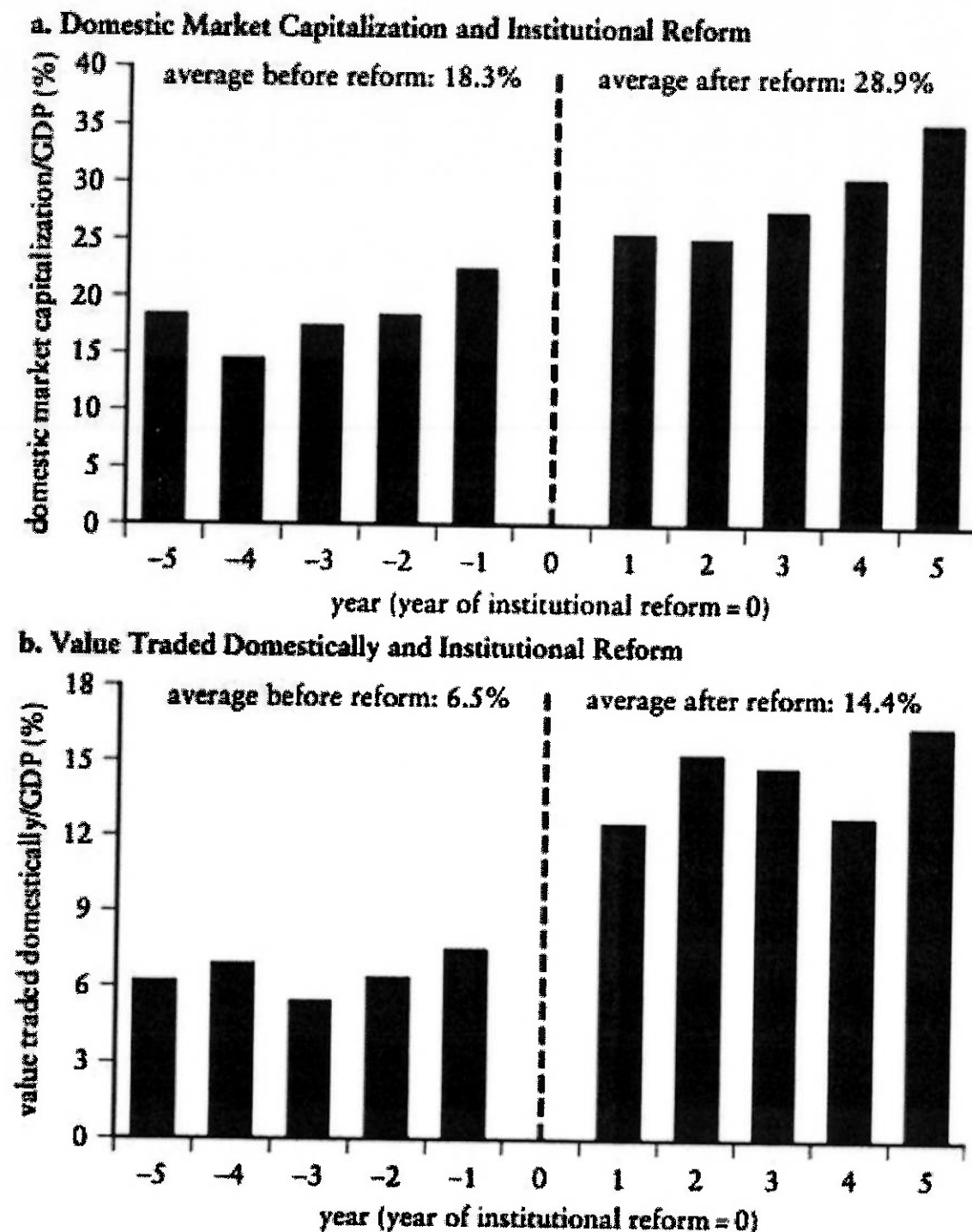
b. Value Traded Domestically and Introduction of Electronic Trading Platforms



Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial.

Nota: Os dados são médias de países que implementaram a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Ver Quadro 3 para amostra de países.

Figura 11: A Bolsa de Valores Doméstica e As Reformas Institucionárias.



Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); S&P Stock Markets Factbook; Banco Mundial.

Nota: Os dados são médias de países que implementara a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Ver Quadro 3 para amostra de países.

O trabalho de (DE LA TORRE et al, 2006b) mostra que as diversas reformas adotadas em vários países foram seguidas por significantes acréscimos na capitalização, valor total de negócios, e captação de recursos nos mercados locais. Resultados que são robustos a controles de variáveis, tanto nacionais quanto internacionais, ou seja, pode-se analisá-los sem preocupações ligadas aos ciclos econômicos, às possíveis interferências entre reformas executadas concomitantemente, e a temporalidade das reformas, embora seja difícil dizer quanto das mudanças referem-se a tendências temporais globais.

Pode-se dizer que as evidências sugerem que as diversas reformas adotadas foram seguidas por grandes avanços nas atividades das bolsas de valores locais, ao contrário da comum percepção de ineficácia nas reformas que muitos têm sobre as economias dos países emergentes. A diferença entre os resultados e as expectativas pode ser explicada por alguns fatores. As expectativas eram muito elevadas e não foram integralmente satisfeitas. Em alguns países, embora contrário ao que muitos alegam, reformas essenciais não foram nem iniciadas ou foram executadas de formas impróprias, incompletas ou inconsistentes. Por último, os formadores de políticas estão sendo impacientes e não estão dando o tempo necessário para a maturação das reformas, que ainda não deram o devido resultado.

1.3.2.2 Sobre a internacionalização

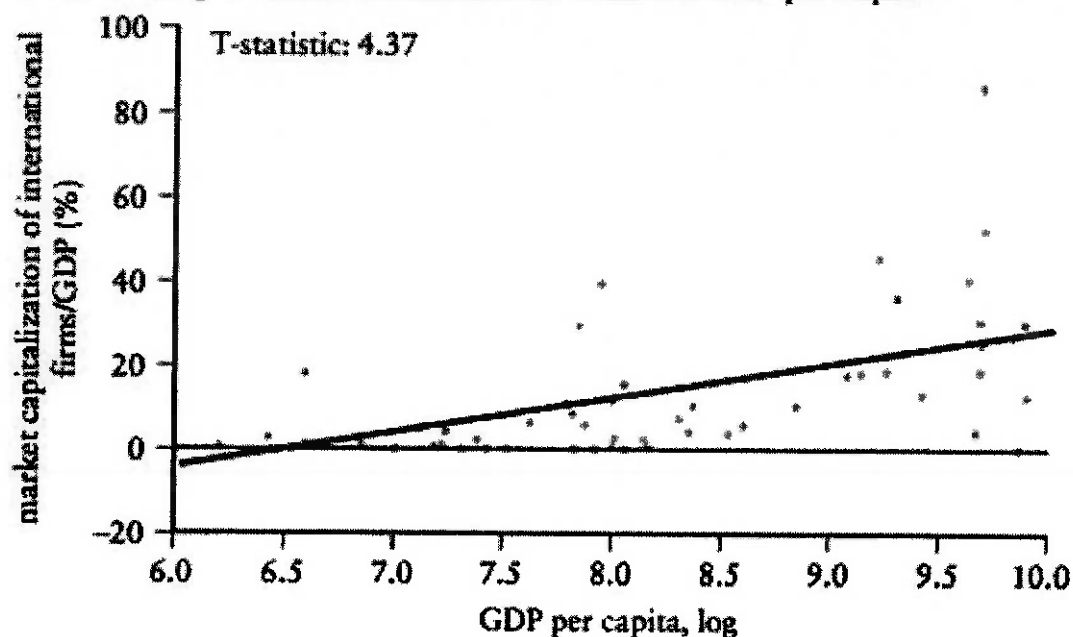
Com o aumento dos fluxos monetários entre países, a inter-relação entre mercados financeiros e a crescente representação comercial de instituições financeiras ao redor do globo, é inegável o aumento das atividades nas diversas bolsas de valores no mundo, tanto de países desenvolvidos, como, principalmente, de países emergentes. Muitas multinacionais tem listagem em mais de uma bolsa de valores, com as “*depository receipts*”.

Se analisado o papel dos fundamentos econômicos e institucionais, pode-se chegar à conclusão de que um dos principais incentivos à internacionalização é a promessa de ganhos maiores fora da economia doméstica. O pobre ambiente doméstico leva as firmas e investidores a utilizar os mercados internacionais e produtos financeiros internacionais com maior avidez, intensivamente, ao passo que, ambientes macroeconômicos favoráveis e boas instituições reduzem enormemente as atividades financeiras fora das fronteiras, já que a relação entre custo e benefício é favorável domesticamente para os habitantes locais. Quando o ambiente não é favorável as empresas podem procurar ter suas ações listadas em mercados internacionais, onde terão suas ações atreladas às boas instituições, através de *depository receipts*, por exemplo. Nota-se, no entanto, que um ambiente favorável pode atrair capitais de outros países, que desejam melhores condições, como regras que respeitam investidores minoritários e o direito de propriedade. É através das vantagens comparativas dos fundamentos econômicos e institucionais que, tanto as firmas como os investidores, determinarão aonde terão atividades, e com que volume. É com essas vantagens que se estabelecerá a vontade dos investidores de financiar ou não as firmas e qual será o volume de capital, a liquidez, e os custos cobrados.

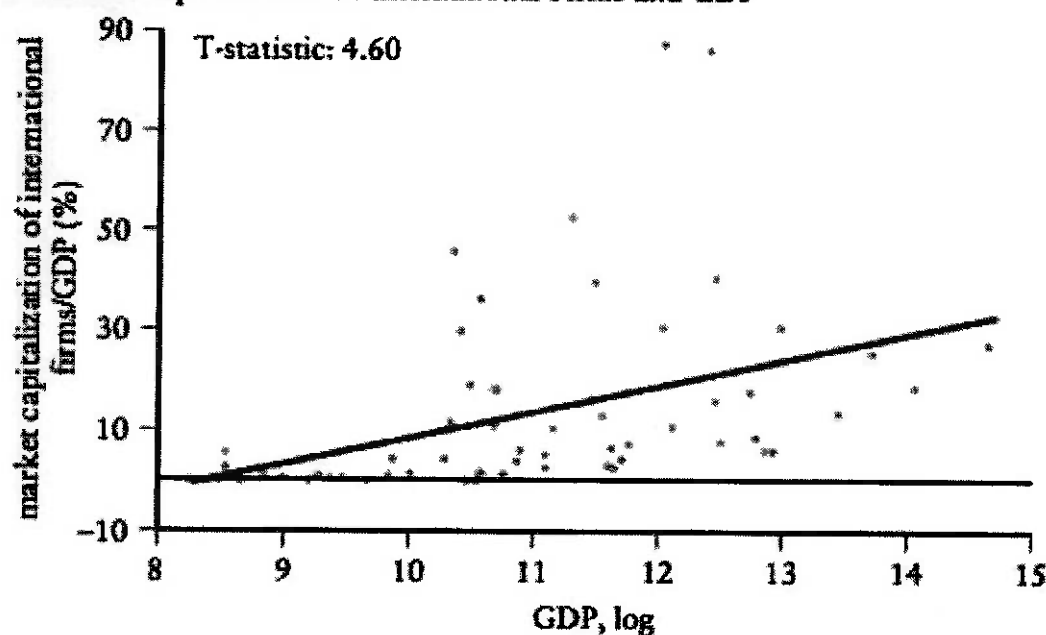
Inicialmente, pode-se ver, nas figuras 12 e 13, indicativos sustentando que o tamanho da economia e os fundamentos econômicos influenciam positivamente o crescimento e desempenho e a atividade das bolsas de valores. Destaca-se, na figura 13, que as instituições têm um papel positivo. Na parte superior da figura 13, destaca-se como a abertura financeira tem relação positiva com a atividade das bolsas de valores e a capitalização de firmas internacionais; na parte inferior, como o déficit é negativamente relacionado com a internacionalização.

Figura 12: A Internacionalização e O P.I.B.: P.I.B. per Capita e P.I.B.

a. Market Capitalization of International Firms and GDP per Capita



b. Market Capitalization of International Firms and GDP

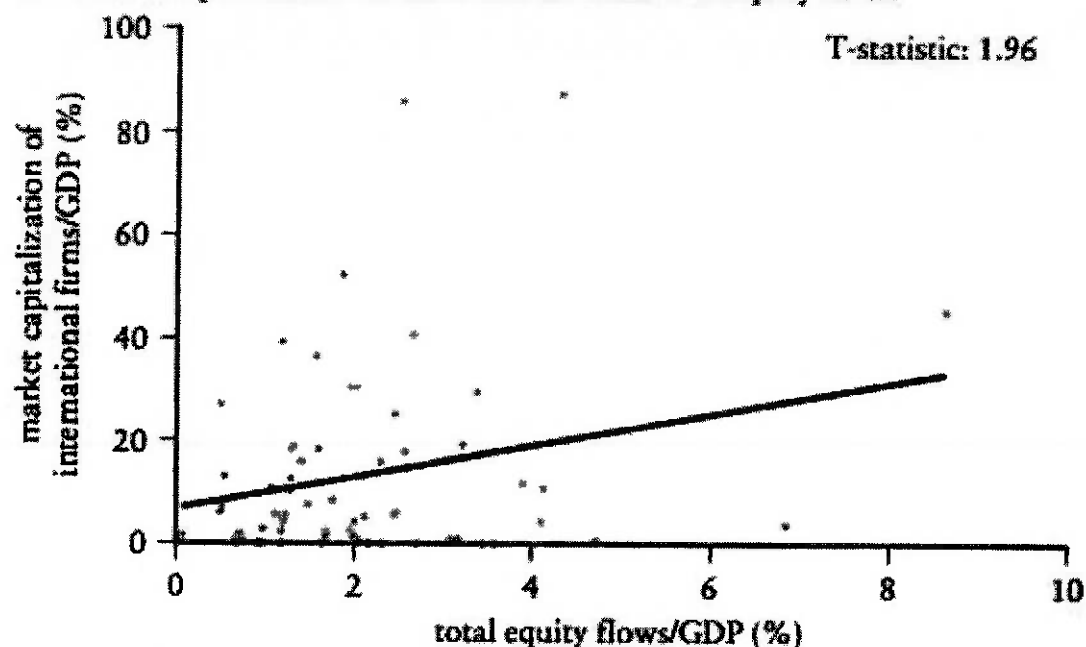


Fonte: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank

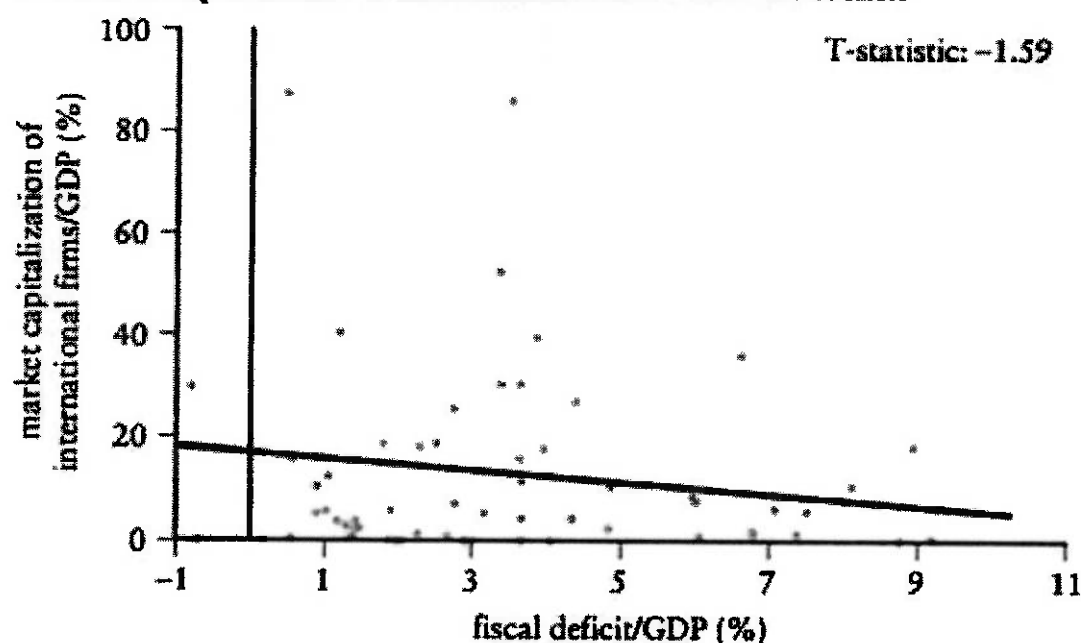
Nota: No painel superior, um valor igual à 8 equivale à um P.I.B. per capita de US\$ 2.981, e, no painel inferior, um valor igual à 12 equivale à um P.I.B. de US\$ 163 bilhões. Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Os dados são médias entre 1990-2000. Ver Quadro 2 para amostra de países.

Figura 13: Internacionalização das Bolsas de Valores: Fluxo e Déficit.

a. Market Capitalization of International Firms and Equity Flows



b. Market Capitalization of International Firms and Public Deficit



Fonte: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank

Nota: Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Os dados são médias entre 1990-2000. Ver Quadro 2 para amostra de países.

Pode-se ver em (CLAESSENS et al, 2006) mais sobre o supracitado. Estes resultados são robustos. Verifica-se, ainda, que a internacionalização das bolsas de valores é influenciada pelas mesmas mudanças que geram o crescimento doméstico delas, em especial, nível de renda, leis e controles, abertura financeira, e melhores oportunidades de crescimento, que são positivamente correlacionadas, e a inflação e déficit fiscais, que são negativamente correlacionadas. Em outras palavras, bons fundamentos econômicos geram o crescimento doméstico das bolsas e a internacionalização.

Embora os resultados acima sejam reveladores, eles não explicam se as bolsas são sensíveis às mudanças macroeconômicas e institucionais. Para ver esta sensibilidade medir-se há se as mudanças nos fundamentos geram os mesmos efeitos nas bolsas de valores, tanto na sua internacionalização como em seu crescimento doméstico. Se uma mudança provocar crescimentos similares em ambos os aspectos, saber-se-á que não há ganhos extraordinários com tais implementações institucionais.

As figuras 14 e 15 trabalham a questão por este ângulo. A figura 14, na parte superior, mostra que, quando se aumenta o P.I.B. per capita, o avanço em internacionalização é mais sensível que o crescimento local, ou seja, ao aumentar o P.I.B. per capita, as atividades internacionais da bolsa doméstica representará uma fração maior no crescimento desta bolsa que as atividades domésticas. O painel inferior da figura 14 exibe a relação crescente e positiva da fração internacional sobre o total de capitalização da bolsa quando se aumenta o P.I.B. A parte superior, da figura 15, expõe a correlação positiva entre a abertura comercial e a internacionalização; a inferior, entre oportunidades de crescimento e internacionalização. Este último painel apresentado sugere que as firmas com melhores oportunidades tendem à internacionalização. Nota-se, por tanto, que, embora o crescimento das bolsas de valores e a sua internacionalização sejam impulsionados pelos

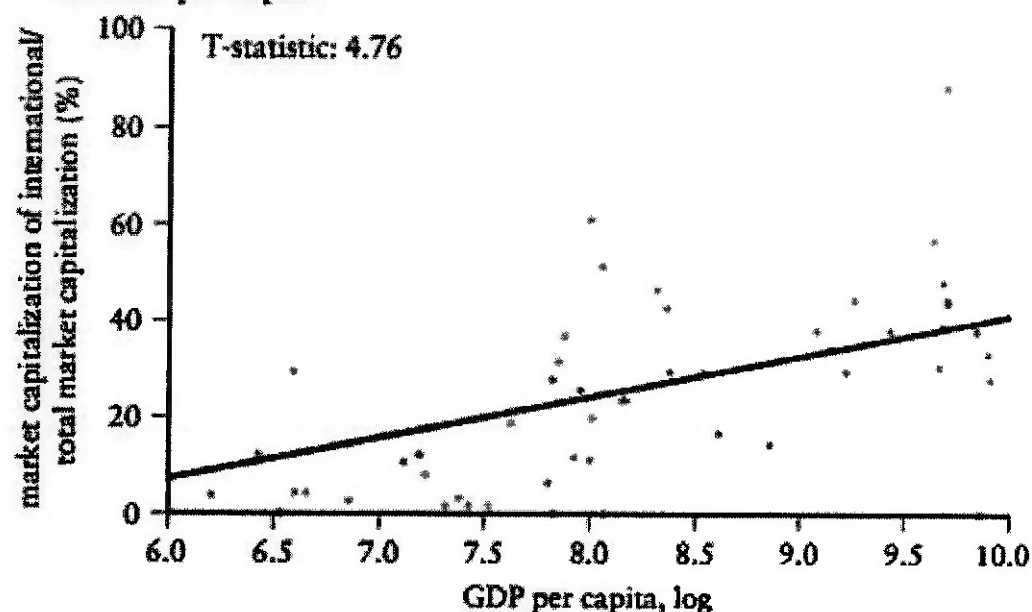
mesmos fatores, a melhora nos fundamentos tende a acelerar a sua internacionalização.

À questão de que um ambiente doméstico desfavorável poderia gerar incentivos para as firmas se internacionalizassem e procurassem saídas em outras bolsas de valores não se sustenta. A figura 16 mostra como bolsas favoráveis tendem à internacionalização, medida comparando-se a capitalização de firmas internacionais sobre o P.I.B. relacionada à capitalização doméstica sobre P.I.B. Se a relação desta figura fosse negativamente correlacionada, poder-se-ia concluir que um ambiente desfavorável promove a internacionalização, mas é constatada uma correlação positiva, quanto melhor o mercado doméstico, maior a internacionalização.

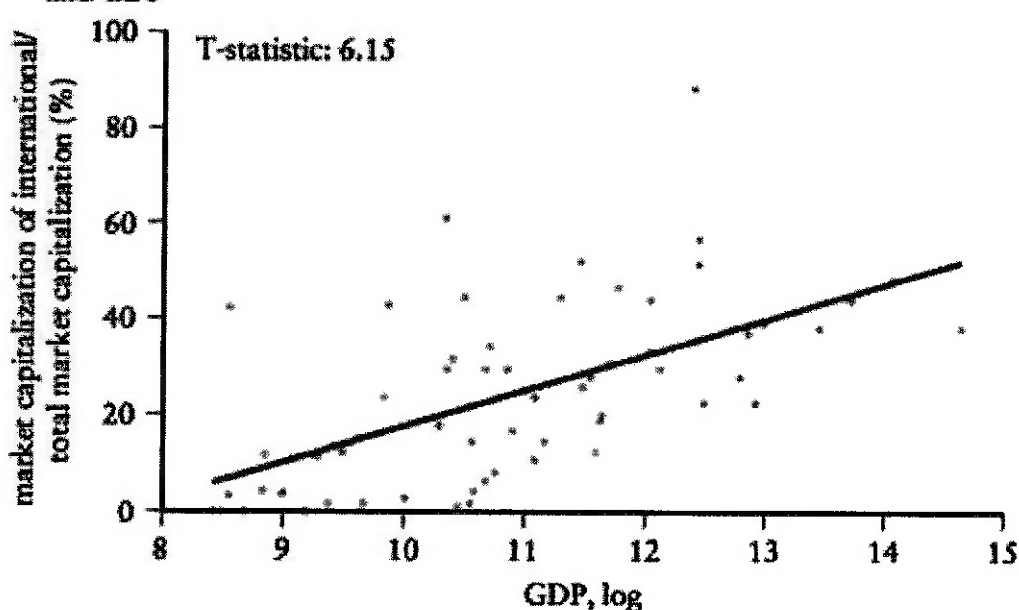
Em suma, as evidências apontam que o acesso aos mercados internacionais depende do instrumental e dos avanços econômicos e de fundamentos do país de origem, o que torna, também, as empresas domésticas mais atraentes. O país que é mais atraente costuma possibilitar, como subproduto de suas reformas, a fuga de suas empresas. Nota-se, no entanto, que o resultado das empresas internacionais que passam a negociar domesticamente vem de uma forma mais intensa que as possíveis empresas que passam a negociar fora do território nacional, o resultado é positivo. As firmas que poderiam imigrar para outros países veem o mercado doméstico como sendo mais vantajoso pelas características institucionais, econômicas, e pelo aumento da oferta de capitais vindo da própria internacionalização, então não saem, ou negociam no exterior através de *depository receipts*.

Figura 14: Internacionalização das Bolsas de Valores: P.I.B.

a. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and GDP per Capita



b. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and GDP

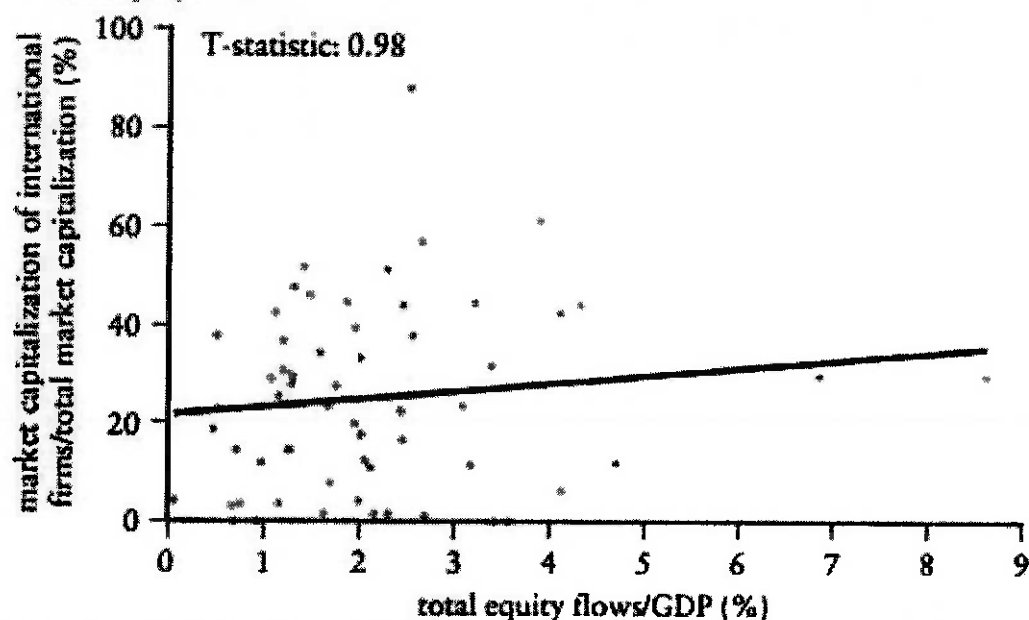


Fonte: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank.

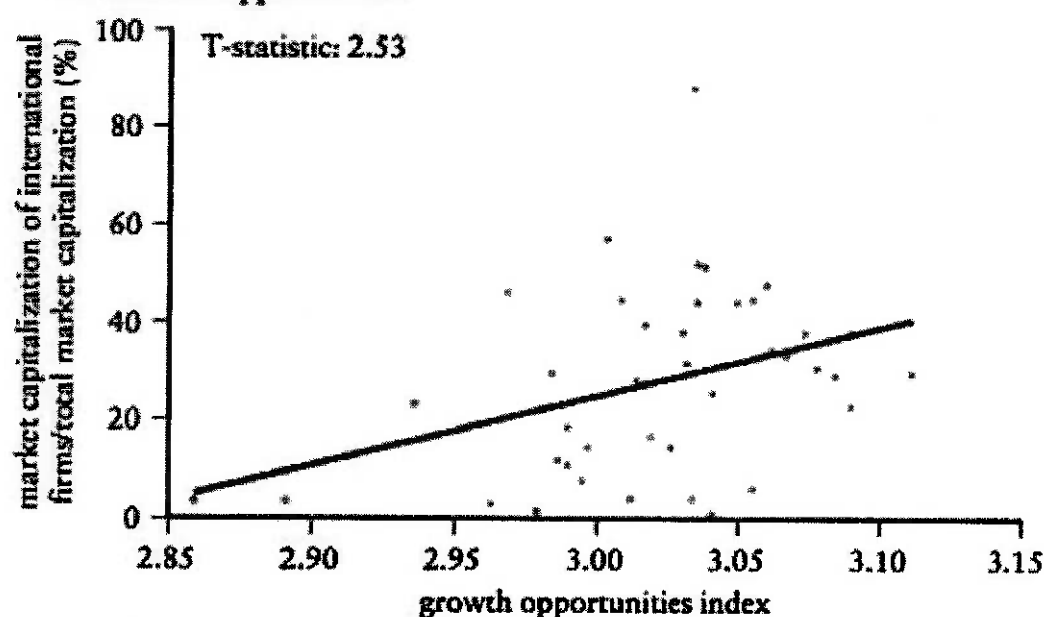
Nota: No painel superior, um valor igual à 8 equivale à um P.I.B. per capita de US\$ 2.981, e, no painel inferior, um valor igual à 12 equivale à um P.I.B. de US\$ 163 bilhões. Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Os dados são médias entre 1990-2000. Ver Quadro 2 para amostra de países.

Figura 15: Internacionalização das Bolsas de Valores: Crescimento.

a. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and Equity Flows



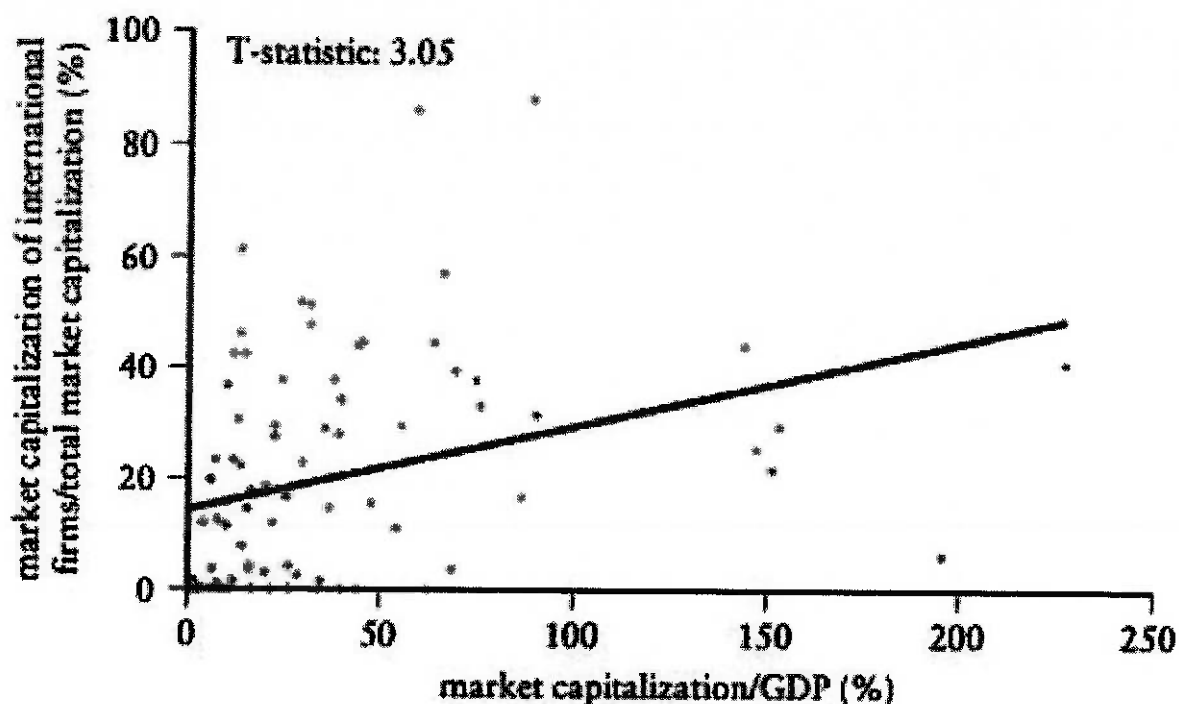
b. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and Growth Opportunities



Fonte: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank; Bekaert et al. (em breve).

Nota: Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. O growth opportunities index é de Bekaert et al. (em breve). Os dados são médias entre 1990-2000. Ver Quadro 2 para amostra de países.

Figura 16: Internacionalização das Bolsas de Valores: Dinâmica Local.



Fonte: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank

Nota: Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Os dados são médias entre 1990-2000. Ver Quadro 2 para amostra de países.

Analisando as reformas adotadas, que trouxeram avanços de internacionalização, de um âmbito doméstico. As diferentes reformas implementadas, para a melhoria das bolsas de valores domésticas, tinham como objetivos: melhorar o ambiente interno, atrair capitais às bolsas locais e diminuir o incentivo das firmas locais à internacionalização.

Ao debruçar-se sobre as seis reformas listadas anteriormente, em 1.3.2.1, liberalização das bolsas de valores, melhoria nas legislações e entidades reguladoras de proteção aos investidores, introdução de sistemas eletrônicos automatizados, privatizações, estruturação de pensões e reformas institucionais, analisa-se a atividade de mercados internacionais

sob a ótica da listagem, das negociações, e captação. A figura 17 e 18 apresenta resultados interessantes e pertinentes. O painel superior da figura 17 mostra a capitalização média de empresas internacionais 5 anos antes e 5 anos depois da liberalização dos mercados, e o painel inferior mostra o volume negociado no exterior sobre o P.I.B. no mesmo período. É possível notar grande internacionalização em ambos os casos, depois da liberalização. A figura 18 mostra que depois da introdução de plataformas eletrônicas de negociação e da privatização houve grandes aumentos na capitalização dos mercados de firmas internacionais sobre o P.I.B. Há evidências de que estas reformas podem gerar um aumento, não somente nas atividades do mercado interno, como na dos mercados externos. É comum que as firmas domésticas sejam percebidas como sendo mais atraentes, e, por consequência, recebam acesso aos mercados externos através de propostas mais atraentes.

Uma questão relevante a ser respondida é se o impacto se dá proporcionalmente domesticamente e no exterior. Analisa-se o impacto das reformas em razões entre atividades internacionais no mercado nacional sobre o P.I.B.

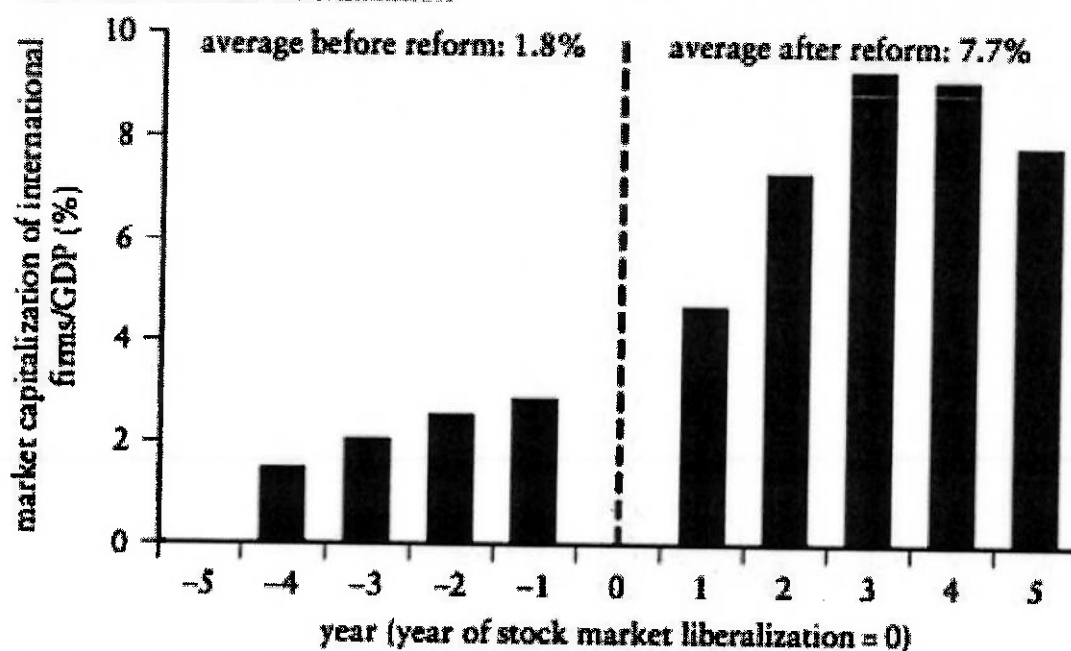
A figura 19 mostra como as liberalizações costumam vir com grandes aumentos na capitalização das empresas internacionais, quando comparadas com a capitalização do mercado como um todo, e a razão entre os valores negociados internacionalmente contra os domesticamente. Embora esta reforma, liberalização, seja crucial para que ocorra a internacionalização dos mercados locais, é comum que as empresas domésticas se internacionalizem após esta reforma. Os governos normalmente liberalizam os mercados para atrair o investidor estrangeiro, mas abrem as portas para que as empresas domésticas se internacionalizem e migrem para mercados internacionais. A figura 20 revela que a introdução de plataformas de negociação eletrônicas e as leis de proteção aos acionistas minoritários são seguidas por aumentos no

grau de internacionalização. Os resultados apresentados por (DE LA TORRE et al, 2006b) colocam que as reformas foram seguidas por um significativo aumento das atividades nas bolsas de valores domésticas, e um aumento ainda mais significativo nas atividades dos mercados internacionais.

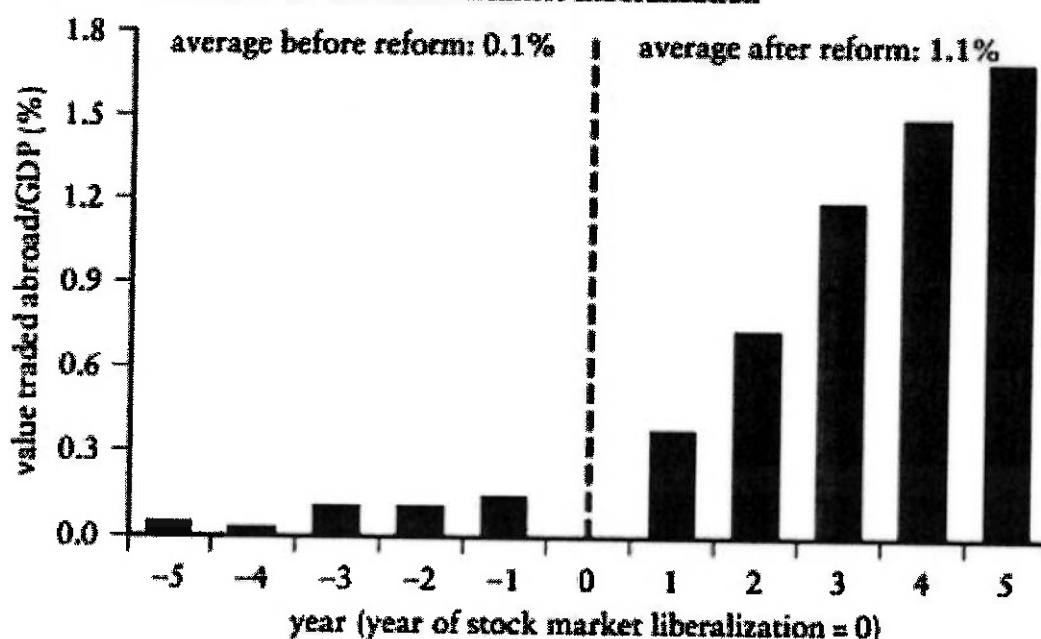
As análises sugerem que as diversas reformas resultaram em um aumento das atividades, tanto domesticamente como internacionalmente. Em verdade, a proporção do crescimento nos mercados internacionais, com as reformas, foi maior que o crescimento dos mercados domésticos. Uma hipótese para o observado é que estas mudanças supracitadas tornam as empresas nacionais mais atraentes, o quê permite que tenham acesso aos mercados internacionais. Pode ocorrer, em casos específicos, que a saída de empresas gere um ambiente desfavorável nas bolsas de valores locais, onde adversamente a liquidez e a capacidade de capitalização das empresas restantes se veem afetadas.

Figura 17: Internacionalização das Bolsas de Valores e Liberalização1.

a. Market Capitalization of International Firms and Stock Market Liberalization



b. Value Traded Abroad and Stock Market Liberalization

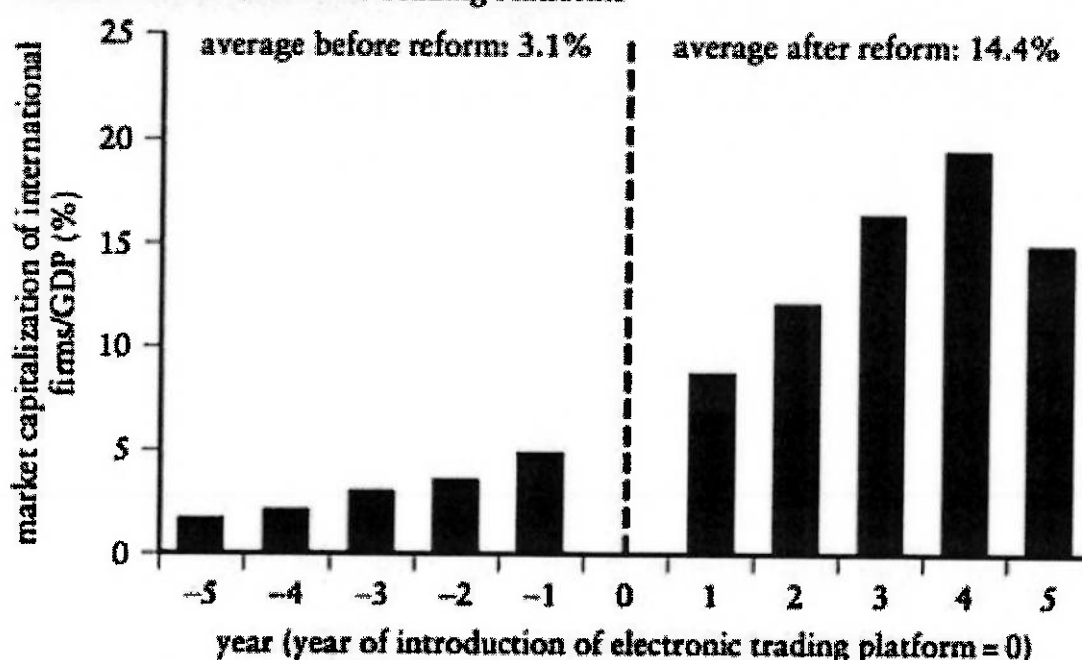


Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank.

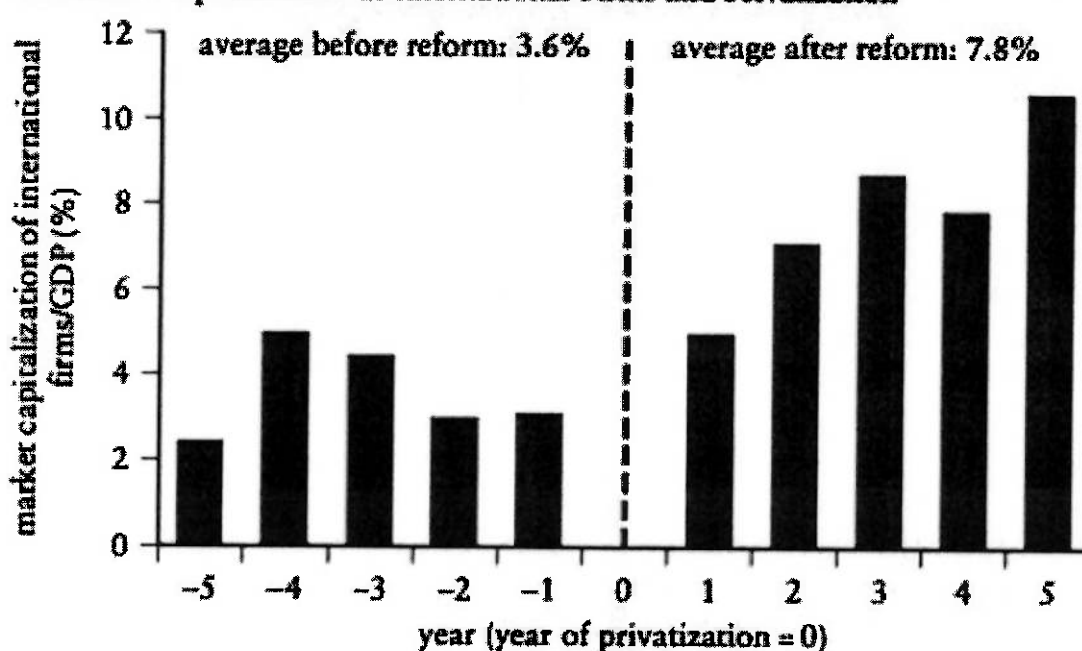
Nota: Os dados são médias de países que implementara a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Ver Quadro 3 para amostra de países.

Figura 18: Internacionalização das Bolsas de Valores e Reformas 1.

a. Market Capitalization of International Firms and Introduction of Electronic Trading Platforms



b. Market Capitalization of International Firms and Privatization

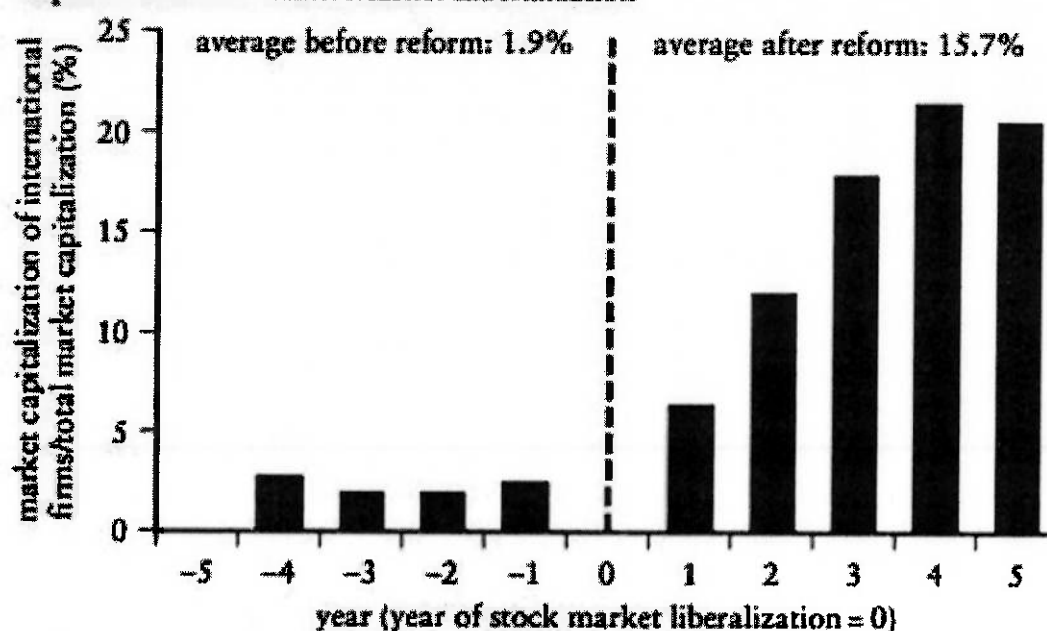


Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank

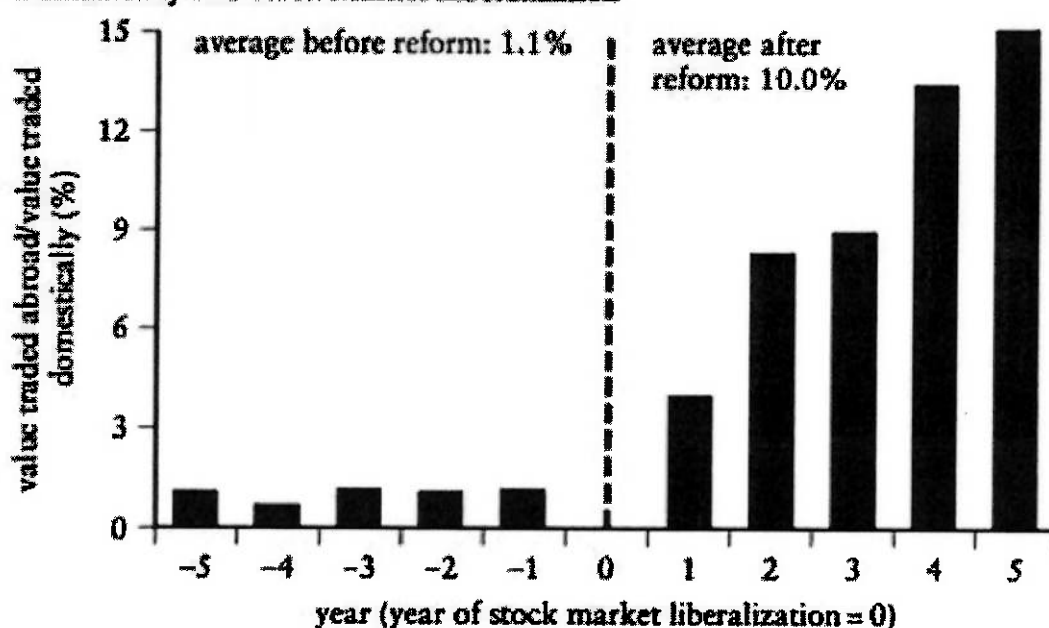
Nota: Os dados são médias de países que implementara a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Ver Quadro 3 para amostra de países

Figura 19: Internacionalização das Bolsas de Valores e Liberalização 2.

a. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and Stock Market Liberalization



b. Value Traded Abroad/Value Traded Domestically and Stock Market Liberalization

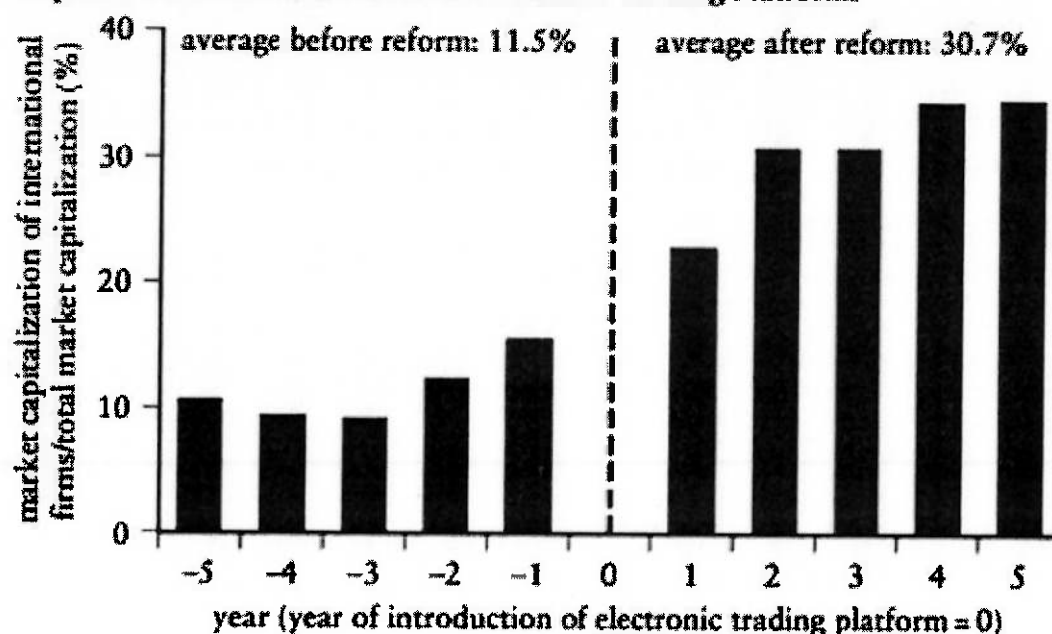


Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank

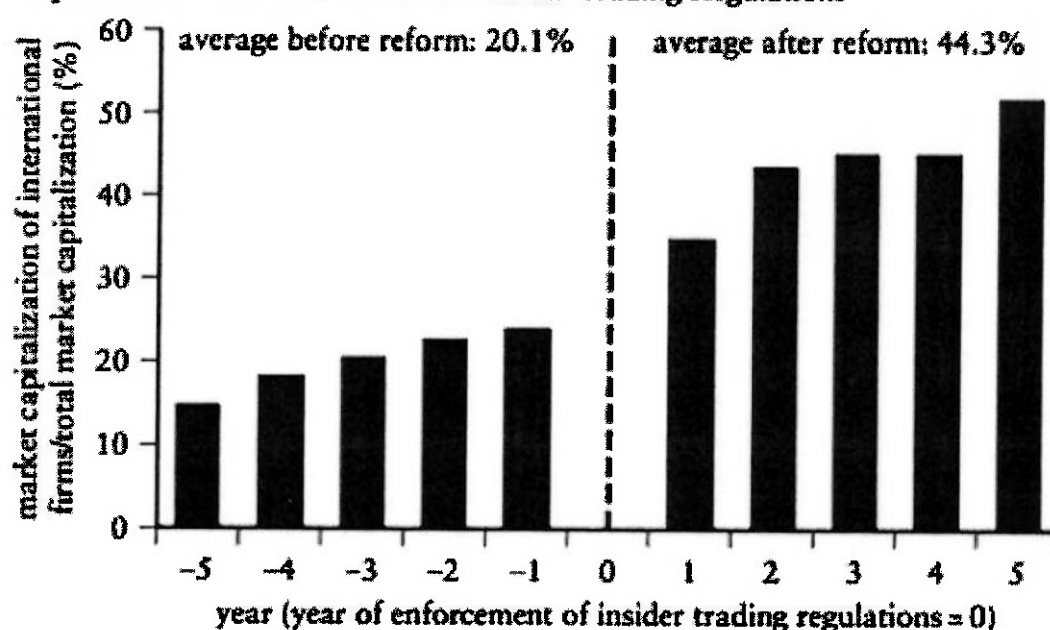
Nota: Os dados são médias de países que implementaram a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Ver Quadro 3 para amostra de países

Figura 20: Internacionalização das Bolsas de Valores e Reformas 2.

a. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and Introduction of Electronic Trading Platforms



b. Market Capitalization of International Firms/Total Market Capitalization and Enforcement of Insider Trading Regulations



Fonte: de la Torre, Gozzi, e Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; NASDAQ; NYSE; Worldscope; World Bank

Nota: Os dados são médias de países que implementara a reforma, com, ao menos, duas observações anuais, antes e depois da reforma. Firma Internacional é aquela que tem ao menos um "depository receipt" ou que levantou recursos em bolsas de valores mundiais, ou negociadas na LSE, NYSE, ou NASDAQ. Ver Quadro 3 para amostra de países.

Quadro 2: Países Incluídos na Análise.

Domestic Market Capitalization	Argentina, Armenia, Australia, Austria, Azerbaijan, Bahrain, Bangladesh, Barbados, Belgium, Bermuda, Bhutan, Bolivia, Botswana, Brazil, Bulgaria, Canada, Cayman Islands, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Croatia, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Dominican Republic, Ecuador, Egypt, El Salvador, Estonia, Fiji, Finland, France, Georgia, Germany, Ghana, Greece, Guatemala, Guyana, Honduras, Hong Kong (China), Hungary, Iceland, India, Indonesia, Islamic Republic of Iran, Ireland, Israel, Italy, Jamaica, Japan, Jordan, Kazakhstan, Kenya, Republic of Korea, Kuwait, Kyrgyz Republic, Latvia, Lebanon, Lithuania, Luxembourg, Macao (China), FYR Macedonia, Malawi, Malaysia, Malta, Mauritania, Mauritius, Mexico, Moldova, Mongolia, Morocco, Namibia, Nepal, the Netherlands, Netherlands Antilles, New Zealand, Nigeria, Norway, Oman, Pakistan, Panama, Papua New Guinea, Paraguay, Peru, the Philippines, Poland, Portugal, Qatar, Romania, Russia, Saudi Arabia, Serbia and Montenegro, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Spain, Sri Lanka, Swaziland, Sweden, Switzerland, Taiwan (China), Tanzania, Thailand, Trinidad and Tobago, Tunisia, Turkey, Uganda, Ukraine, the United Arab Emirates, the United Kingdom, the United States, Uruguay, Uzbekistan, República Bolivariana de Venezuela, West Bank and Gaza, Zambia, and Zimbabwe.
International Market Capitalization	Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Belgium, Botswana, Brazil, Bulgaria, Canada, Chile, China, Colombia, Côte d'Ivoire, Croatia, Czech Republic, Denmark, Ecuador, Egypt, Estonia, Finland, France, Germany, Ghana, Greece, Hong Kong (China), Hungary, India, Indonesia, Ireland, Israel, Italy, Jamaica, Japan, Jordan, Kazakhstan, Kenya, Republic of Korea, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Malaysia, Malta, Mauritius, Mexico, Morocco, the Netherlands, New Zealand, Nigeria, Norway, Pakistan, Peru, the Philippines, Poland, Portugal, Romania, Russia, Saudi Arabia, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Spain, Sri Lanka, Sweden, Switzerland, Taiwan (China), Thailand, Trinidad and Tobago, Tunisia, Turkey, Ukraine, República Bolivariana de Venezuela, and Zimbabwe.
Value Traded Domestically	Argentina, Armenia, Australia, Austria, Bahrain, Bangladesh, Barbados, Belgium, Bermuda, Bolivia, Botswana, Brazil, Bulgaria, Canada, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Croatia, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Ecuador, Egypt, El Salvador, Estonia, Fiji, Finland, France, Georgia, Germany, Ghana, Greece, Guatemala, Guyana, Hong Kong (China), Hungary, Iceland, India, Indonesia, Islamic Republic of Iran, Ireland, Israel, Italy, Jamaica, Japan, Jordan, Kazakhstan, Kenya, Republic of Korea, Kuwait, Kyrgyz Republic, Latvia, Lebanon, Lithuania, Luxembourg, Macao (China), FYR Macedonia, Malawi, Malaysia, Malta, Mauritius, Mexico, Moldova, Mongolia, Morocco, Namibia, Nepal, the Netherlands, New Zealand, Nigeria, Norway, Oman, Pakistan, Panama, Papua New Guinea, Paraguay, Peru, the Philippines, Poland, Portugal, Qatar, Romania, Russia, Saudi Arabia, Serbia and Montenegro, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Spain, Sri Lanka, Swaziland, Sweden, Switzerland, Taiwan (China), Tanzania, Thailand, Trinidad and Tobago, Tunisia, Turkey, Uganda, Ukraine, the United Arab Emirates, the United Kingdom, the United States, Uruguay, Uzbekistan, República Bolivariana de Venezuela, West Bank and Gaza, Zambia, and Zimbabwe.
Value Traded Abroad	Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Belgium, Botswana, Brazil, Bulgaria, Canada, Chile, China, Colombia, Côte d'Ivoire, Croatia, Czech Republic, Denmark, Ecuador, Egypt, Estonia, Finland, France, Germany, Ghana, Greece, Hong Kong (China), Hungary, India, Indonesia, Ireland, Israel, Italy, Jamaica, Japan, Jordan, Kazakhstan, Kenya, Republic of Korea, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Malaysia, Malta, Mauritius, Mexico, Morocco, the Netherlands, New Zealand, Nigeria, Norway, Pakistan, Peru, the Philippines, Poland, Portugal, Romania, Russia, Saudi Arabia, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Spain, Sri Lanka, Sweden, Switzerland, Taiwan (China), Thailand, Trinidad and Tobago, Tunisia, Turkey, Ukraine, República Bolivariana de Venezuela, and Zimbabwe.

Quadro 3: Países Que Compõem as Reformas.

Introduction of Electronic Trading Platforms	Armenia (1996), Australia (1987), Austria (1996), Azerbaijan (1997), The Bahamas (2000), Bahrain (1999), Bangladesh (1998), Barbados (2000), Belgium (1996), Bermuda (1998), Brunei (2002), Bulgaria (1997), Canada (1977), Cayman Islands (1997), Channel Islands (1998), China (1990), Colombia (1996), Costa Rica (1991), Côte d'Ivoire (1999), Croatia (1999), Cyprus (1999), Czech Republic (1998), Denmark (1988), El Salvador (1994), Estonia (1996), Finland (1988), France (1986), Georgia (2000), Greece (1992), Honduras (1993), Hong Kong (China) (1986), Hungary (1998), Iceland (1989), India (1995), Indonesia (1995), Islamic Republic of Iran (1994), Ireland (2000), Israel (1997), Italy (1994), Jamaica (2000), Japan (1982), Jordan (2000), Kazakhstan (1997), Republic of Korea (1988), Kuwait (1995), Kyrgyz Republic (1999), Latvia (1997), Lithuania (1993), Luxembourg (1991), FYR Macedonia (2001), Malaysia (1992), Malta (1996), Mauritius (2001), Mexico (1996), Moldova (1998), Mongolia (1999), Morocco (1997), Mozambique (1999), Namibia (1998), the Netherlands (1994), New Zealand (1991), Nigeria (1999), Norway (1988), Oman (1998), Pakistan (1997), Panama (1999), Papua New Guinea (1999), the Philippines (1993), Poland (1996), Portugal (1991), Romania (1995), Russia (1994), Saudi Arabia (1990), Singapore (1989), Slovak Republic (1994), Slovenia (1993), South Africa (1996), Spain (1989), Sri Lanka (1997), Sweden (1989), Switzerland (1996), Taiwan (China) (1985), Thailand (1991), Tunisia (1996), Turkey (1993), Ukraine (1996), the United Arab Emirates (2000), Uruguay (1994), Uzbekistan (1996), and República Bolivariana de Venezuela (1992).
Enforcement of Insider Trading Regulations	Argentina (1995), Australia (1996), Bangladesh (1998), Belgium (1994), Brazil (1978), Canada (1976), Chile (1996), Czech Republic (1993), Denmark (1996), Finland (1993), France (1975), Germany (1995), Greece (1996), Hong Kong (China) (1994), Hungary (1995), India (1998), Indonesia (1996), Israel (1989), Italy (1996), Japan (1990), Republic of Korea (1988), Malaysia (1996), the Netherlands (1994), Norway (1990), Oman (1999), Peru (1994), Poland (1993), Singapore (1978), Slovenia (1998), Spain (1998), Sri Lanka (1996), Sweden (1990), Switzerland (1995), Taiwan (China) (1989), Thailand (1993), Turkey (1996), the United Kingdom (1981), and the United States (1961).
Stock Market Liberalization	Argentina (1989), Bangladesh (1991), Botswana (1990), Brazil (1991), Bulgaria (1992), Canada (1973), Chile (1992), Colombia (1991), Côte d'Ivoire (1995), Czech Republic (1993), Denmark (1973), Ecuador (1994), Egypt (1992), Estonia (1996), Finland (1990), France (1973), Germany (1973), Ghana (1993), Greece (1987), Hong Kong (China) (1973), Hungary (2000), Iceland (1991), India (1992), Indonesia (1989), Ireland (1992), Israel (1993), Italy (1973), Jamaica (1991), Japan (1983), Jordan (1995), Kenya (1995), Republic of Korea (1992), Latvia (1993), Lithuania (1993), Malaysia (1988), Malta (1992), Mauritius (1994), Mexico (1989), Morocco (1988), New Zealand (1987), Nigeria (1995), Norway (1989), Oman (1999), Pakistan (1991), Peru (1992), the Philippines (1991), Poland (1991), Portugal (1986), Saudi Arabia (1999), Slovenia (2001), South Africa (1996), Spain (1985), Sri Lanka (1991), Sweden (1980), Taiwan (China) (1991), Thailand (1987), Trinidad and Tobago (1997), Tunisia (1995), Turkey (1989), the United Kingdom (1973), the United States (1973), República Bolivariana de Venezuela (1990), and Zimbabwe (1993).
Pension System Reform	Argentina (1994), Australia (1993), Bolivia (1997), Bulgaria (2002), Chile (1981), Colombia (1994), Costa Rica (2000), Croatia (2002), Denmark (1993), Dominican Republic (2003), El Salvador (1998), Estonia (2002), Hong Kong (China) (2000), Hungary (1998), Kazakhstan (1998), Latvia (2001), Lithuania (2001), FYR Macedonia (2003), Mexico (1997), the Netherlands (1985), Nicaragua (2000), Peru (1993), Poland (1999), Russia (2004), Slovak Republic (2003), Sweden (2001), Switzerland (1985), the United Kingdom (1988), and Uruguay (1995).

2 ESTUDO EMPÍRICO

Após abordar os objetos deste trabalho e de analisar as principais relações deles, irá se estudar as inter-relações das principais bolsas de valores do mundo desde os anos 70 até 2013. O objetivo é analisar se há indícios de que as questões abordadas nos capítulos anteriores se refletem em mudanças na dinâmica destes relevantes centros de trocas, como indicador do mercado de capitais como um todo.

2.1 DADOS

Levando em consideração as principais bolsas de valores do mundo, medidas em volume negociado, foram selecionados os dados históricos desde os anos 70 (ou início do histórico para as mais recentes) até 2013. Dentro da seleção das séries históricas poderão ser encontradas as principais bolsas do globo e os principais representantes de cada continente, para que a hipótese de intensificação das inter-relações possa ser abordada e analisada independentemente de regiões geográficas. As séries são semanais, para evitar problemas de lacunas que possam ser geradas por feriados ou por descasamento de datas por fuso horário.

Na figura 21, que segue, pode-se apreciar alguns dados e especificidades das 20 principais bolsas de valores do mundo, que compõem o conjunto amostral. Na sequência há um esquema das bolsas de valores utilizadas para análise, em sua totalidade, organizadas por país e por continente.

Figura 21: Principais Bolsas de Valores.

Rank	Stock Exchange	Economy	Head-quarters	Market Capitalization (USD billions)	Year-to-date Trade Value (USD billions)	Time Zone	Δ	DST	Open (local)	Close (local)	Lunch (local)	Open (UTC)	Close (UTC)
1	NYSE Euronext	United States/ Europe	New York City	14,085	12,893 EST	-5 g		Mar-Nov	09:30	16:00	No	14:30	21:00
2	NASDAQ OMX Group	United States/ Europe	New York City	4,582	8,914 EST	-5 g		Mar-Nov	09:30	16:00	No	14:30	21:00
3	Tokyo Stock Exchange	Japan	Tokyo	3,478	2,866 JST	+9 g			09:00	15:00	11:30-12:30	00:00	06:00
4	London Stock Exchange	United Kingdom	London	3,396	1,860 GMT	+0 g		Mar-Oct	08:00	16:30	No	08:00	16:30
5	Hong Kong Stock Exchange	Hong Kong	Hong Kong	2,831	913 HKT	+8 g			09:15	16:00	12:00-13:00	01:15	08:00
6	Shanghai Stock Exchange	China	Shanghai	2,547	2,178 CST	+8 g			09:30	15:00	11:30-13:00	01:30	07:00
7	TMX Group	Canada	Toronto	2,058	1,121 EST	-5 g		Mar-Nov	09:30	16:00	No	14:30	21:00
8	Deutsche Börse	Germany	Frankfurt	1,466	1,101 CET	+1 g		Mar-Oct	08:00 (Eurex) 8:00 (floor) 9:00 (Xetra)	22:00 (Eurex) 20:00 (floor) 17:30 (Xetra)	No	07:00	21:00
9	Australian Securities Exchange	Australia	Sydney	1,366	800 AEST	+10 g		Oct-Apr	09:50	16:12	No	23:50	06:12
10	Bombay Stock Exchange	India	Mumbai	1,263	93 IST	+5.5 g			09:15	15:30	No	03:45	10:00
11	National Stock Exchange of India	India	Mumbai	1,234	442 IST	+5.5 g			09:15	15:30	No	03:45	10:00
12	SIX Swiss Exchange	Switzerland	Zurich	1,233	502								
13	BM&F Bovespa	Brazil	São Paulo	1,227	781 BRST	-3 g		Oct-Feb	10:00	17:30	No	13:00	20:00
14	Korea Exchange	South Korea	Seoul	1,179	1,287 KST	+9 g			09:00	15:00	No	00:00	08:00
15	Shenzhen Stock Exchange	China	Shenzhen	1,150	2,007 CST	+8 g			09:30	15:00	11:30-13:00	01:30	07:00
16	BME Spanish Exchanges	Spain	Madrid	995	731 CET	+1 g		Mar-Oct	09:00	17:30	No	08:00	18:30
17	JSE Limited	South Africa	Johannesburg	903	287 CAT	+2 g			09:00	17:00	No	07:00	15:00
18	Moscow Exchange	Russia	Moscow	825	309 MSK	+4 g			10:00	18:45	No	06:00	14:45
19	Singapore Exchange	Singapore	Singapore	765	215 SGT	+8 g			09:00	17:00	No	01:00	09:00
20	Taiwan Stock Exchange	Taiwan	Taipei	735	572 CST	+8 g			09:00	13:30	No	01:00	05:30

Fonte: World Federation of Exchanges, de 31 de Dezembro de 2012.

Africa	América Latina	Ásia / Pacífico	Estados Unidos da América	Europa
Egito - Hermes Index (Egypt CMA General Index) Israel - TA-100 Index (Tel Aviv Index)	Argentina - Merval Index Brasil - IBOV Index (Índice Bovespa Index) Chile - IPSA Index México - MEXBOL Index (IPC Index)	Austrália - AS30 Index (All Ordinaries Index) China - SHCOMP Index (Shanghai Composite Index) China / Hong Kong - HIS Index (Hang Seng Index) Coreia do Sul - KOSPI Index (KOSPI Composite Index) Índia - SENSEX Index (BSE 30 Index) Indonésia - COMP Index (Jakarta Composite Index) Japão - NIKY Index (Nikkei 225 Index) Nova Zelândia - NZSE50 Index (NZSE 50 Index) Singapura - FSTI Index (Straits Times Index) Taiwan - TWSE Index (Taiwan Weighted Index)	E.U.A. - BATSX Index (BATS 1000 Index) E.U.A. - COMP Index (Dow Jones Index) E.U.A. - NYA Index (New York Stock Exchange Index) E.U.A. - SPR Index (S&P Composite Index)	Alemanha - DAX Index Alemanha - PSE Index (PX Index) Áustria - ATX Index Bélgica - BEL20 Index (Bel-20 Index) França - CAC Index (CAC 40 Index) Grécia - ASE Index (Athens Composite Share Price Index) Holanda - AEX Index (AEX General Index) Noruega - OSEAX Index (OSE All Shares Index) Reino Unido - UKX Index (FTSE 100 Index) Rússia - INDEXCF Index (MICEX Index) Suécia - OMX Index (Stockholm General Index) Suíça - SWI Index (Swiss Market Index)

Conforme o esquema acima, temos os índices organizados por regiões, e, depois, por país:

1. África;

1.1. Egito - Hermes Index (Egypt CMA General Index):

O Egyptian Financial Group, E.F.G., primeiro banco de investimentos em Egito, foi fundado em 1993 sob a lei, que acabara de sair, Lei de Mercado de Capitais 95. O E.F.G., que cuidara das privatizações do Egito por vários anos, decidiu

avançar no segmento de corretagem, e, posteriormente, na administração de valores mobiliários. A Hermes percorreu trajetória similar. Em 1994, a Hermes criou o Índice Hermes, e, em 1996 as duas companhias se fundiram. Hoje, o Hermes Index é o índice referencial do mercado do Egito, e é um índice composto e ponderado, mantido pelo E.F.G.;

1.2. Israel – TA-100 Index (Tel Aviv Index):

O Índice Tel Aviv TA-100 é um índice de capitalização ponderada de 100 ações negociadas na bolsa de valores Tel Aviv Stock Exchange (TASE). O índice foi criado em 31 de Dezembro de 1991 com valor base de 100 pontos;

2. América Latina;

2.1. Argentina – Merval Index:

O Índice Merval é um índice baseado em um portfólio, uma cesta de ações ponderada, selecionado de acordo com a participação que cada empresa tem na bolsa de valores Buenos Aires Stock Exchange, de acordo com o número de negócios e o valor negociado. O índice foi criado em 30 de Junho de 1986 com valor base de \$0,01. O índice é revisado trimestralmente, levando em consideração os valores e os negócios dos últimos 6 meses;

2.2. Brasil – IBOV Index (Índice Bovespa Index):

O Índice Ibovespa é um índice de retorno total bruto ponderado pelo volume negociado e é composto pelas ações mais líquidas negociadas na bolsa de valores São Paulo Stock Exchange. Desde sua criação, 1 de Outubro de 1968, sofreu 10 divisões pelo fator de 10 desde 1985: 02/12/1985, 29/08/1988, 14/04/1989, 12/01/1990, 28/05/1991, 21/01/1992, 26/01/1993, 27/08/1993, 10/02/1994, e 03/03/1997;

2.3. Chile – IPSA Index:

O Índice IPSA é um índice de retornos totais, e é composto pelas 40 ações com maior média anual de volumes negociados na bolsa de valores Santiago Stock Exchange, Bolsa de Comercio de Santiago. O índice é calculado desde 1977, e é revisado trimestralmente;

2.4. México – MEXBOL Index (IPC Index):

O Índice IPC, Indice de Precios y Cotizaciones, é um índice da capitalização ponderada das principais ações negociadas na bolsa de valores Mexican Stock Exchange. O índice foi criado em 30 de Outubro de 1978 com valor base de 0,78 pontos;

3. Ásia e Pacífico;

3.1. Austrália – AS30 Index (All Ordinaries Index):

O índice All Ordinaries é um índice de capitalização ponderada. Ele é composto pelas 500 maiores companhias, medidas pela capitalização do mercado, listadas no ASX. O índice começou a ser medido, por ASX/S&P, em 1979, com valor base de 500. Os grupos deste índice foram descontinuados em 5 de Julho de 2002;

3.2. China – HIS Index (Hang Seng Index):

O Índice Hang Seng é um índice de capitalização ponderada, com livre flutuação, de uma seleção de empresas da Bolsa de Valores de Hong Kong. Os componentes do índice estão divididos em 4 subgrupos: Comércio e Indústrias, Finanças, Utilidades, e Propriedades. O índice foi criado em 31 de Julho de 1964 com valor base de 100 pontos;

3.3. China – SHCOMP Index (Shanghai Composite Index):

O Índice Shanghai Stock Exchange Composite é um índice de capitalização ponderada. Ele acompanha diariamente os preços de todas as A-shares e B-shares (A-ações e B-ações) listadas na

bolsa de valores Shanghai Stock Exchange. O índice foi criado em 19 de Dezembro de 1990 com valor base de 100 pontos. O volume de negócios do índice está dividido por 1000;

3.4. Coréia do Sul – KOSPI Index (KOSPI Composite Index):

O Índice KOSPI é um índice de capitalização ponderada de todas as ações ordinárias listadas na bolsa de valores Korean Stock Exchange. O índice foi criado em 4 de Janeiro de 1980 com valor base de 100 pontos. A partir de 14 de Junho de 2002 as ações preferenciais foram excluídas do índice;

3.5. Índia – SENSEX Index (BSE 30 Index):

O Índice S&P BSE é um índice de capitalização ponderada. As ações que compõem o índice foram selecionadas pela sua liquidez, volume, ajustes de flutuação, e representatividade da empresa. Sensex foi criada em 1978 com valor base de 100 pontos. O índice adotou a metodologia de livre flutuação em 9 de Janeiro de 2003;

3.6. Indonésia – COMP Index (Jakarta Composite Index):

O Índice JCI, Jakarta Composite Index ou Jakarta Stock Price Index, é um índice de capitalização ponderada de todas as ações listadas regularmente na bolsa de valores Indonesia Stock Exchange. O índice da bolsa de valores de Jacarta foi criada em 10 de Agosto de 1982 com valor base de 100 pontos;

3.7. Japão – NKY Index (Nikkei 225 Index):

O Índice Nikkei-225 Stock Average é um índice de preços ponderados da média das 225 principais empresas japonesas, listadas na First Section of the Tokyo Stock Exchange. Índice da bolsa de valores Tokyo Stock Exchange, foi criada em 16 de Maio de 1949 com valor base de ¥ 176,21, com divisor de 225;

3.8. Nova Zelândia – NZSE50FG Index (NZSE 50 Index):

O Índice New Zealand Exchange 50 Gross é um índice de capitalização ponderada modificada do mercado. Este índice é composto pelas 50 principais companhias listadas na bolsa de valores New Zealand Exchange Limited, ajustadas pela livre flutuação da capitalização do mercado. O índice foi criado em 31 de Dezembro de 1974. Ele foi renomeado para NZX 50 Index no final de 2005;

3.9. Singapura – FSSTI Index (Straits Times Index):

O Índice Straits Times é um índice elaborado com as 30 principais companhias SGX, Singapore Exchange, selecionadas pela capitalização do mercado. O índice originalmente fora publicado em 1966 como STI Index. Depois de passar por diversas reestruturações, ele foi republicado em 10 de Janeiro de 2008;

3.10. Taiwan – TWSE Index (Taiwan Weighted Index):

O Índice TWSE, ou TAIEX, é um índice de capitalização ponderada de todas as ações ordinárias listadas na bolsa de valores Taiwan Stock Exchange. Também chamado de TSEC Index, foi criado em 1966;

4. Estados Unidos da América:

4.1. E.U.A. – BATSK Index (BATS 1000 Index):

O Índice BATSK é um índice neutro ponderado, que acompanha o desempenho de ações de 1000 empresas americanas. Essas companhias estão divididas em 10 setores diferentes, que são ajustados ponderadamente conforme o desempenho do índice no ano, todo Junho. Ele é elaborado pela BATS Global Markets Inc., operador de grande porte, tanto de ativos na Europa como nos E.U.A.;

4.2. E.U.A. – CCMP Index (Nasdaq Composite Index):

O Índice Nasdaq Composite é um índice de capitalização ponderada com base ampla. Ele é formado por ações das 3 vertentes da Nasdaq: Global Select, Global Market e Capital Market. O índice foi criado em 5 de Fevereiro de 1971 com valor base de 100 pontos;

4.3. E.U.A. – NYA Index (New York Stock Exchange Index):

O Índice NYSE Composite é um índice de capitalização ponderada ajustada à flutuação, que inclui todas as ações incluídas na bolsa de valores New York Stock Exchange, incluindo ADRs, REITs e rastreamento de ações de países estrangeiros. Atualmente o índice é composto por 2000 papeis, sendo que 1600 são dos Estados Unidos. O índice foi recalculado para refletir um valor base de 5000 em 31 de Dezembro de 2002, e foi criado em 31 de Dezembro de 1965 com valor base de 50 pontos.

4.4. E.U.A. – SPR Index (S&P Composite Index):

O Índice Standard & Poor's 1500 Composite é um índice de capitalização ponderada com base larga, dentro dele estão contidos o S&P 400, S&P 500 e S&P 600. Esse índice, que é composto de 1500 empresas Norte Americanas, foi criado em 30 de Dezembro de 1994 com valor base de 100 pontos;

5. Europa:

5.1. Alemanha – DAX Index (Deutscher Aktien Index):

O Índice German Stock é um índice de retorno total, com oscilação livre, de 30 empresas Alemãs blue chip, negociadas na bolsa de valores Frankfurt Stock Exchange. O índice foi criado em 31 de Dezembro de 1987 com valor base de 1000. Em 18 de Junho de 1999, só os preços de ações da XETRA passaram a ser usados para o cálculo dos índices DAX;

5.2. Alemanha – PXAP Index (PX Index):

O Índice Prime All Share é um índice que acompanha o desempenho de todo o segmento Prime Standard. O índice é dividido em 18 sub-índices setoriais chamados de Industry Groups, desenhado para facilitar o acompanhamento comparativo de diferentes ramos;

5.3. Áustria – ATX Index (Austrian Traded Index):

O Índice Austrian Traded é um índice de capitalização ponderada das ações mais negociadas na bolsa de valores Vienna Stock Exchange. É usada a livre flutuação ajustada para o seu cálculo. O índice foi criado em 2 de Janeiro de 1991 com valor base de 1000 pontos;

5.4. Bélgica – BEL20 Index (Bel-20 Index):

O Índice BEL 20 é um índice de capitalização ponderada das 20 principais empresas Belgas, selecionadas por sua capitalização e liquidez, negociadas na bolsa de valores de Bruxelas, Brussels Stock Exchange. É utilizada a livre flutuação das ações para o cálculo do índice. O índice foi criado em 1 de Janeiro de 1991 com valor base de 1000 pontos;

5.5. França – CAC Index (CAC 40 Index):

O Índice CAC 40 é um índice do desempenho das 40 maiores empresas listadas na bolsa de valores de Paris, medidas pela sua capitalização e liquidez. O índice foi criado em 31 de Dezembro de 1987 com valor base de 1000 pontos;

5.6. Grécia – ASE Index (Athex Composite Share Price Index):

O Índice Athens Stock Exchange General é um índice de capitalização ponderada de ações listadas na bolsa de valores Athens Stock Exchange. Este índice ateniense foi criado em 31 de Dezembro de 1980 com valor base de 100;

5.7. Holanda – AEX Index (AEX General Index):

O Índice Amsterdam Exchange é um índice de capitalização ponderada com ajustes de mercado com livre variação das 25 principais empresas listadas na bolsa de valores Amsterdam Exchange. O índice foi criado em 4 de Janeiro de 1983 com valor base de 100 pontos. Ele foi ajustado pelo fixador de câmbio Dutch Guilder, o valor antigo de 1186,38 pontos foi substituído por 538,36 pontos em 1 de Janeiro de 1999;

5.8. Noruega – OSEAX Index (OSE All Shares Index):

O Índice Oslo All-Share é um índice de capitalização ponderada que acompanha o desempenho de todas as ações listadas na bolsa de valores de Oslo, nos respectivos setores. Ele é classificado baseado no sistema GICS. O índice foi criado em 29 de Dezembro de 1995 com valor base de 100 pontos;

5.9. Reino Unido – UKX Index (FTSE 100 Index):

O Índice FTSE 100 é um índice de capitalização ponderada das 100 empresas com maior capitalização da bolsa de valores London Stock Exchange. Os papéis tem uma ponderação de “investibilidade” no cálculo deste indicador. O índice londrino foi criado em 3 de Janeiro de 1984 com valor base de 1000 pontos;

5.10. Rússia – INDEXCF Index (MICEX Index):

O Índice MICEX é um índice de capitalização ponderada composta em tempo real. Ele é composto pelas 50 ações mais líquidas negociadas na bolsa de valores Moscow Exchange, antiga Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX), em Moscou. Este índice foi criado em 22 de Setembro de 1997 com valor base de 100 pontos;

5.11. Suécia – OMX Index (Stockholm General Index):

O Índice OMX Stockholm 30 é um índice de capitalização ponderada das 30 ações com maior volume negociados na bolsa de valores Stockholm Stock Exchange. Usa-se a livre variação para o cálculo do índice. Este índice de Estocolmo foi criado em 30 de Setembro de 1986 com valor base de 125 pontos. Em 27 de Abril de 1998 houve uma divisão no valor do índice de 4 para 1;

5.12. Suíça – SMI Index (Swiss Market Index):

O Índice SMI é um índice de capitalização ponderada das 20 maiores empresas, e mais líquidas, que representa 85% de capitalização da bolsa de valores Swiss Equity Market. O índice foi criado em 30 de Junho de 1988 com valor base de 1500 pontos.

2.2 METODOLOGIA

A integração e mobilidade do mercado de capitais é relevantíssima e a mensuração do grau de integração entre os mercados globo afora é uma tarefa árdua. Esta última enfrenta questões metodológicas até hoje não resolvidas, principalmente na área de controle de riscos e os fatores de onde derivam os riscos, capazes de gerar perdas financeiras.

Um dos aspectos que têm colocado em pauta a validade destas teorias acadêmicas reside na mobilidade de capitais e no mercado de capitais. É comum que muitas das teorias funcionem em certos períodos e depois deixem de funcionar, ou, também, que funcionem só parcialmente. Isto comumente ocorre por elementos ligados à integração e mobilidade de capitais, além dos fatores decompostos dos ativos, que muitas vezes estão correlacionados, ou dos ruídos. É por isto que a análise deste tema é tão complexa.

Sem muito sucesso, análises que abordam este tema têm encontrado sérias questões metodológicas ao tentar definir parâmetros relevantes e mensurações que deem alguma medida para a integração de capitais e que sejam consistentes no tempo. Para exemplificar a complexidade da análise, toma-se como variáveis dois ativos e os seus preços, para estudar a relação entre os mercados: os preços podem ser idênticos em duas economias vizinhas, sendo estas duas compostas por estruturas e indivíduos que possuam o mesmo gosto, tecnologia, e recursos, mas, se estas duas possuírem uma barreira infinitamente grande, como um custo de transação, estas economias não estariam integradas e o preço idêntico seria mera coincidência. Suponha-se agora que a barreira fosse destruída, ou seja, que os custos sejam zero. Se não há, em autarquia, motivos ou diferenciais competitivos que justifiquem a troca, ela não existirá. Tanto a convergência de preços como a movimentação de bens são indicadores ambíguos da integração econômica.

Os testes passíveis de realização possuem tais tipos de fragilidade, e, por tanto, é difícil elaborar algum modelo que seja realmente significativo que funcione sem a necessidade de hipóteses, restrições ou informações auxiliares, que não restrinjam o alcance das hipóteses e dos elementos a serem explicados.

O modelo que segue, para analisar a inter-relação das séries introduzidas no subcapítulo acima, é simples. Com ele pretende-se verificar se há indícios de mudanças nas correlações entre os diversos pares combinados com o tempo.

Pode-se ver a utilização, em alguns casos semelhantes, de modelos vetoriais de séries temporais, como explicado por (WEI, 2006). Neste trabalho adotaram-se os conceitos colocados por ele, mas com abordagens diferentes. Enquanto ele aborda vetores de tempo para as variáveis, e assim construir um modelo A.R.M.A. (*autoregressive moving average*), no estudo

aqui proposto trabalhou-se com matrizes de correlação, como descrito a seguir.

Com o conjunto amostral de dados semanais desejava-se analisar as relações, mas para evitar alguns vieses que poderiam vir de lacunas nos dados ou de possíveis sazonalidades no ano, optou-se, por tanto, por cortes anuais, apesar de a amostra ser semanal. Optou-se, por tanto, em trabalhar com uma janela de 52 semanas, ou seja, ao se avançar uma semana na construção do modelo se excluía uma semana. Utilizando este mecanismo, foram elaboradas séries históricas das correlações das bolsas, de duas em duas até construir os 561 pares. Quando uma bolsa de valores começa em períodos posteriores, a série que deriva da correlação dela com outra só começa quando há 52 períodos da mais recente.

Desejava-se, com a elaboração destas séries, fazer uma análise semelhante as que as matrizes de correlação permitem quando se têm várias séries de dados. Um dos problemas que se poderia ter com as matrizes de correlação é que nem em todo período todas as bolsas existem, além de que uma vez iniciada a série ela demoraria 52 semanas para estar com o mesmo número de amostras das outras séries que compõem a matriz. Adotou-se, portanto esta abordagem. Estes também foram alguns dos motivos do porque não se adotou o método proposto por (WEI, 2006).

Uma vez com todas as séries históricas das correlações construídas, fez-se uma análise dos quartis e do desvio-padrão dos períodos, um a um. Levando em consideração o número de amostras, ou seja, dos pares das correlações.

Posteriormente, com todas as séries iniciadas, poderia-se considerar a construção de um modelo V.A.R. (*structural vector autoregression*) ou F.A.V.A.R. (*factor-augmented vector autoregression*). Essa abordagem poderia dar continuidade a este trabalho, que analisa de forma simplificada e não

exaustiva, porém sólida, o conjunto de dados, para subsidiar o aprofundamento às hipóteses aqui investigadas e descritas.

Deve-se levar em consideração, em trabalhos posteriores que adotem modelos V.A.R. ou F.A.V.A.R., que a última série a ser iniciada só o será em julho de 2011, e a penúltima em abril de 2004. Seria interessante trabalhar com períodos mais recentes, que iniciem apartir dessas datas ou depois delas, ou excluir as séries mais novas, o que comprometeria, contudo, o modelo ao desconsiderar as suas capacidades explicativas nele.

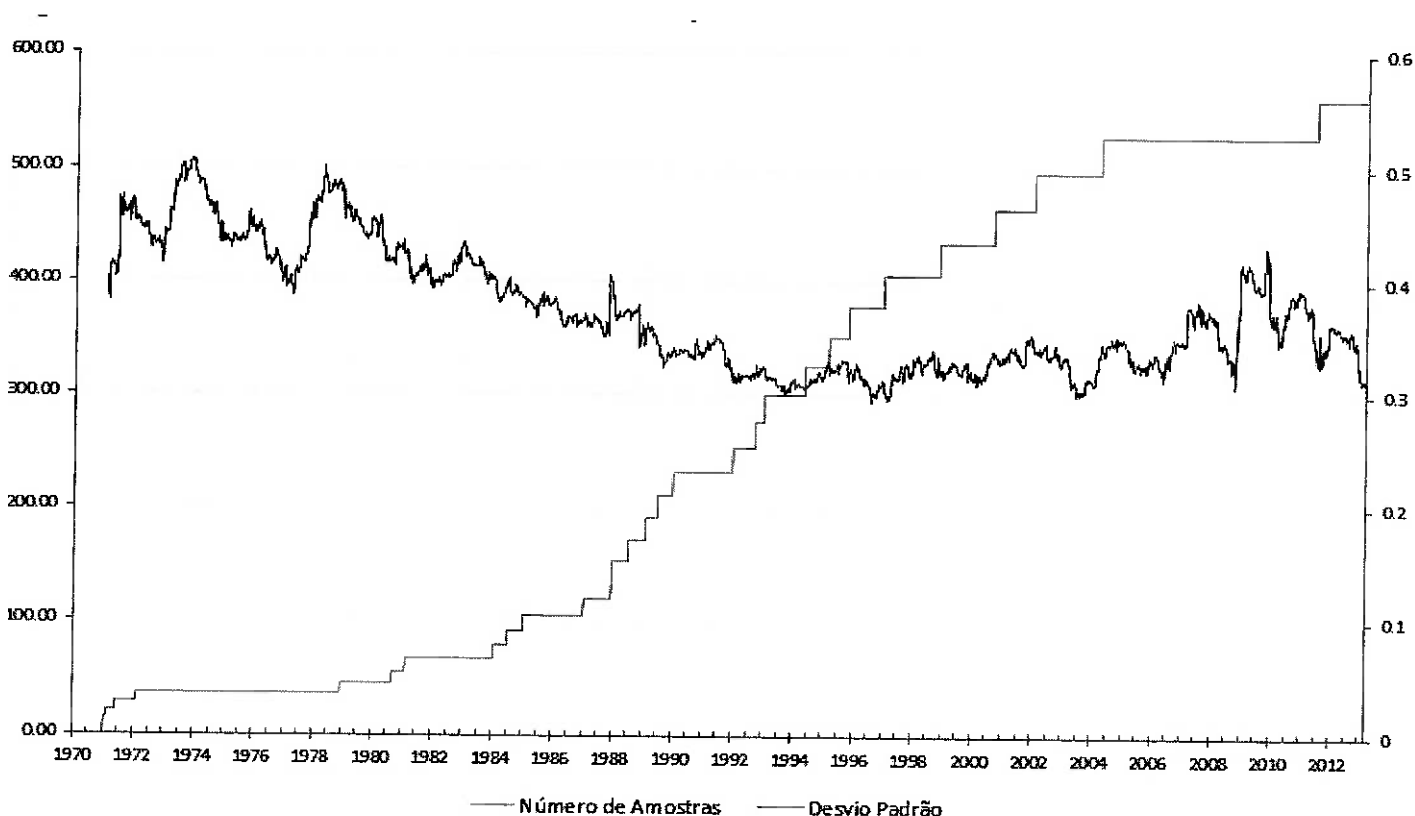
Assumindo que as variáveis seriam exógenas, seria necessesário verificar se o resíduo do modelo é ruído branco. Seria importante verificar a estacionariedade da covariância. Caso ela não seja verificada, uma abordagem possível seria a de M.A. (*moving average*) em vez de variáveis lineares. Outro aspecto relevante a ser considerado, caso se deseje criar modelos explicativos, é a possibilidade de encontrar séries de raízes próximas a raíz unitária, o que poderia prejudicar a capacidade explicativa e previsiva do modelo. Uma solução para esse caso seria a de usar séries que derivam da primeira e que possuem alto poder explicativo. Um exemplo dessa abordagem seria usar o índice do Ibov no lugar do Ibov. Embora essa série não seja o Ibov, já que possui a expectativa do Ibov futuro incorporada no preço do contrato, ela está altamente correlacionada a série de que deriva. A vantagem de tal troca ficaria evidente, já que essa série oscila dentro de uma faixa e é estacionária. Para criar um modelo realizando trocas semelhantes a sitada, tornaria-se necessário verificar quais séries possuem substitutos com características benéficas e que gerem perdas desprezíveis ou mínimas à capacidade explicativa do modelo almejado.

2.3 RESULTADOS E ANÁLISE

A análise dos resultados da pesquisa mencionada no subcapítulo anterior indica a favor das hipóteses aqui trabalhadas, além de sugerir para alguns aspectos interessantes que serão abordados abaixo.

Ao tratar dos resultados, primeiramente será apresentada a figura 22, que mostra o desvio padrão das séries das correlações e o número de amostras em cada ano, à medida que novas bolsas de valores vão surgindo.

Figura 22: Desvio Padrão da Correlação e Número de Observações.



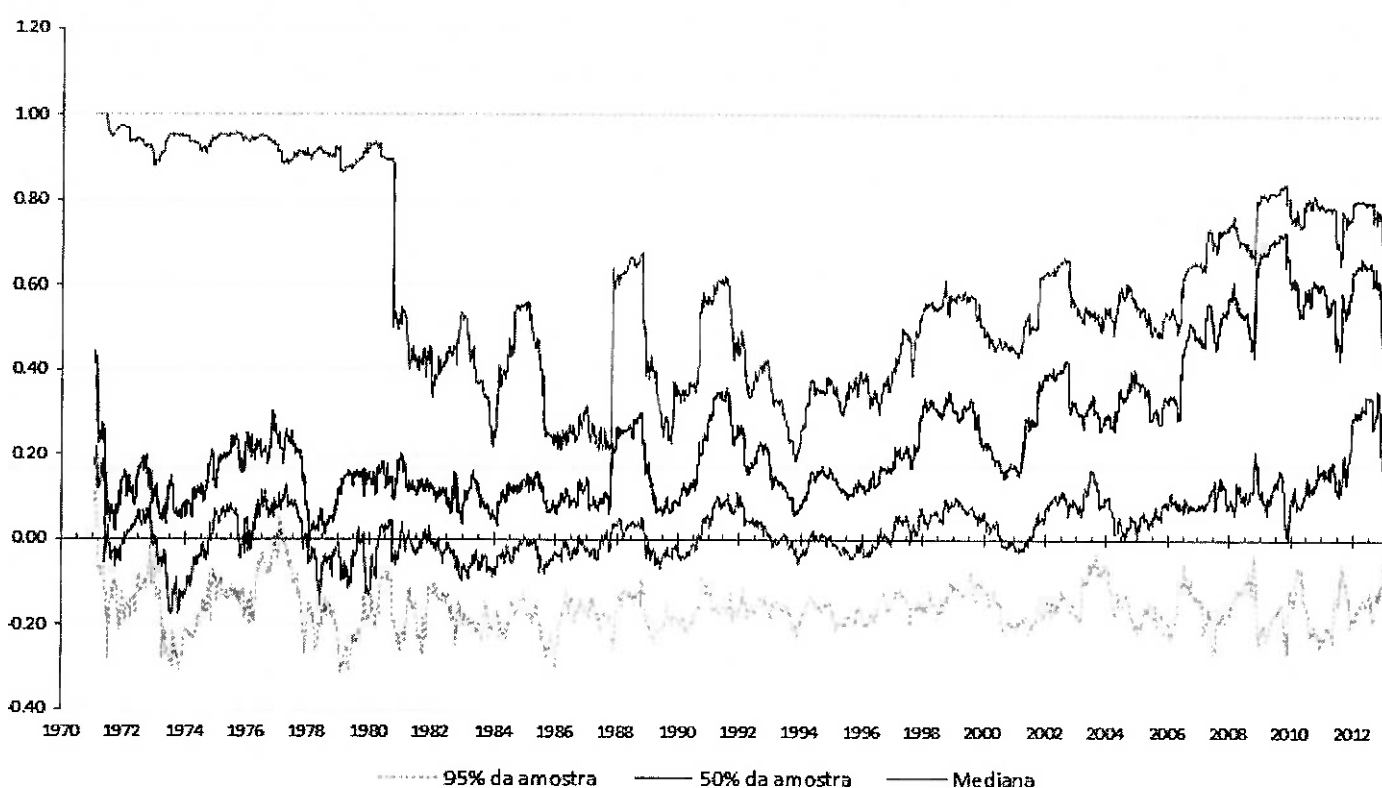
Fonte: Elaborada pelo próprio autor.

Com relação ao número de amostras, de número equivalente à combinação das bolsas de valores, nota-se que aumenta expressivamente a partir dos anos 80, principalmente na segunda metade. Embora o número em 1971 seja inicialmente de 15 combinações, no começo de 1972 já é de 36, suficiente para trabalhos estatísticos e de modelagem, com população suficiente para um estudo com baixo viés.

É interessante ressaltar que uma boa parte das principais bolsas de valores mundiais possuem índices, referências compostas por agregados de ativos altamente representativos do objeto a ser representado, relativamente novos. Os únicos índices que já se encontram compostos, para assim representar as bolsas de valores dos seus países de origem, desde o início da amostra são Jakarta Composite Index, Deutscher Aktien Index, Hang Seng Index, Índice Bovespa Index e New York Stock Exchange Index. A metade das bolsas de valores aqui abordadas só estará com seus índices em funcionamento em dezembro de 1986 e a amostra só estará com todas as séries a partir de julho de 2002, sendo que a construção das correlações se dá um ano após o início do histórico dos índices das bolsas de valores. Vale salientar que o aumento no número das amostras tende a diminuir o erro da análise das amostras, especialmente no começo, quando o incremento marginal no número de observações é mais relevante. Deve-se dizer que, mesmo com a tendência supracitada, o número de observações é alto o suficiente para que ainda no começo dos anos 70 o efeito tenha pouca relevância.

O desvio padrão da correlação será analisado junto com a figura 23, que apresenta os quartis 5%, 25%, 50%, 75% e 95% das correlações. Com relação à figura 23, vale mencionar que a reta de 95% é 1. Isto se deve ao fato de que a correlação de uma série com ela mesma é 1 e têm-se no mínimo 95% dos casos dentro deste corte.

Figura 23: Dispersão da Amostra.



Fonte: Elaborada pelo próprio autor.

Observando o desvio padrão da correlação, pode-se notar que nos anos 70 há uma grande oscilação, que ficou entre 0,5 e 0,4 pontos de correlação. Vê-se que na figura 23 as 25% bolsas de valores mais correlacionadas estão com uma correlação muito acima da mediana, diferentemente do resto do histórico da figura 23, isto permanece até os anos 80.

A alta correlação entre as principais bolsas de valores é explicada pelo sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, implantada de acordo com Bretton Woods. Nota-se no período mencionado alta atividade de

arbitragens, como mencionado anteriormente neste trabalho, já que Nixon havia suspenso a conversibilidade do dólar a uma taxa fixa de ouro. O sistema que foi suplantado por um sistema de flutuações sujas abriu espaço para que especuladores procurassem diferenciais no mercado. A grande dispersão nas correlações, representada pelo seu desvio padrão, foi se ajustando à medida que as economias mais alinhadas, representadas pelas 25% bolsas de valores com correlações próximas de 1. Com o tempo, o sistema de flutuações sujas passa a agir de forma mais orgânica e alinhada e as principais economias deixam de ser a referência para a fixação dos diferenciais de trocas, expressos pelo valor fixo da moeda. A arbitragem cede espaço à medida que os diferenciais entre as moedas diminuem, a grande variação no desvio padrão também.

Durante os anos 80 até metade dos anos 90, constata-se que os quartis têm um comportamento tendencialmente estável com a mediana oscilando principalmente entre as correlações 0 e 0,2, padrão verificado desde os anos 70. Embora não se verifique um aumento na correlação entre as bolsas de valores no período, é possível observar uma diminuição no desvio padrão durante todo esse corte de tempo, e que se estabiliza na metade dos anos 90. Esse fenômeno indica que, apesar de não haver incremento no sentido de um movimento coordenado entre esses mercados, as bolsas de valores que operavam fora do padrão passaram a se aproximar da mediana. As bolsas se aproximaram no que tange a dispersão da correlação de seus movimentos, ou seja, as correlações ficaram mais próximas, mesmo que tenham mantido o grau de alinhamento da correlação desses movimentos.

A partir da metade dos anos 90 até 2013 o constante aumento da correlação entre as bolsas de valores pode estar relacionado com as mudanças liberalizantes nas bolsas de valores e nos mercados de capitais mencionadas neste trabalho. A mediana, que antes oscilava entre a

correlação de 0 e 0,2, passa para a faixa entre 0,4 e 0,6. Pode-se perceber que o último quartil começa a se distanciar da mediana no período.

As mudanças nos quartis, descritas nos parágrafos anteriores, podem ser entendidas como consequências das mudanças, do mercado de capitais, inicialmente, e depois da liberalização das bolsas de valores, com muitas mudanças durante a metade dos anos 90 nos países emergentes. Até recentemente a maior parte dos influxos se dava através de investimentos externos diretos, o entendimento de riqueza se constituía utilizando como pilar a renda gerada pelas famílias e a compreensão da economia, para efeitos de políticas sócio-econômicas e para a compreensão dos hábitos e da psique do indivíduo econômico da época, se dava principalmente sobre bases Keynesianas. É através desse arcabouço conceitual que se fundamenta grande parte das relações político-econômicas do pós-guerra, como o acordo de Bretton Woods.

Durante os anos 70 e principalmente os 80, a escola clássica de economia é resgatada, inicialmente por Friedrich Hayek e depois de Milton Friedman e seus sucessores. A Escola Neoclássica passa a ser predominante, e, posteriormente, surge dela os Novos Keynesianos, Nova Síntese Neoclássica e Pós-keynesianos. É interessante reparar que essas escolas surgem com a releitura dos paradigmas que vieram com as grandes mudanças que ocorreram nos anos 70. Mudou-se a forma como a riqueza era percebida e como era esperado que os agentes econômicos e políticos agissem.

Com as mudanças que vieram nos anos 70, houve também algumas percepções e conceitos que ganharam peso. A liberalização dos mercados de capitais, que teve uma forte repercussão nos anos 80 ocorreu junto com avanços nas teorias de composição de carteira de investimentos e com mudanças na compreensão de riqueza. As posições no portfólio aumentam sua importância nos modelos econômicos e a sua capacidade de gerar

alavancagem ganham peso em um mundo onde o crédito, que depende cada vez menos da renda familiar e mais das garantias, cresce de forma significativa. Neste contexto, os modelos de controle de risco e de diversificação se tornam cada vez mais importantes e são relevantes para entender a mudança nos hábitos de investimento das famílias, empresas e da postura dos Estados de forma geral.

Considerando os aspectos do parágrafo acima, é compreensível que as mudanças e flexibilizações no mercado de capitais tenham interferido nas bolsas de valores, dada a crescente necessidade de diversificação de portfólios. Partes cada vez maiores deixam de ir principalmente para investimentos diretos externos e passam a compor uma carteira crescentemente diversificada, auxiliado na diminuição gradativa dos desvios padrão das correlações.

As mudanças nos mercados de capitais, inicialmente fortes nos fluxos e nas trocas monetárias, encontram como caminho natural as mudanças tratadas anteriormente neste trabalho, dada a crescente importância que as bolsas tomam em um mundo que demanda cada vez mais opções para diversificação de portfólios. É só notar que muitos dos principais índices aqui abordados, que hoje são relevantíssimos para o mercado internacional, são constituídos nos anos 80 e 90. Em um ambiente internacional de ampliação de possibilidades para diversificar as carteiras aumenta a necessidade de flexibilizar as regras dos mercados e de avançar nas técnicas utilizadas até então.

É assim que as mudanças nos mercados de capitais, vista aqui como uma diminuição nos desvios padrão das correlações, se desdobra em um aumento nas correlações na segunda metade dos anos 90. Essa é gerada pelas reformas citadas no capítulo 1. Pode-se notar que há países que não são tão bem sucedidos na implementação destas reformas ou optaram por não implementá-las, eles estão representados pelo último quartil que se

distancia crescentemente da mediana. O crescimento na correlação dessas bolsas se dá de forma inferior ao primeiro quartil e a mediana. É interessante observar que, enquanto o primeiro quartil e a mediana estão em compasso em suas oscilações, ou seja, os seus movimentos estão coordenados, as oscilações do último quartil não acompanha a mediana e o primeiro quartil.

Vale salientar que na figura 22, o desvio padrão das correlações se mantém estável até a crise de 2008, principalmente na recuperação de 2009, quando há um distúrbio. Isso pode ser explicado pela recuperação que não se deu de forma homogênea nas bolsas, elas ocorreram em tempos diferentes. Provavelmente houve um comportamento de líder e seguidoras neste contexto excepcional que estressou as relações de mercado. Posteriormente o desvio padrão volta para os padrões em que operava antes da crise. Nota-se, também, que na figura 23 não foi encontrada nenhuma relação aparente entre movimentos específicos nas oscilações, sejam eles acentuados ou não, e acontecimentos mundiais importantes no mesmo período.

Um estudo que poderia se mostrar frutuoso seria a modelagem dos índices das bolsas com atrasos. Através deste estudo, abordaria-se possíveis comportamentos de líderes e de seguidoras, além de ver quantos períodos de defasagem existe entre elas, quantos períodos influenciam e são relevantes no comportamento dos índices, entre eles, e o tipo de estímulo que é gerado.

Um dos motivos que pode ser importante nos aumentos repentinos no desvio padrão das correlações é o fato de que o forte movimento no índice de uma bolsa que é líder só gerará algum sinal, distúrbio, nos índices de outras bolsas seguidoras nos períodos subsequentes. O movimento não acaba impactando no desvio padrão das correlações por ser de natureza diversa ou por resultar em um movimento diferente e sim por gerar um

impacto nos outros índices com defasagens, e, portanto, o desvio padrão das correlações desse período não detectam as respostas com defasagem.

3 CONCLUSÕES

É possível notar a abrangência do tópico tratado nesta dissertação. Ele é de natureza ampla e diversa, muito difícil de trabalhar à exaustão em poucas páginas. O resultado aqui observado é de caráter introdutório, com possíveis aprofundamentos sobre o tema.

Ao abordar, mesmo que superficialmente, a relação da globalização com o mercado de capitais, surgem colocações que contradizem muitos dos consensos que geram polêmicas mundo afora. A construção do pensamento econômico moderno é polarizada nas discussões paradigmáticas de escolas ferrenhas, sejam elas fundamentadas por abordagens da Escola Clássica, atualmente revista na Nova Síntese Neoclássica, Keynesiana, revisitada pelos Pós-keynesianos e Novos Keynesianos, ou Marxistas. É comum ver leituras das realidades retratadas por vezes distorcidas ou parciais, por não conseguirem abordar ou explicar inteiramente um fenômeno observado ou por serem pouco consistentes, com satisfatoriedade duvidosa para explicar uma ampla gama de fenômenos equivalentes ou semelhantes.

A globalização, que se sucedeu em períodos econômicos muitas vezes instáveis, é entendida por alguns como a causa dessas instabilidades, por outros, como trampolins políticos para ressaltar bandeiras ideológicas. Com certeza é fascinante a repercussão que o debate toma até os dias de hoje.

Muitos dos processos vistos modernamente não são novidade. As aberturas econômicas e o aumento dos fluxos financeiros, em diversos períodos históricos, foram polêmicos, já que envolveram, na maior parte das vezes, interesses e agentes de peso político e econômico. Estes agentes podem, algumas vezes, querer a proteção comercial de produtos ou mercados, ou querer estabelecer relações que são dificultadas por barreiras comerciais.

É notório que nos diversos casos em que o processo histórico de desenvolvimento financeiro e dos meios de troca encontrou barreiras, elas

foram transpostas. Algumas vezes o setor financeiro, ou simplesmente os agentes econômicos que assumiram total ou parcialmente funções que visavam suprir a demanda social por serviços dessa índole, teve que atuar indiretamente, outras vezes agiu através de subterfúgios. Pode-se ver, por exemplo, como os Judeus da Corte ou os Templários, que compunham o substrato social mas que originalmente não desempenhavam funções financeiras acabaram exercendo atividades ligadas às bancárias para suprir uma demanda que surgia. Seria de se esperar que este caminho seja trilhado enquanto a humanidade demandar por soluções para suas necessidades de trocar e comunicar, já que o comércio, e decorrentemente o sistema financeiro e bancário, nada mais são do que instrumentos para o exercício da comunicação e das trocas. Quando a comunicação estabelece um diálogo abordando o objeto pela sua economicidade, é de se esperar que o arcabouço linguístico e que os instrumentos utilizados sejam ou estejam intrinsecamente ligados ao domínio econômico, e, conseqüentemente, às esferas financeiras e bancárias.

Dentro deste trabalho, pode-se ver que as relações comerciais e financeiras se desenvolveram de formas muito sofisticadas e sem precedentes, desde 1870 até hoje. Esse desenvolvimento teve um pico, antes da crise de 29, e superou esse pico a partir de 2000. Mais recentemente, nos anos 90, o mercado de capitais passou por mudanças estruturais drásticas que alteraram os modelos tradicionais utilizados até então. Hoje, há instrumentos modernos, tecnicamente sofisticados, e que permitem escala, transparência e permeabilidade inéditas no mercado de capitais, e conseqüentemente nas bolsas de valores. Encontra-se no mercado uma série de produtos bem acessíveis, que trazem complexidade nas relações de trocas cotidianas, mas, também, muito conforto e facilidade para pessoas que não teriam esse tipo de instrumentos anteriormente.

Há muitas nações e sociedades que aproveitam de forma positiva essas mudanças. Há outras que se viram isoladas ou não souberam fazer deste processo um elemento dinâmico em seu progresso. Há, ainda, aquelas sociedades que possuem muitos elementos que, dada a conjuntura, geraram ineficiências e atrasos, ou ainda, isolamento da dinâmica financeira mundial, e que culpam a globalização e os mercados, equivocadamente.

É possível perceber, dentro desta dissertação, que há, sim, muitos aspectos positivos que decorreram deste novo momento vislumbrado com o mercado de capitais no contexto da globalização. Muitas das regras adotadas padronizaram os processos, reduziram os custos, e deram transparência ao mercado de capitais. Estas mudanças favorecem o investidor minoritário e têm, por sua capilaridade, um potencial latente de distribuição de renda e de democratização financeira.

É importante notar que muitos Estados perderam força e autonomia com a mobilidade financeira. Quem ganha peso são as instituições privadas, e, indiretamente, os seus acionistas, que também podem ser minoritários. Este é um movimento que se vê ao longo da história humana, e que ganha proporção diferenciada. Cresce como um mecanismo de exercício de poder e de democracia, onde a expressão do indivíduo direciona-se para instrumentos particulares, e onde instrumentos representativos tradicionais perdem força.

Dentro do contexto governamental de representação democrática, muitas economias, empresas, e mercados financeiros ganharam peso e importância globais com as reformas liberalizantes e com os fluxos financeiros, que trouxeram recursos e dinamismo à economia. Algumas vezes, a abertura ao capital estrangeiro trouxe mais benefícios à empresa, outras vezes aos mercados globais, se considerada as proporções dos recursos alocados. É, no entanto, muito claro que, em quase todos os casos, houve benefício para os países e sociedades que adotaram estas políticas.

Como este processo é recente, será necessário algum tempo para que as diversas mudanças amadureçam e passem por alguns ciclos econômicos para que os seus efeitos sejam claramente notados, e para que as mudanças possam ser ajustadas para os melhores resultados à sociedade.

REFERÊNCIAS

- ARMSTRONG, M. A. **The Origins of Money**. Wilmington, 2012. Disponível em: <<http://armstrongeconomics.com/research/monetary-history-of-the-world/historical-outline-origins-of-money/money-and-the-evolution-of-banking/>>
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. R.; LUNDBLAD, C. Does Financial Market Liberalization Spur Growth? **Journal of Financial Economics**. n. 77, p. 3-55, 2005.
- BELLUZZO, L. G. M. **O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados Globalizados**. Campinas, 1995. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=421&tp=a>>
- BHAWATI, J. N. The Capital Myth. **Foreign Affairs**, n.77, maio-junho 1998.
- BIS.ORG **Quarterly Review Statistical Annex** – December 2008. Washington, DC: Bank of International Settlements, 2008. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0812.pdf>
- BRONER, F.; LORENZONI, G.; e SCHMUKLER, S. **Why Do Emerging Markets Borrow Short Term?** Washington, DC: World Bank, 2004. (Working Paper 3389).
- CARNEIRO, R. **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Campinas, 1999. Disponível em: <www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1720&tp=a>
- CARVALHO, F. J. C. (s.d.). **Bretton Woods aos 60 anos**. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/bretton_woods_aos_60_anos.pdf>
- CHISHOLM, A. M. **An Introduction to International Capital Markets: Products, Strategies, Participants**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009.
- CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; SCHMUKLER, S., (2006) Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly? **Journal of Empirical Finance**, n. 26, p. 316-350, 2006.

COHEN, B. J. Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. **World Politics**, n.48, 1996.

DAVIES, J. H. G. **A History of Money**: from ancient times to the present day. Wales: University of Wales Press, 2002.

DE LA TORRE, A.; GOZZI, J. C.; SCHMUKLER, S. **Innovative Experiences in Access to Finance**: Market Friendly Roles for the Visible Hand? Washington, DC: World Bank, 2006a. (Working Paper 3963).

DE LA TORRE, A.; GOZZI, J. C.; SCHMUKLER, S. **Stock Market Development under Globalization**: Whither the Gains from Reforms? Washington, DC: World Bank, 2006b).

DE LA TORRE, A.; SCHMUKLER, S. L. **Emerging Capital Markets and Globalization**: the latin american experience. Washington, DC: The International Bank for Reconstruction and Development, 2007.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. **Financial Structure and Economic Growth**: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development. Cambridge: MIT Press, 2001. p. 81-140.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital**: uma historia do sistema monetário internacional. São Paulo, 2000.

FERRARI FILHO, F.; SILVA, G. T. F. **A Crise Financeira Internacional de 2007-8 e a Grande Depressão**: uma análise comparativa. Rio Grande do sul, 2011. Disponível em <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2011/34.pdf>>

HALIL, Í. **An Economic and Social History of the Ottoman Empire**. Cambrige: Cambrige University Press, 1997. p. 213.

HUERTA, J. S. **Money, Bank Credit, and Economic Cycles**. Tradução de STROUP, M. A. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 1998.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **International capital markets (Development prospect and policy issues)**. Background papers on turbulence in emerging markets. I. Capital flows to developing countries. Washington, DC, 1995a.

KREGEL, J. A. Riscos e Implicações da Globalização Financeira Para Autonomia de Políticas Nacionais. In: FERRARI FILHO, F.; Paula, L.F. (Orgs.). **Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 147-149.

LA PORTA, R. et al. What Works in Securities Laws?, p. 1-31. **Journal of Finance**, n. 61, p. 1-31, 2006.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 1993.

MEDDIN, L. **Structured Finance in the Emerging Markets em Global Securitisation Review 2004/2005**. London: Euromoney Institutional Investor PLC, 2004.

NISON, S. **Japanese Candlestick Charting Techniques**. 2nd ed. New York: New York Institute of Finance, 1991.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Globalization and The Capital Markets**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8846>>

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. Globalization in Historical Perspective. **Globalization and Capital Markets**. Chicago: University of Chicago Press, 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c9587>>

ORSINGHER, R. **Banks of the World**. New York: Walker and Company, 2012. Disponível em: <https://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:Rno4htiTfYIJ:www.unc.edu/~salemi/Econ006/Orsingher.pdf+&hl=en&gl=uk&pid=bl&srcid=ADGEEShMa_MmpKTWUX5ZX61fzKYS8Bp6vzsVZfaYiNvyVJf2VifxcbOQKMZOFRZOn4aFy6mUULvk0ojvDjOZKDNQLCC5MAuL--Ag7J_dOxtDrHXy3IXO_aDvsOF-V6nrry1xvQ3buwwa&sig=AHIEtbRYONza475fGri19-f0S6mK6HqCJQ>

READE, J. E. **Cuneiform Tablet Recording Barley Rations**. London: The British Museum, 2012. Disponível em: <http://www.britishmuseum.org/explore/highlights/highlight_objects/me/c/cuneiform_barley_rations.aspx>

ROBERTS, K. **The Origins of Business, Money, and Markets**. Columbia: Columbia University Press, 2011.

SCHMANDT-BESSERAT, D. **Counting to Cuneiform**. Austin: University of Texas Press, 1992.

SHAH, A.; THOMAS, S. **Securities Markets Infrastructure for Small Countries**. Washington, DC: Mimeo, World Bank, 2001.

SMITH, K.; SOFIANOS, G. **The Impact of a NYSE Listing on the Global trading of Non-U.S. Stocks**. New York: New York Stock Exchange, 1997. p. 97-102.

WATSON, M. **Vector Autoregressions and Cointegration**. Handbook of Econometrics, Volume IV. Amsterdam: Elsevier Science Ltd., 1994.

WAGGONER, D. F.; ZHA, T. **Conditional Forecasts in Dynamic Multivariate Models**. Review of Economics and Statistics, n. 81, p. 639-651, 1999.

WEI, W. W. S. (2006) **Time series analysis**: univariate and multivariate methods. New York: Pearson Education, 2006. p. 382-414.

WILLIAMS, H. **Building Type Basics for Banks and Financial Institutions**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

WORLD BANK **Global Development Finance 2006**: The Development Potential of Surging Capital Flows. Washington, DC: World Bank, 2006.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (s.d.) Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/>>

WUNSCH, C.; LEICK, G. (Ed.). **The Babylonian World**. Florence: Routledge, 2007. Cap. The Egibi Family.