



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

A CC5 NO CONTEXTO DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E CAMBIAL
NO BRASIL: 1990-2002

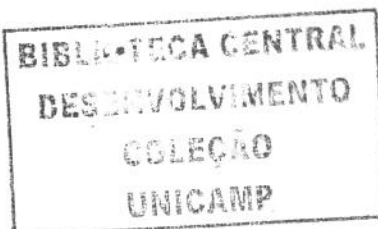
João Dario Getúlio de Lima Júnior

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de Mestre em Ciências
Econômicas sob a orientação do Prof. Dr.
Paulo Roberto Davidoff das Chagas Cruz.

*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por João Dario
Getúlio de Lima Júnior em 02/12/2005 e
orientado pelo Prof. Dr. Paulo Roberto
Davidoff das Chagas Cruz.*

CPG, 02 / 12 / 2005

Campinas, 2005



UNIDADE	BC
Nº CHAMADA	UNICAMP L628c
V	EX
TOMBO BC	69400
PROC.	16.123.06
C	☐
D	☒
PREÇO	11,00
DATA	27/11/06

Bib. d 383715

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

L628c

Lima Junior, João Dario Getúlio de.

A CC5 no contexto da liberalização financeira e cambial no Brasil : 1990-2002 / João Dario Getúlio de Lima Junior. – Campinas, SP : [s.n.], 2005.

Orientador: Paulo Roberto Davidoff das Chagas Cruz.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Política financeira – Brasil. 2. Fluxo de capitais – Brasil.
I. Cruz, Paulo Roberto Davidoff das Chagas. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus, à Virgem Maria, que me ajudaram a superar todos os desafios do mestrado. Agradeço também aos meus pais e a Júnia, minha esposa e meu eterno amor, pela força e apoio em todos os momentos do mestrado. Agradeço ao Prof. Paulo Davidoff pela sua grande dedicação como meu orientador. Agradeço ao meu amigo Edil Guedes, professor de Economia da PUC/MG, pela sua boa vontade em ler a dissertação e fazer preciosos apontamentos.

RESUMO

O período de 1990-2002 foi marcado pela era das políticas econômicas de cunho neoliberais. Primeiro, veio a abertura do mercado financeiro e de capitais doméstico ao grande capital financeiro internacional, com a absorção pela economia brasileira dos fluxos de capitais externos: capitais de portfólio e capitais de empréstimo. Depois, veio à liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos do Brasil, com a introdução do mecanismo da CC5.

A CC5 é uma conta de instituições financeiras não-residentes, através da qual se pode, rapidamente e sem burocracia, internalizar ou externalizar divisas da economia brasileira.

Em momentos de iminência de crises cambiais qualquer agente econômico que quiser fazer fuga de capitais só precisa depositar recursos na CC5 e deixar que as instituições financeiras não-residentes enviem os dólares para o exterior.

Já em meados dos anos 90, surge o Plano Real, que procurou combater a inflação através dos seguintes fatores: sobrevalorização da moeda nacional; grande abertura comercial; política de juros altos; liberalização da conta de capital.

A lógica do Plano Real era tornar as importações baratas para dar um grande choque de concorrência na indústria instalada no Brasil. Para financiar as importações, era necessário atrair grandes quantias de capitais, através da política de juros altos e da política de liberalização cambial. O Plano Real, no tocante ao combate à inflação, foi um sucesso. Porém, a política do real forte só durou até janeiro de 1999, quando um grande ataque especulativo causou a desvalorização da moeda nacional. Mas as políticas liberalizantes não terminaram por aí: surgiu em 1999 o regime monetário-cambial da política econômica das metas inflacionárias com câmbio flexível.

Neste período de 1990-2002, assistiu-se ainda à reinserção da economia brasileira aos fluxos de capitais internacionais. De 1992 até a crise asiática de 1997 predominaram as entradas de capitais especulativos de curto prazo. Com a estabilização econômica do Plano Real, em 1994, assistiu-se ao progressivo aumento das entradas de capitais de investimento direto estrangeiro. A partir da Crise Russa de 1998 verificou-se a queda das entradas de capitais especulativos e o predomínio das inversões de IDE. A dissertação pretende estudar a CC5 no

contexto desses acontecimentos, ou seja: a abertura financeira e cambial, a política econômica e os fluxos de capitais.

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 Fluxos de capitais via Anexo IV.....	10
TABELA 2 Programas de DR's aprovados pela CVM.....	12
TABELA 3 Brasil – passivo externo líquido (1992 – 1998	29
TABELA 4 Indicadores de vulnerabilidade em relação ao passivo externo (1990- 2000).....	32
TABELA 5 Variação cambial e do IPCA (1998-2002)	38
TABELA 6 Brasil – Balanço de Pagamentos.....	41
TABELA 7 Alguns indicadores de vulnerabilidade externa da economia brasileira.....	42
TABELA 8 Fluxo cambial da CC5 entre 1991 e 1998: operações com instituições no Exterior	58
TABELA 9 Fluxo pela CC5 por número de operações e faixa de valores.....	59
TABELA 10 Evolução anual do número de contas CC5	60
TABELA 11 Número de operações realizadas	60
TABELA 12 Valor médio das operações	61
TABELA 13 Movimentação em contas CC5 por subtítulo.....	62
TABELA 14 1997: Movimentação em contas CC5 por natureza.....	63
TABELA 15 1998: Movimentação em contas CC5 por natureza.....	64
TABELA 16 Operações de câmbio por sede do banco titular de conta CC5.....	65
TABELA 17 Transferências internacionais em reais.....	66
TABELA 18 Resultado das transferências internacionais (saldo das contas CC5)	68

TABELA 19 Fluxo de investimento direto estrangeiro na economia brasileira	71
TABELA 20 Formação bruta de capital fixo e investimento direto estrangeiro como percentagem do PIB	72
TABELA 21 Reservas internacionais	74
TABELA 22 Taxas de juros interna e externa	75
TABELA 23 Brasil – passivo externo líquido (1992 – 1998).....	81
TABELA 24 Empréstimos externos em moeda (1994 - 2000)	83
TABELA 25 Investimentos diretos estrangeiros por ramo de atividade.....	87
TABELA 26 Movimento de investimento externo no Brasil (1994-2000).....	87
TABELA 27 Variação percentual do câmbio, inflação, PIB e desemprego na GSP (1997 -2002)	97
TABELA 28 Reservas internacionais	113

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 Volume negociado em Bolsa x entrada + saída Anexo IV	9
GRÁFICO 2 Evolução da taxa de câmbio real efetiva do cruzeiro	18
GRÁFICO 3 Resultados primário e operacional do setor público	19
GRÁFICO 4 Brasil – Inflação semanal.....	21
GRÁFICO 5 Evolução da base monetária (jan./94 a mar./95).....	24
GRÁFICO 6 Fases da política cambial (1994-1997)	25
GRÁFICO 7 Âncora cambial e taxa de inflação	26
GRÁFICO 8 Índice da produção industrial.....	27
GRÁFICO 9 Evolução da BOVESPA.....	33
GRÁFICO 10 TBC, TBAN e taxa SELIC	34
GRÁFICO 11 Projeções das desvalorizações do mercado futuro de câmbio	35
GRÁFICO 12 Taxa de câmbio no período pós-desvalorização	37
GRÁFICO 13 Evolução da taxa de câmbio real	39
GRÁFICO 14 Taxa de juros e tendência da volatilidade da taxa de compra do câmbio livre (jan./1999 a set./2000)	39
GRÁFICO 15 Taxa de juros SELIC e tendência da volatilidade da taxa de compra do câmbio livre (set./2000 a abr./2002).....	40
GRÁFICO 16 Reservas internacionais (jan./89 a jan./99)	76
GRÁFICO 17 Evolução do cupom cambial	80
GRÁFICO 18 Empréstimos, saldos, amortizações e desembolsos	82
GRÁFICO 19 Saldo da conta de transações correntes do Brasil (1994/2000)	84

GRÁFICO 20 Captação bruta de recursos externos da economia brasileira (1991/2000).....	85
GRÁFICO 21 Ingresso de investimento externo no Brasil (1990/2000)	86
GRÁFICO 22 Política fiscal keynesiana.....	94
GRÁFICO 23 Política monetária Keynesiana.....	94
GRÁFICO 24 Evolução das reservas internacionais (mensal).....	114
GRÁFICO 25 Expectativa de desvalorização do Real.....	116
GRÁFICO 26 Títulos e base monetária	116
GRÁFICO 27 Desemprego	117
GRÁFICO 28 Crescimento do PIB	118
GRÁFICO 29 Dívida líquida do setor público.....	118
GRÁFICO 30 Composição da dívida mobiliária doméstica	118
GRÁFICO 31 Balança de serviços.....	119
GRÁFICO 32 Balança comercial	119

ÍNDICE DE DIAGRAMAS

DIAGRAMA 1 Entrada de capitais de agente econômico (residente ou estrangeiro) via CC5.....	50
DIAGRAMA 2 Remessas de divisas pela CC5.....	56
DIAGRAMA 3 Capitais de risco e a CC5.....	89
DIAGRAMA 4 Capital de portfólio e a CC5.....	90

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1 Plano contábil das instituições do sistema financeiro	48
QUADRO 2 Resumo da carta circular 2.677/96	53

3.3.1 Fluxo de capitais para o Brasil 1990-1993	73
3.3.2 Fluxo de capitais para o Brasil (1994-2002)	76
3.3.3 Capitais de curto prazo e empréstimos externos (1994-2002)	78
3.3.4 Investimento estrangeiro direto e de portfólio (1994-2002).....	84
 CAPÍTULO IV - Da crítica à liberalização cambial ao caso particular da liberalização	
cambial no Brasil: a CC5.....	91
4.1 Literatura de inspiração keynesiana	91
4.2 Literatura de inspiração keynesiana II: a crítica à livre mobilidade de capitais e a	
CC5 no Brasil	96
4.3 A CC5 no contexto das crises financeiras e cambiais	101
4.3.1 A CC5 nas crises financeiras e cambiais da globalização	108
4.3.2 A CC5 e a crise cambial brasileira de 1998-1999: o fim da âncora cambial	112
 CONCLUSÃO	121
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	123

INTRODUÇÃO

A presente dissertação tem um objetivo que se desdobra da seguinte forma: analisar as contas de não-residentes (CC5) no processo de abertura da conta de capital do Balanço de Pagamentos da economia brasileira; estudar o processo de liberalização financeira e cambial (1990-2002) do qual as contas CC5 fazem parte; estudar a política econômica de 1990 a 2002 como contexto sobre o qual as contas CC5 agem (as contas CC5 fazem parte de uma política econômica e cambial mais ampla que visa a integrar a economia brasileira ao processo de globalização financeira); estudar os fluxos de capitais e o papel das contas CC5 no contexto dos fluxos de capitais 1990-2002.

As contas CC5 se inserem num projeto amplo de inserção da economia brasileira ao processo de globalização econômica e financeira. Elas permitem uma grande mobilidade da conta de capitais do Balanço de Pagamentos brasileiro, muito funcional à dinâmica do capital internacional. As contas CC5, com a grande mobilidade cambial que permitem, chegam a causar constrangimentos ao pleno funcionamento de políticas keynesianas de incentivo à demanda efetiva.

O capítulo I mostra o processo de liberalização financeira e cambial ocorrido na economia brasileira nos anos 90 e evidencia como a chegada dos fluxos de capitais para a economia brasileira é fruto desse processo de liberalização financeira e cambial, acompanhado de recessão nos países ricos. Essa recessão acabou reduzindo as oportunidades de investimentos para os grandes capitais internacionais que, então, buscaram os mercados emergentes para sua valorização.

O capítulo II trata da fase pré-Plano Real; do Plano Real; da questão da apreciação cambial com grande endividamento interno e externo; do colapso do Real e da nova política brasileira de câmbio flutuante com regime de metas inflacionárias.

No capítulo III é mostrada a lógica de atuação da CC5. Em seguida são analisados os fluxos de capitais de 1990 a 2002 mostrando a participação da CC5 em tais fluxos.

O capítulo IV apresenta uma breve introdução às políticas keynesianas mostrando como a liberalização cambial e a CC5 podem permitir que os mercados financeiros boicotem as referidas políticas econômicas keynesianas.

CAPÍTULO I: A Liberalização cambial e financeira nos anos 90

1.1 – Níveis de abertura cambial e financeira: suas justificativas e críticas

Do ponto de vista teórico pode-se falar em três diferentes níveis de abertura financeira: operações tipo *inward trasactions* – entrada de investidores estrangeiros nos mercados financeiros e de capitais nacionais e direito aos nacionais de tomarem empréstimos em dólares no exterior; operações tipo *outward transactions*, onde estão incluídas a propriedade de ativos no exterior e a transferência de divisas por parte dos nacionais e lançamentos de títulos de endividamento dos agentes econômicos estrangeiros nos mercados financeiros e de capitais domésticos (aqui se verifica uma muito ampla conversibilidade da conta de capitais do Balanço de Pagamentos); transações que envolvem o direito aos nacionais de ter a propriedade sobre a moeda forte e o direito dos nacionais de ter relações de ativos e passivos em moeda forte, ou seja, relaciona-se este 3º nível de abertura com a questão da conversibilidade interna da moeda. Também está incluso nesse tipo de abertura o direito aos nacionais de operações denominadas em moeda externa tais como emissão de títulos com obrigações de variação cambial.

Uma das principais justificativas para a adoção pelos países (principalmente periféricos) de operações tipo *inward transactions* é o aumento da oferta de divisas no mercado de câmbio doméstico quer pela entrada de fluxo de capitais externos nos mercados acionários e de renda fixa domésticos, quer pela emissão de passivos no exterior feita por residentes e empresas privadas domésticas.

Uma segunda justificativa diz respeito ao benefício que a entrada de investidores externos traz aos mercados acionários dos países periféricos. Como esses mercados são geralmente pequenos, frente ao PIB dos países periféricos, a entrada de capitais externos nas bolsas de valores periféricas, levaria à capitalização forte das ações e ao crescimento das referidas bolsas locais. A valorização das ações e a existência de capitais externos interessados em ações

domésticas levariam o setor privado doméstico a ficar estimulado a lançar ações nas bolsas de valores, trazendo ao empresariado nacional uma fonte de recursos baratos para novos investimentos. Uma vez começado o processo, a tendência seria o fortalecimento cada vez maior dos mercados acionários domésticos, com retornos positivos para os investidores externos, setor privado doméstico e bolsas de valores.

Já com relação à possibilidade dos nacionais captarem empréstimos no exterior – outro tipo de *inward transaction* – abre-se para o setor privado local a possibilidade de captar recursos a juros menores¹ (em comparação com a taxa de juros local), estimulando assim o investimento privado doméstico e, por conseguinte, o crescimento do PIB nacional.

Com relação à justificativa para a adoção de operações tipo *outward transaction* – direito dos nacionais a realizarem a transferência de recursos para o exterior e a compra de ativos no estrangeiro e direito dos estrangeiros a adentrarem no mercado financeiro e de capitais domésticos em busca de recursos – temos a seguinte afirmativa de Prates (1997, p.91):

Outra opção da política é o aumento do segundo nível de abertura financeira, isto é, a liberalização das 'outward transactions', que reforça a ponta da demanda no mercado de câmbio. Assim como a redução do primeiro nível de abertura, essa medida reduz os fluxos líquidos de capital, aliviando o uso excessivo da política de esterilização e/ou a apreciação da taxa de câmbio real.

De fato, no atual ambiente da globalização financeira, onde os investidores estrangeiros buscam os mercados periféricos para usufruírem das altas taxas de juros pagas nestes mercados, pode acontecer que com a abertura financeira no primeiro nível das *inward transactions* ocorra um sobrefluxo de capitais externos para o país que optar por este nível de abertura. Como medidas de barreira, as *inward transactions* podem ser vistas pelo mercado internacional como um retrocesso na política da liberalização financeira e cambial. A solução para reduzir o fluxo líquido de recursos externos estaria nas operações *outward*, que permitiriam a saída de recursos feita pelos nacionais para aquisição de ativos reais e/ou financeiros no exterior. Com um fluxo de recurso externo líquido menor, haveria menor apreciação da taxa de câmbio real e menos uso da política de esterilização.

Neste caso de sobrefluxos de capitais estrangeiros para o Balanço de Pagamentos de um determinado país periférico que optou pelas *inward transactions*, o outro lado da *outward*

¹ Isto é particularmente verdadeiro para os casos dos países periféricos, onde a taxa de juros nacional é maior que a taxa de juros cobrada no mercado financeiro e de capital internacional.

transactions, a saber, a busca de recursos nos mercados domésticos (financeiro e de capitais) por estrangeiros, também diminuiria o fluxo de capital líquido para aquela economia, acarretando menos apreciação da taxa de câmbio real e menos necessidade de política de esterilização.

Sobre a justificativa para se adotar medidas liberalizantes que aumentem a conversibilidade interna da moeda – o terceiro nível de abertura dado pelo direito aos nacionais de possuírem depósitos bancários em dólar, relações de débito e crédito em dólar e cláusulas de correção cambial – vê-se em Prates (1997, p.92) as seguintes considerações:

Num regime de taxa de câmbio controlada, a permissão de relações de débito e crédito em moeda estrangeira no mercado monetário doméstico reduziria a necessidade de troca de dólares pela moeda local e, como decorrência, diminuiria a frequência das intervenções do Banco Central no mercado de câmbio e a intensidade das operações de esterilização, atenuando o dilema da ‘trindade impossível’ e seus impactos perversos sobre as contas públicas. Nesse sentido, o aumento desse nível de abertura constitui uma alternativa à adoção de controles sobre os fluxos de capitais.

Outra vantagem de se adotar esse terceiro nível de abertura é a questão da emissão de passivos, por parte do Estado e Setor Privado Doméstico, no Mercado Financeiro e de Capitais Mundial, sendo os mesmos acoplados com a cláusula de correção cambial. A demanda externa por estes títulos com correção cambial é elevada, já que o ônus da possível desvalorização cambial cai sobre o ofertante do título..

A respeito das críticas aos níveis de abertura, começa-se pelas críticas ao primeiro nível de abertura, as *inward transactions*. A respeito das operações tipo *inward transactions* e o ingresso de recursos vultuosos para o BP, pode-se dizer que:

a imposição de restrições a esse ingresso reduz o superávit cambial e, com isso, a necessidade de intervenção do Banco Central neste mercado, para conter as pressões de valorização nominal da taxa de câmbio, e num segundo momento, no mercado monetário, atenuando o dilema entre apreciação e esterilização na gestão dos fluxos. Em outras palavras, essas restrições, ao reduzirem o grau de substitutibilidade entre ativos domésticos e externos, aumenta a autonomia da política macroeconômica num contexto de abertura financeira com o exterior, facilitando o manejo dos dois preços básicos pela autoridade monetária sem pressionar excessivamente as contas públicas (PRATES, 1997, p.85).

São sabidos os efeitos deletérios da estratégia de se buscar acumular reservas com os capitais de curto prazo. Dependendo do “humor” desses capitais, fugas em massa desses capitais,

depois de terem se valorizado no país hospedeiro com juros altos, podem levar em pouco tempo o Balanço de Pagamentos do país hospedeiro ao colapso.

Segundo Akyüz (1992, p.30), “a abertura das bolsas de valores locais para não-residentes pode resultar em flutuações excessivas dos mercados de valores e das taxas de câmbio. A entrada de capital estrangeiro pode gerar bolhas especulativas, resultando numa dupla crise: cambial e financeira”.

Segundo Devlin (1995), “a política de liberalização financeira e cambial precisa se adaptar ao potencial dos países receptores, no sentido de absorver e alocar de forma eficaz as divisas. Controles de capitais se justificariam em momentos de urgência”.

Para ele, mesmo economias maiores podem sofrer desestabilização das taxas de câmbio e risco de crises cambiais pela atuação dos capitais *hot money*, a exemplo do ocorrido na crise do sistema monetário europeu em 1992 e 1993. Diante disso, Devlin ainda afirma que até o FMI e o BIS aceitam certos tipos de controles sobre os capitais especulativos de curto prazo.

Com relação à crítica referente à liberalização financeira e cambial das operações do tipo *outward transactions* cabe destacar que, segundo Prates, 1997, p.91, “essa opção de política reduz ainda mais a autonomia da política econômica, pois aumenta a substitutibilidade entre ativos domésticos e internacionais” .

Com relação às críticas ao terceiro nível de abertura financeira e cambial, Akyüz (1992) fala que a opção de ampliar tal nível de abertura implicaria uma redução ainda maior de autonomia da política econômica, uma vez que aumentaria a possibilidade de substituição entre ativos e passivos domésticos e externos. Para Prates (1997, p. 92), “uma maior participação de passivos e ativos bancários denominados ou realizados em moeda estrangeira amplia a vulnerabilidade frente a mudanças nas condições financeiras internacionais”:

Realmente, este aumento da conversibilidade interna da moeda que vem no terceiro nível de abertura, ao permitir uma livre troca da moeda nacional pela moeda forte, ao permitir trocar ativos e/ou passivos de moeda nacional para a moeda estrangeira forte, leva a uma certa “concorrência desleal” entre a moeda doméstica e o dólar (moeda mundial). Basta que haja aceleração inflacionária ou basta que haja início de fuga de capitais para que se mostre a superioridade da divisa estrangeira sobre a moeda nacional, no tocante à questão da reserva de valor. Isso pode causar sérios problemas para o sistema financeiro doméstico pela fuga de capitais para o exterior. O dólar se apreciará e as dívidas do sistema bancário doméstico em dólar

subirão. Também há a questão de que com as fugas de capitais, a base de captação do sistema bancário doméstico cai, gerando novos problemas. E cai porque o sistema bancário doméstico, que na etapa da vinda dos fluxos de capitais captava em dólar para emprestar em dólar no mercado doméstico, vê na etapa de refluxo de capitais dificuldades grandes para continuar captando em dólar. Para Prates,

Quanto maior o grau de conversibilidade interna vigente, maiores serão esses impactos adversos. O caso limite é a adoção de um regime de 'currency board' com conversibilidade interna como o vigente na Argentina após o Plano Cavallo. Nesse caso, ocorre uma perda praticamente absoluta de autonomia da gestão macroeconômica, uma vez que a taxa de câmbio é fixada por lei e a base monetária determinada pela variação das reservas (PRATES, 1997, p.93).

Resta dizer que, no caso de crise cambial em países que têm seus sistemas financeiros domésticos com passivos em dólares e fortes empréstimos para setores *não exportadores*, como serviços e mercado imobiliário, ou para mera expansão do consumo interno, a questão fica ainda mais grave. Com a crise cambial e a 'disparada' do dólar, os bancos vêem seus passivos crescerem e sabem que seus clientes não têm fonte de receita em dólar para amenizar bem as dificuldades do setor bancário. Economias assim estão totalmente fragilizadas ao refluxo potencial dos capitais externos e às desvalorizações cambiais, quer por fator exógeno (forte aumento da taxa de juros internacional) quer por perda de confiança dos mercados na solidez dos fundamentos econômicos, na capacidade ou na seriedade da política econômica em reverter à crise.

1.2 – A liberalização financeira e cambial no Brasil

1.2.1 – Liberalização financeira e cambial das *inward-transactions*

No final dos anos 80, o governo do Presidente José Sarney, iniciou o processo de liberalização financeira e cambial (que já era uma tendência entre os países desenvolvidos) com o intuito de atrair capitais estrangeiros e aumentar o grau de mobilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro. São fatos marcantes deste período: a) a criação dos anexos I, II e III, a Resolução nº 1289 (em 1987) e a gênese do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (em 1988). Enquanto o

Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes foi um sucesso, a trajetória de fluxos de capitais via Anexos I, II e III, deixou a desejar. Segundo Bruns (2000, p.36):

Os Anexos I, II, III e IV regulamentam a entrada de investidores estrangeiros ao Brasil. Os três primeiros pouco contribuíram para fomentar o investimento em portfólio no Brasil, no final dos anos oitenta, devido à regulamentação pertinente ser ainda excessivamente restritiva, quando comparada à prática vigente no Mercado Internacional, implicando a constituição de uma companhia de investimento (Anexo I), ou de fundos mútuos abertos (Anexo II) ou fechados (Anexo III).

Tais experiências de abertura financeira tinham como características restritivas gerais: um período mínimo legal de 90 dias para ficarem no país; critérios inflexíveis para diversificação, como um teto máximo de 5% por ação individual dentro da carteira, sendo que era preciso uma composição de pelo menos 20 ações na carteira de portfólio; os fundos deviam ter registro na Comissão de Valores Mobiliários e o fluxo de divisas operado pelo fundo teria registro no Banco Central.

Já em relação à criação do Mercado de Taxas Flutuantes, outro importante destaque da liberalização financeira e cambial dos fins dos anos 80, Gonçalves (1998, p138) salienta que:

O fato marcante da liberalização cambial no Brasil foi a criação do segmento de câmbio de taxas flutuantes em dezembro de 1988 para as transações relativas a viagens internacionais. Este fato foi o início de um processo amplo e profundo de liberalização cambial regulamentado pelo Banco Central do Brasil. A criação deste segmento permitiu, em uma situação de grave crise cambial, que já em 1989 outros tipos de transações fossem sendo incorporadas neste segmento, como por exemplo, viagens a negócios, despesas com saúde e educação, uso do cartão de crédito internacional e transferências unilaterais.

Como a questão do Mercado de Taxas Flutuantes tem a ver com o 2º e com o 3º níveis de abertura financeira e teve maior importância nos anos 90, a dissertação retornará a ele no tópico 1.2.2.

Na década de 1990, a primeira medida para a liberalização do mercado financeiro e de capitais doméstico foi o Anexo IV à Resolução 1289/87, feita em maio de 1991, que regulamenta a criação e gerenciamento de carteiras de valores mobiliários pelos investidores institucionais internacionais, denominados no Anexo IV como fundos de pensão, seguradoras, fundos de ações e a carteira própria de entidades internacionais. Ao contrário dos outros anexos, o referido Anexo IV estava mais próximo, no que tange à regulamentação, daquilo que era

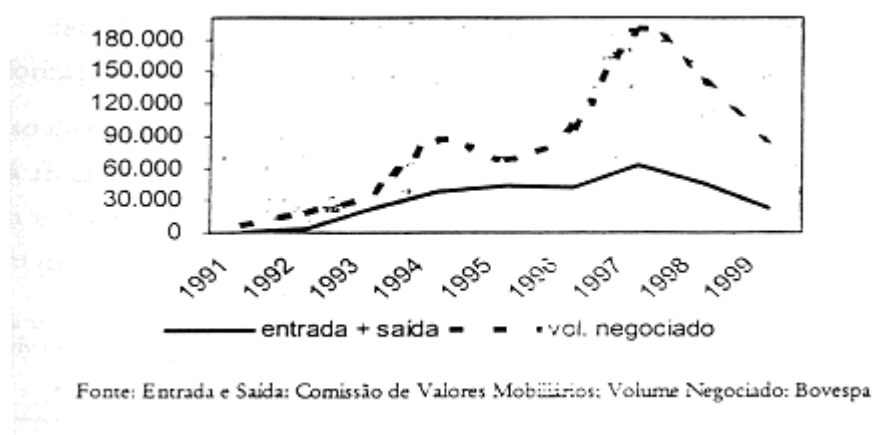
vigente no Mercado Financeiro Internacional (em termos de liberalização dos mercados financeiros e de capitais). Com efeito, pelo Anexo IV, ao contrário dos anteriores, os Investidores institucionais externos poderiam entrar diretamente no mercado financeiro e de capital nacional, sem precisar dos fundos específicos compostos dos outros três anexos (I, II e III). E de fato a receptividade do Mercado Financeiro Internacional foi muito boa em relação ao Anexo IV. Isto se refletiu no substancial influxo de capitais para a economia nacional, via Anexo IV.

O gráfico 1 revela a trajetória das aplicações no Anexo IV ao longo da década de 1990.

GRÁFICO 1

Volume Negociado em Bolsa x Entrada + Saída pelo Anexo IV

Em milhões de dólares



Segundo Higa (1998, p.80):

No início de 1993, grande parte dos recursos externos do Anexo IV foram aplicados em fundos de renda fixa, principalmente nos 'fundos de commodities', que apresentam alta rentabilidade devido ao diferencial da taxa de juros interna / externa. Como esta tendência estava distorcendo a finalidade do direcionamento dos investimentos estrangeiros para aplicações em valores mobiliários e considerando também o impacto monetário da entrada de recursos externos, o governo passou a adotar medidas restritivas.

As medidas restritivas foram: em agosto de 1993, a Resolução nº 2018 proíbe negócios em ativos de renda fixa, dentre eles, as NTN cambiais e os fundos de commodities para capitais que entraram na economia nacional, via Anexo IV; em novembro de 1993 ficou cancelada a permissão de outros negócios em ativos de renda fixa, por capitais estrangeiros que vieram ao Brasil via Anexo IV.

Em consequência da 1ª medida, verificou-se uma mudança no perfil do investidor externo, migrando dos negócios com renda fixa para transações com *debêntures*.

Mas, de fato, os fluxos de capitais via Anexo IV, como visto pelo gráfico 1, foram grandes e serviram pra dinamizar o Mercado de Ações no Brasil. Veja a tabela 1:

TABELA 1
Fluxos de capitais via anexo IV

Período	Capitalização <i>Bursátil</i> / PIB (%)	Volume total negociado / PIB (%)	<i>Turnover</i> (%)
1990	3,5	1,1	30,8
1991	11,2	2,2	19,6
1992	12,0	4,8	40,4
1993	22,7	8,8	38,8
1994	33,5	15,6	46,7

Fonte: PRATES (1998).

Segundo Bruns (2000):

Nas operações do Anexo IV, o investidor estrangeiro é obrigado a realizar o câmbio da sua moeda para a brasileira. Ao efetuar a troca para reais, ele está apto a investir no mercado ‘bursátil’ brasileiro, podendo comprar e vender ações, até o momento em que deseje remeter seus ganhos (se houver) para o país de origem. Durante este período, ou seja, entre a aquisição das ações e a remessa ao exterior, o investidor arca com o risco cambial, haja visto que, no caso de uma desvalorização cambial, o investidor estaria trocando os reais valendo menos, após a desvalorização, do que os reais adquiridos ao entrar no país”.

Cumpre mencionar mais dois fundos de investimento criados pela legislação de abertura financeira ocorrida no Brasil entre 1990 e 1994: a) Fundo de Privatização – Capital Estrangeiro (1991), criado unicamente para a compra de papéis de estatais do programa de desestatização brasileiro, e de moedas que poderiam ser usadas na privatização; b) Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (FRFCE), criados em 1993 e que permitiam várias aplicações no mercado de renda fixa. Segundo Prates (1998, p.26):

Os FRFCE foram instituídos simultaneamente à proibição de aplicações temporárias dos recursos do Anexo IV nos fundos de renda fixa e ‘commodities’ e em ‘debêntures’. O objetivo do governo naquele momento – desestimular o ingresso de recursos externos de curtíssimo prazo – foi atingido, já que a maior tributação dos fundos de renda fixa ante o Anexo IV (...) acabou comprimindo a rentabilidade dos fluxos de ‘hot money’, atraídos pelo diferencial de juros. Assim, a partir de 1993, foram definidos canais independentes de investimento de portfólio estrangeiro nos mercados de renda fixa e variável, com diferentes graus de atratividade, de acordo com a tributação incidente.

Outra importante medida liberalizante foi a permissão para os agentes econômicos nacionais utilizarem os DR (Recibos de Depósito) para captar recursos no exterior. Antes a captação era feita mediante outros títulos de renda fixa que continuaram a ser usados como os *eurobônus* e *euronotas*². Os DR foram regulamentados pela Resolução nº 1972/92, sendo o Anexo V pela Resolução nº 1289. Os certificados de Depósitos (DR) quando lançados nos USA chamam *American Depositary Receipts* (ADRS) e quando lançados fora do mercado americano são denominados de *Global Depositary Receipts* (GDR). Segundo Bruns (2000, p.38):

No caso de se investir via mecanismo Anexo V, há menor risco cambial³, na medida em que não há troca entre as moedas do país de origem com o Real. O investidor simplesmente compra e vende o ADR (no caso da operação se realizar no mercado americano) em dólar, com um risco cambial notoriamente menor (...) Após a instituição do Anexo V, iniciou-se um processo de listagem de uma série de empresas brasileiras nas bolsas e mercados de balcão de outros países, principalmente nos Estados Unidos..

A tabela 2 mostra os programas de DR's das empresas brasileiras aprovadas pela CVM no período 1992/1998.

² Estes instrumentos de captação de empréstimos no exterior serão analisados em breve.

³ A persistência do risco cambial, ainda que menor, se deve ao fato de que nas transações com ADR os juros e dividendos são pagos na moeda do emitente.

TABELA 2
Programas de DR's aprovados pela CVM

ANO	NÚMERO	ACUMULADO
1992	3	3
1993	4	7
1994	21	28
1995	7	35
1996	16	51
1997	10	61
1998	19	80

Fonte: BRUNS (2000).

Segundo Prates (1997, p.57):

Os DR's podem ser convertidos em ações, que nesse caso, devem ser negociadas no país de origem. Essa reversibilidade das operações abre a possibilidade de ganhos de arbitragem por parte do investidor estrangeiro, a serem obtidos com a diferença entre o preço do DR no exterior e o da ação no mercado local. Os detentores de DR também têm direito aos dividendos e bonificações associados às ações representativas.

1.2.2 Liberalização financeira e cambial das *outward transactions* e a conversibilidade da moeda nacional

A liberalização financeira e cambial das *outward transactions*, assim como o aumento da conversibilidade interna da moeda nacional, começou em 22/12/88 com a Resolução CMN 1.552, que criou o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF) e viria a ser realidade após a edição de seu Regulamento, uma semana depois. A base legal para o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes é a Lei 4595/64, cujos incisos V e XXXI delegam ao Conselho Monetário Nacional competência ampla em normatização de política cambial.

Na época de sua criação, o MCTF foi apelidado de dólar turismo por causa do impacto da medida no MCTF, que possibilitava aos turistas obterem por vias legais até US\$ 4.000,00 para custear o turismo de pessoas que viajavam ao exterior.

O MCTF significou considerável liberalização para os fluxos de capitais com o exterior por parte da economia brasileira, que até antes do surgimento do MCTF era marcada pelo racionamento de divisas, feito por meio de fortes controles sobre as remessas ao exterior, dentro da recorrente crise cambial dos anos 80, pós-crise da Dívida Externa. O objetivo do MCTF, que tinha suas cotações dadas pelas forças de mercado ao invés de ser dada pelo governo, era ser uma opção para os agentes econômicos que trabalhavam com o dólar no Mercado Paralelo. Tentava-se, assim, trazer para o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes o mercado oficial, parte das operações feitas no mercado paralelo, sem prejudicar o reduzido nível de reservas cambiais do Banco Central do Brasil.

As operações que passaram a serem feitas no MCTF foram: o turismo; despesas com educação; despesas com saúde; maiores gastos com o cartão de crédito internacional; transferências unilaterais; investimentos brasileiros no exterior.

Sobre o MCTF e a política geral de liberalização na passagem dos anos 80 para os 90, pode-se dizer que:

Essas transformações viabilizaram o aumento do segundo e do terceiro níveis de abertura financeira e, principalmente, da conversibilidade da conta corrente, que se refere à inexistência de tarifas e limites quantitativos sobre as transações com bens e serviços não-fatores e transferências unilaterais, e à liberalização e regularização dos pagamentos de serviços fatores (FMI, 1995a). A liberalização destes pagamentos deve preceder ou ocorrer simultaneamente à liberalização das 'inward transactions', pois dizem respeito a serviços decorrentes da contratação de empréstimos no exterior e/ou de investimentos estrangeiros no país (lucros, juros e dividendos) (PRATES, 1997, p.117).

As normas do Banco Central do Brasil a respeito do MCTF abriam a possibilidade para que quem tivesse adquirido dólares no mercado paralelo vendesse estas divisas no mercado de câmbio de taxas flutuantes, sem se identificar, via instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central do Brasil a operar no MCTF. Dessa forma, recursos à margem do mercado oficial vêm para este mercado, sendo computados no sistema do Banco Central (Sisbacen). Criou-se, então, um sistema de interação entre o MCTF e o Mercado Paralelo, de onde surgiu a tendência a se nivelar às cotações nestes mercados, via operações de arbitragem. No que tange à questão da não-identificação do ofertante de divisas no MCTF – que pode ter adquirido divisas no Mercado Paralelo – verifica-se, nesse caso, além de um incentivo para o retorno de capitais nacionais no exterior, também a possibilidade de se conseguir lavar recursos financeiros obtidos via caixa dois e tráfico de drogas.

No que diz respeito às remessas de dólares para fora do país via mercado de câmbio de taxas flutuantes, elas foram muito facilitadas, quer pela redução de impostos, quer pela diminuição da burocracia. Favoreceu-se, então, o envio de lucros e dividendos das filiais brasileiras para suas matrizes no exterior. A liberalização financeira e cambial de então também resolveu incentivar o investimento de residentes fora do país (1990 – 1992) e decisões de inversões no exterior, abaixo de US\$1 milhão, ficaram livres da compensação cambial, progressivamente, até que a mesma acabasse.

Segundo Biancareli (2003, p.13):

Merecem destaque ainda nesse segundo nível as alterações referentes às contas de não residentes, as chamadas contas CC5, no sistema financeiro doméstico, em moeda nacional, criadas pela Carta Circular nº 5, de 1969, outro tema marcante no debate pesquisado. A resolução 1946 (de 29/06/1992) permitiu que recursos destas contas – que podem ter titulares brasileiros “domiciliados” em paraísos fiscais – fossem negociados no mercado flutuante, ampliando as possibilidades de ingresso e remessa para o exterior.

O grau de abertura das *outward transactions* amplia-se mais com a entrada em cena do Fundo de Investimento no Exterior (FIE), pela Resolução 2111 (de 22/09/1994). Era a possibilidade de estréia da aplicação por parte de residentes no mercado financeiro internacional. Os residentes que entrassem no Fundo de Investimento no Exterior deveriam investir no mínimo 60% de seus recursos em títulos da dívida externa brasileira. Depois a Resolução 2318 (de 26/09/1996) permite utilizar o FIE para investimentos em renda variável.

No caso brasileiro, a conversibilidade da moeda nacional, o terceiro nível de abertura financeira e cambial, refere-se ao direito dado aos residentes para operações de débito e crédito com moeda externa. É bom frisar que o processo de abertura financeira e cambial brasileiro, no tocante ao grau de conversibilidade da moeda nacional, foi menos intenso do que em outras nações da América Latina: o México possibilitou aos agentes econômicos depositar dólares nos bancos e a Argentina radicalizou o processo de conversibilidade da moeda aceitando, até 2001, o dólar nas transações domésticas.

Digno de nota, dentro do processo brasileiro de ampliação do grau de conversibilidade da moeda, foi a autorização que o Banco Central do Brasil concedeu aos bancos e demais agentes financeiros para que assumissem posições compradas sem limites em dólares no mercado

cambial; ou seja, as instituições financeiras puderam, sem limites, adquirir ativos em dólares para seus balanços contábeis. Com essa liberdade dada pelo BACEN para as instituições financeiras adquirirem dólares nos mercados de câmbio, tornou-se legal a retenção de ativos externos para fins de *hedge* dentro do sistema financeiro nacional.

Sobre o assunto, Prates (1997, p.121) comenta que:

Assim, estes mercados tornaram-se sujeitos a pressões compradoras de moeda estrangeira por parte das instituições financeiras, motivadas por expectativas de mudanças na política econômica ou de desvalorização cambial. Todavia, os movimentos especulativos por parte destes agentes não são capazes de provocar uma crise cambial, pois acima de determinado limite (que variou ao longo do período) o volume de moeda estrangeira adquirida pelos bancos deve ser depositado no Banco Central. Esse mecanismo reduz a vulnerabilidade da autoridade monetária frente a movimentos especulativos destes agentes, já que a maior parte das reservas cambiais eventualmente gastas para contê-los retornam para sua conta bancária no exterior. Ou seja, a perda contábil de reserva não é significativa.

Outros setores foram favorecidos pelo aumento da conversibilidade da moeda nacional, mais especificamente, os setores de energia, petróleo e gás. Para tais setores foi permitida a manutenção de depósitos de dólares nos bancos. A justificativa para tal concessão era tornar mais atrativos tais setores para a privatização.

Ao longo dos anos 90, o grau de conversibilidade da moeda nacional também favoreceu as pessoas físicas e instituições não-financeiras por causa da oferta de ativos indexados ao dólar, tais como *export notes* e NTN-cambiais, além do maior acesso às divisas pelo mercado de câmbio de taxas flutuantes.

A liberalização financeira e cambial continua no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso. Em 16/03/95, surgiu a Resolução 2148 que possibilitou ao Agronegócio, o direito de participar da tomada de recursos externos via repasses de bancos que captavam dólares através da Resolução 63, do Conselho Monetário Nacional (1967). Essa abertura de crédito ao Agronegócio veio a ser conhecida como a “Resolução 63 Caipira”. Em 30/06/95 veio a Resolução 2170, que permitiria ao setor imobiliário o repasse dos recursos externos dos bancos, captados pelos bancos via Resolução 63.

Já as Resoluções 2266 (de 29/03/96) e 2312 (de 05/09/96) permitiram que os exportadores também pudessem se beneficiar da captação de recursos dos bancos regida pela Resolução 63. Em novembro de 1996, foi cancelada a norma pela qual se faziam depósitos não-remunerados no Banco Central com recursos ainda não-repassados e captados pela Resolução 63. A partir de

então, ficou permitido a aplicação desses recursos em contas de depósitos do BACEN no exterior. Ainda em 19/12/1996, veio a Resolução 2345, que daria liberdade aos bancos e demais agentes financeiros domiciliados no Brasil de lançarem *Depositary Receipts* (DRs) em bolsas do exterior.

Após a desvalorização do Real, e da entrada em vigor do câmbio flutuante, já no 2º governo FHC, ocorreu um aprofundamento da liberalização financeira e cambial, rumo a uma abertura ampla e total de Balanço de Pagamentos do Brasil. Deixou-se espaço, somente para o controle indireto, via tributação. É dentro dessa linha ideológica que surgiu a Resolução 2625 (de 29/07/1999). Ela permitia aos bancos e demais agentes financeiros, a captação de dólares no mercado financeiro e de capitais mundiais para aplicações dentro da economia nacional. Tal Resolução, extinguiu os prazos mínimos para as operações de empréstimos internacionais. Depois disso, veio a Resolução 2683 (de 29/12/1999), que estendeu os direitos dados pela Resolução 2625 aos “agentes financeiros” e também às sociedades de arrendamento mercantil. Segundo Biancareli (2003, p.07):

A desregulamentação nessa área atinge então o seu desfecho pela Resolução 2770, de 30 de agosto de 2000, que consolida as mudanças revogando todos os instrumentos somativos que disciplinam as emissões de títulos de renda fixa no exterior. Tanto as exigências de autorização como as de direcionamento compulsório, estavam abolidas. As operações de repasse interfinanceiro dos recursos captados já tinham, aliás, sido autorizadas pela Resolução 2721 de 24/04/00.

Quanto à entrada dos investidores externos nos mercados financeiros e de capitais domésticos no período do câmbio flutuante, pode-se dizer que também houve um aprofundamento da política neoliberal. A Resolução 2628 (de 06/08/1999) permitiu que os investidores externos que entraram no país via anexos I, II, III e IV aplicassem também seus recursos no mercado de renda fixa. Já a Resolução 2689 (de 26/01/00) põe fim aos vários tipos de aplicações, permanecendo as normas do Anexo III de fundos fechados. Passa-se, agora, a permitir investimentos de indivíduos e não somente de investidores institucionais nos mercados financeiros e de capitais domésticos. E esses investidores internacionais ganharam os mesmos direitos de negócios permitidos aos domiciliados no país.

CAPÍTULO II: A abertura cambial e financeira e a política econômica: Brasil 1990 a 2002

O capítulo II analisará a trajetória da política econômica (com ênfase na política cambial) na economia brasileira de 1990 a 2002, sendo que o referido período será estudado em três grandes partes: do governo Collor até antes da entrada em vigor do Plano Real; do início do Plano Real até o colapso do câmbio em janeiro de 1999; durante a fase do câmbio flutuante e do regime de metas inflacionárias (2º governo FHC).

2.1 A política cambial pré Plano Real: a breve experiência do câmbio flutuante

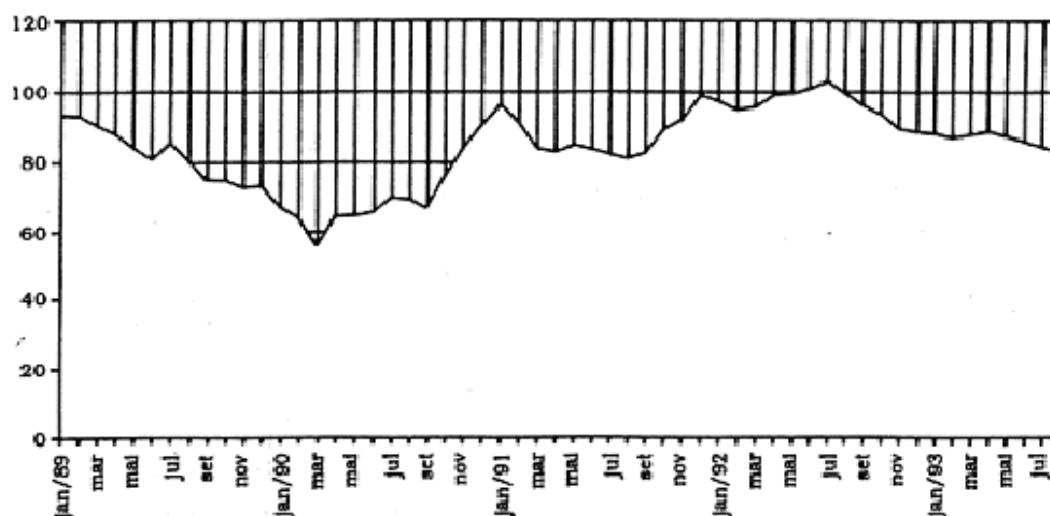
A criação do mercado de câmbio de taxas flutuantes e sua operação em janeiro de 1989 foram o início de um processo – lento e gradual – de mudanças importantes na política cambial brasileira. Como já se deu destaque ao MCTF, no capítulo I, passa-se à análise das mudanças na política cambial no que se refere ao chamado mercado de taxas livres. Segundo Pires de Souza (1993, p.25-26):

Com a criação do mercado de taxas livres para as transações comerciais, em março de 1990, inaugurou-se uma nova fase da política cambial brasileira, caracterizada pela flutuação da taxa de câmbio nos dois segmentos do mercado (comercial e “turismo”). De acordo com as novas regras, o Banco Central passou a pautar sua atuação no mercado de câmbio pelos objetivos traçados em relação às reservas e à base monetária. Vale dizer, em vez de fixar a taxa de câmbio (em termos reais ou nominais, não importa) e deixar as reservas flutuarem como variável de ajuste, o governo optou por fixar metas para as reservas (compatíveis com as metas para a base monetária) deixando o ajuste entre demanda e oferta de moeda estrangeira no mercado ser realizado por meio da flutuação da taxa de câmbio. Com algumas exceções, esta foi a regra seguida até o terceiro trimestre do ano seguinte.

Porém, durante o ano de 1991, a taxa de câmbio voltou a ter uma apreciação real (ver gráfico 2). Essa apreciação real da taxa de câmbio não deixou de ser verificada pelo mercado financeiro, que julgou tal apreciação real ser insustentável o que provocou uma retração no fluxo de entrada de divisas. A reação do governo deu-se em duas direções: compras maciças de dólares no fim de setembro, conseguindo o efeito de uma maxidesvalorização cambial; abandono do regime de câmbio flutuante, passando a adotar o regime de fixação da taxa de câmbio real.

GRÁFICO 2

Evolução da taxa de câmbio do real efetiva do cruzeiro



Fonte: Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI.

2.2 Plano Real e papel do câmbio

O Plano Real não era apenas um programa antiinflacionário. Era parte de um projeto de desenvolvimento de cunho neoliberal, que pretendia sepultar de vez o antigo modelo nacional-desenvolvimentista. O Plano Real destacou-se em relação aos outros planos antiinflacionários, pelo sucesso no controle da inflação. Porém, não foi tão feliz no aspecto da retomada sustentável do crescimento econômico. E, além disso, ensejou uma nova lógica de crescimento do passivo externo que serviu para sustentá-lo, de acordo com a estratégia da política econômica do governo FHC.

Segundo seus formuladores o Plano Real dividiu-se em três fases: o ajuste fiscal prévio; a gênese da URV; o lançamento da nova moeda: o Real. Analisar-se-á, rapidamente, cada fase.

No ano de 1993, havia certo consenso sobre a importância do controle do déficit público para que um plano de combate à inflação fosse bem sucedido. Dessa forma, o mercado viu com bons olhos o ajuste fiscal prévio proposto pela equipe econômica do governo. Segundo Bacha (1995, p.07):

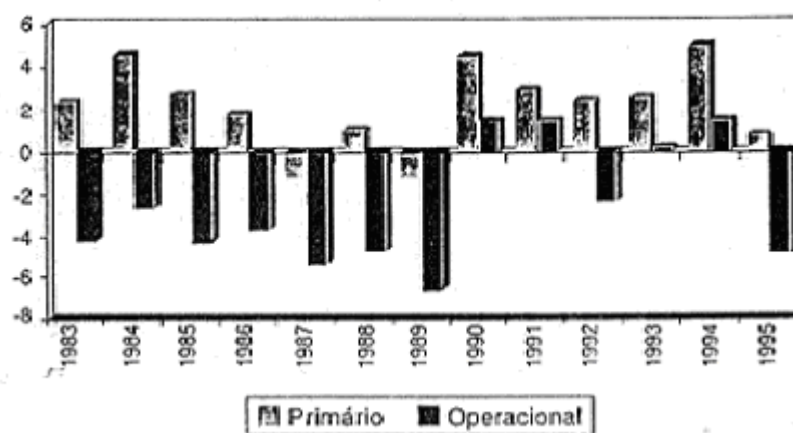
o primeiro estágio consistiu-se em equilibrar o Orçamento federal operacional através de cortes profundos na proposta orçamentária para 1994 (...). A finalidade dessa primeira etapa era demonstrar a capacidade do governo federal de executar as despesas orçadas sem precisar da receita gerada pela inflação.

A mais importante medida do ajuste fiscal prévio foi a criação do Fundo Social de Emergência (FSE) que serviria para elevar o volume de receita e dar permissão ao governo para usar 20% dos gastos vinculados para o esforço fiscal do Estado.

Deve-se ressaltar que o ajuste fiscal do governo, na falta das reformas estruturais (segundo o governo, imprescindíveis para o sucesso final do plano), foi feito num grau que era o mínimo necessário para a sustentação do Plano Real. Ver ainda gráfico 3:

GRÁFICO 3

Resultados primário e operacional do setor público



Fonte: BACEN (1996)

A segunda fase, a da URV, foi muito importante para o sucesso do Plano Real. A URV propiciou a indexação diária da maioria dos contratos. Para Oliveira (1996, p.45-46):

A indexação em base diária da grande maioria dos contratos tornou mais fácil, por sua vez, a desindexação. Daí ser possível entender a URV como antídoto produzido a partir do próprio veneno, isto é, para se ver livre da indexação tornou-se fundamental superindexar temporariamente a economia.

O objetivo da URV era possibilitar o alinhamento dos principais preços relativos da economia brasileira. O que vigorava antes na economia era a indexação desses e dos outros preços com períodos de reajustes distintos. Assim, em cada momento havia preços que estavam com muita defasagem, outros que estavam na média e, por fim, aqueles que estavam no pico. Segundo Bacha (1995, p.9),

em tais circunstâncias, uma súbita interrupção no processo inflacionário surpreenderia alguns preços no seu valor de pico e outros no vale. Tal desalinhamento tenderia, inevitavelmente, a impor pressões inflacionárias adicionais, na medida em que cláusulas de reajuste prévias continuariam a forçar para cima os preços defasados. Esse mecanismo de indexação defasada fornecia o chamado componente inercial da inflação brasileira, distinto do componente estrutural associado ao déficit operacional ex ante do Orçamento federal.

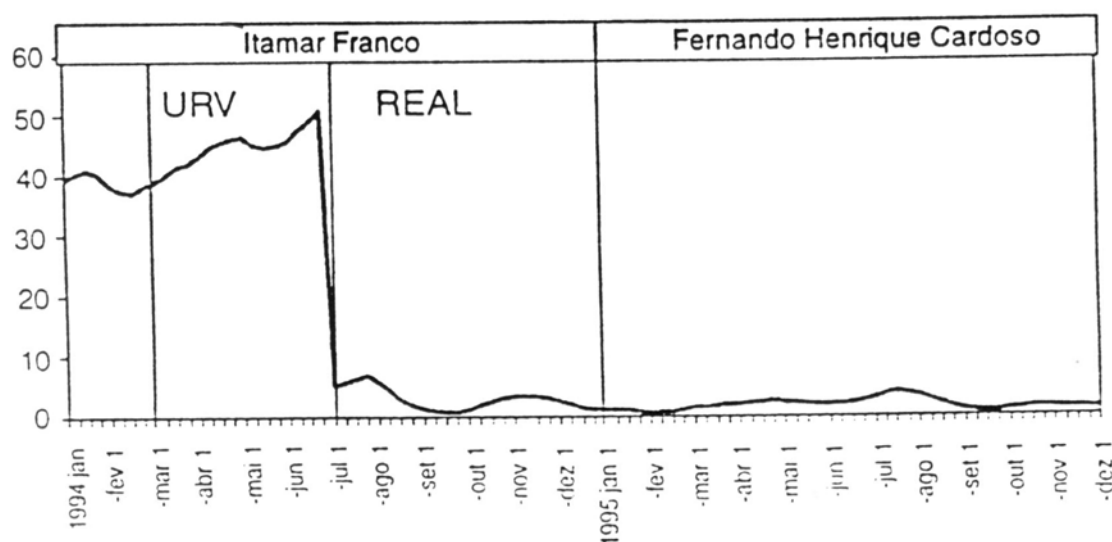
Em 1º de julho de 1994, depois de quatro meses de adaptações de contratos pela URV, o governo lançou a nova moeda nacional, o real, com paridade cambial máxima de R\$1,00 / US\$1,00. O governo também fixou a taxa de conversão do cruzeiro real para o real em R\$1,00 – CR\$2.750,00. Com a entrada do real, os contratos que estavam em URV passaram a ser denominados com valor fixo em reais. O nascimento da nova moeda terminou o trabalho, iniciado pela URV, de remontagem do sistema monetário nacional. A URV possuía as funções de unidade de conta e de reserva de valor. Com a sua transformação em real, esta nova moeda, além das funções de unidade de conta e de reserva de valor, possuía a função de meio de pagamento.

Com relação à ancoragem cambial, o governo instituiu a paridade do real com o dólar a R\$1,00 / US\$1,00, na ponta de venda, permitindo flutuação da taxa para a compra de dólares, seguindo a dinâmica do mercado de câmbio daquela época. Houve, dadas as medidas de liberalização financeira e dada a política monetária, uma sobrevalorização do real, com este valendo, temporariamente, mais que o dólar. Esse fenômeno foi muito importante para combater a inflação (pela contenção dos preços dos bens comercializáveis internacionalmente), e também contribuiu para refrear o processo de monetização da economia, ao impedir que as divisas causassem uma forte pressão sobre a base monetária.

Ainda sobre a inflação, segundo Oliveira (1996, 56), “*como todos os preços relevantes estavam referenciados na taxa de câmbio por meio da URV, e esta passou a ser estável na passagem para o real, a superinflação cedeu*”.

O gráfico abaixo mostra a queda abrupta da inflação com a introdução do real.

GRÁFICO 4
Brasil – Inflação Semanal



Fonte: OLIVEIRA (1996).

Com relação à política monetária do real na sua fase de nascedouro, as autoridades monetárias decidiram deixar as taxas de juros relativamente altas, num nível adequado, segundo o BACEN, para manter a demanda privada sob controle, tentando evitar os erros do Plano Cruzado no que se refere ao aumento do consumo, pelo fim do imposto inflacionário e pela remonetização da economia.

Abaixo, o resumo do lado antiinflacionário do Plano Real, e sua ligação com o lado “desenvolvimentista” do Plano.

A trajetória do Plano Real para os Policy Makers do governo deveria ser esta:

- a) Ajuste fiscal prévio, sinalizando vontade política do governo para ajustar as despesas às receitas, num ambiente de uma economia estabilizada;

- b) Criação da URV para superindexar a economia, garantindo a redução da memória inflacionária e a sincronização dos contratos;
- c) Fixar a taxa de câmbio, pois esse instrumento mostrou-se eficaz para debelar a superinflação quando garantido por grande financiamento externo;
- d) Política de juros altos para garantir a existência de grandes reservas de dólares para se financiar as importações (que seriam importantes para segurar os preços) e para se defender de possíveis e remotos ataques contra a taxa de câmbio fixa;
- e) Forte e acelerada abertura comercial e financeira para dar um grande choque de concorrência na economia brasileira. A concorrência internacional obrigava a indústria nacional a se modernizar;
- f) Com o câmbio sobrevalorizado e a abertura comercial, a inflação iria ceder;
- g) O ambiente de fraqueza do capital privado nacional, de apoio à globalização e às privatizações, mais o lançamento de títulos de dívida pública, criariam uma grande oferta de ativos nacionais (estatais, empresas privadas nacionais e títulos de dívida pública) que trariam grandes influxos de capitais estrangeiros para a aquisição desses ativos;
- h) A estabilização monetária, as aberturas financeira, cambial e comercial, e o investimento direto estrangeiro causariam, além da modernização das filiais das multinacionais, a vinda de novas transnacionais com tecnologia avançada e muitas divisas;
- i) No médio prazo, o Brasil teria uma indústria mais avançada e maior nível de exportações (pelos ganhos de produtividade). No lado interno, o equilíbrio fiscal viria com as reformas administrativa, tributária e previdenciária. Com o equilíbrio externo alcançado pelo volume das exportações maiores, mais a entrada do investimento direto estrangeiro regular e com o equilíbrio interno alcançado pelo definitivo equacionamento do problema do déficit público, o Plano Real estaria definitivamente consolidado;
- j) Se tudo isso realmente acontecesse, a economia global iria interligar, definitivamente, o mercado financeiro nacional a ela, e pela “Lei do Preço Único”, as taxas de juros domésticas cairiam muito, ficando perto da média dos países ricos;
- k) Então, com taxa de câmbio fixa, juros baixos, baixa inflação, alta credibilidade e flexibilização do mercado de trabalho, o Brasil iria entrar num grande ciclo de desenvolvimento.

2.3 A política cambial e monetária do real 1994-1998

Um exame atento mostra quatro fases na política cambial do real entre 1994 e 1998. Entre julho e setembro de 1994, assiste-se à tentativa de implantação de uma âncora monetária com flutuação cambial, quando o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio. Nesse período, o Bacen tentou – em vão – perseguir metas monetárias bem rígidas (a âncora monetária). Segundo Batista (1996, p.28),

O que se tentou durante alguns meses foi seguir um modelo monetarista ou quase monetarista, no qual a garantia da confiabilidade do novo padrão monetário residiria na fixação de tetos trimestrais de expansão monetária, incluídos na medida provisória que criou o real. Estabeleceu-se assim que a emissão de reais não poderia ultrapassar R\$7,5 bilhões até 30 de setembro de 1994, R\$8,5 bilhões até 31 de dezembro de 1994 e R\$9,5 bilhões até março de 1995(...). Ora, esse tipo de regime monetário já havia sido testado e rejeitado na maioria dos países desenvolvidos.

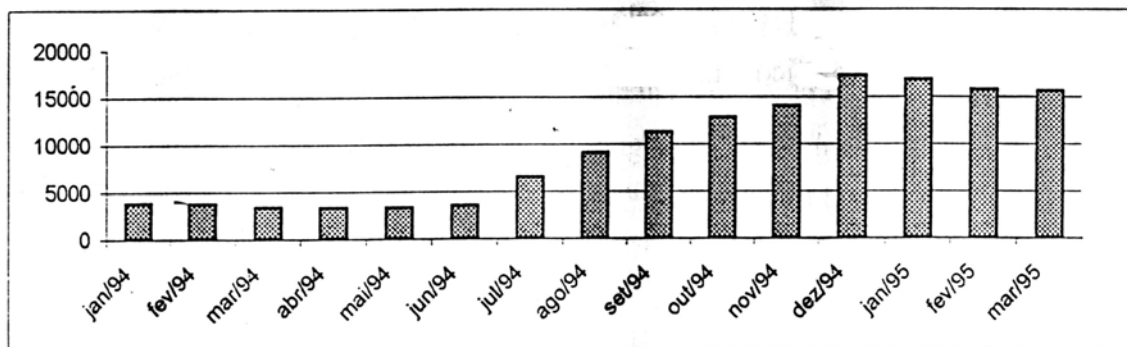
E, segundo Modenesi (2001), a respeito do regime de metas monetárias:

a adoção desse regime foi amplamente criticada, pois a transição de uma situação de alta inflação para um regime de estabilização acarretaria, inevitavelmente, uma remonetização de magnitude imprevisível. (...) Foi exatamente o que ocorreu: a média dos saldos diários da base monetária saltou de aproximadamente R\$3,5 bilhões, entre janeiro e junho de 1994, para mais de R\$6,4 bilhões em julho, alcançando mais de R\$17 bilhões em dezembro de 1994.

Desse modo, logo nos primeiros três meses de regime de metas monetárias, os limites de expansão monetária já foram transpostos, levando o governo, na prática, a deixar de lado o referido regime monetarista.

O gráfico 5 mostra a evolução da base monetária.

GRÁFICO 5
Evolução da Base Monetária (média mensal dos saldos diários
em R\$ bilhões – Brasil: jan./1994-mar./1995



Fonte: Modenesi (2000). *Apud* BACEN (1996).

Nesta 1ª fase da política cambial-monetária com câmbio flutuante e regime de metas monetárias, verificou-se uma forte sobrevalorização do câmbio, com uma taxa na qual 1 dólar valia 0,84 centavos de real.

Em outubro de 1994, na segunda fase da política cambial, o Banco Central resolveu intervir no mercado cambial, fixando, na prática, o valor de um dólar como equivalente a R\$0,84, passando a constituir-se uma política de ancoragem cambial que duraria por cinco meses, até o despontar da Crise do México (com seus efeitos no Brasil).

Com as repercussões negativas sobre a economia brasileira provocada pela crise mexicana – queda nas entradas dos fluxos de capital e forte diminuição das reservas cambiais brasileiras – o governo se vê obrigado a fazer correções na sua política de câmbio, inaugurando a terceira fase da política cambial doméstica. De fato, o Banco Central adota uma minidesvalorização do câmbio em março de 1995, apostando ainda na política de bandas cambiais, com uma desvalorização mensal da ordem de 0,6% ao mês⁴.

Sobre a IV fase da política cambial, Pires de Souza (1999, p.63) nos diz que:

A fase IV da política cambial na verdade comporta dois períodos distintos. (...) No primeiro, os resultados se assemelham às experiências do México e Israel⁵ (em

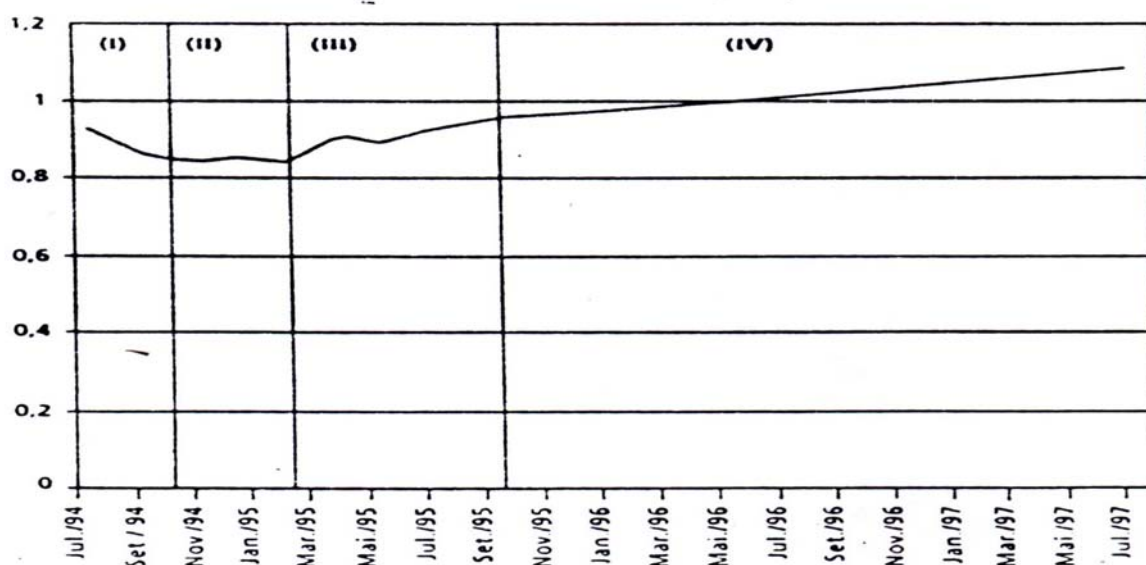
⁴ Antes de se adotar tal percentual, ocorreram por alguns meses desvalorizações aleatórias do câmbio.

⁵ O México adotou em janeiro/89 um regime cambial com microdesvalorizações diárias do câmbio. Com relação à Israel, depois de adotar uma âncora cambial fixa nos anos 80, a economia israelense adotou, em dezembro de 1991, uma política de microdesvalorizações semelhante ao regime mexicano.

determinada fase de seus experimentos) e o segundo é caracterizado pelo fato de que a taxa de câmbio não lidera os demais preços, e tampouco os segue. Que política cambial é essa? Creio que a atual política cambial pode ser caracterizada não propriamente como uma política de ambiente antiinflacionário. Ela não lidera os demais preços num movimento de queda, mas cria um ambiente em que as altas de preços não são sancionadas através de uma reposição cambial (ou seja, não há indexação cambial).

Abaixo o gráfico 6 mostra as fases da política cambial brasileira.

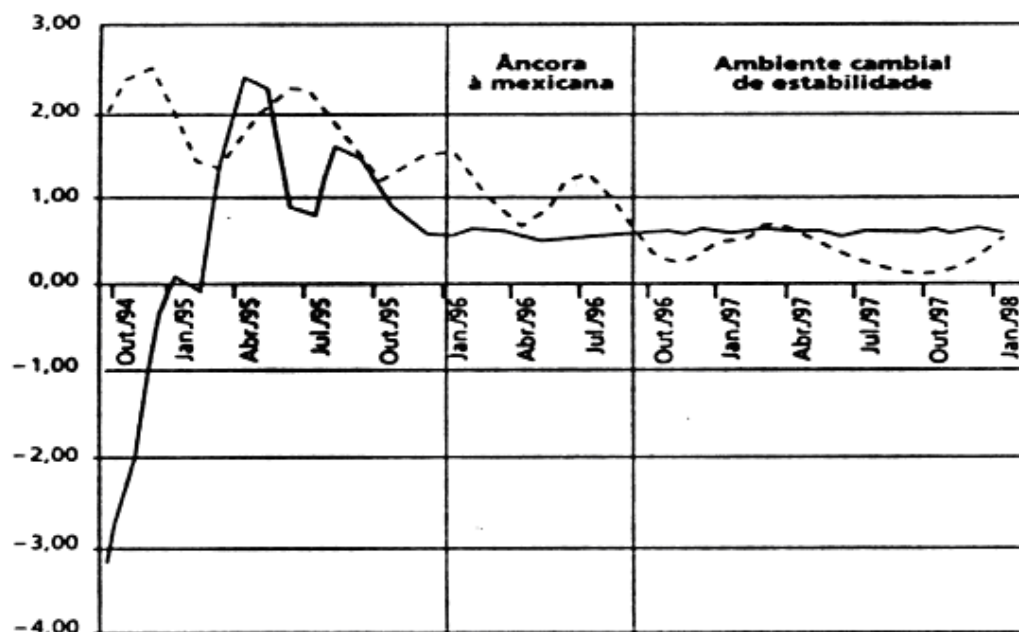
GRÁFICO 6
Fases da Política Cambial (evolução taxa de câmbio nominal)
Brasil: 1994-1997



Fonte: Souza (1999)

Na IV fase da política cambial, as correções reais do câmbio poderiam ser obtidas pela queda da taxa de inflação, que era obtida, além de outros fatores, pela política monetária contracionista. Ver gráfico 7:

GRÁFICO 7
Âncora Cambial e Taxa de Inflação

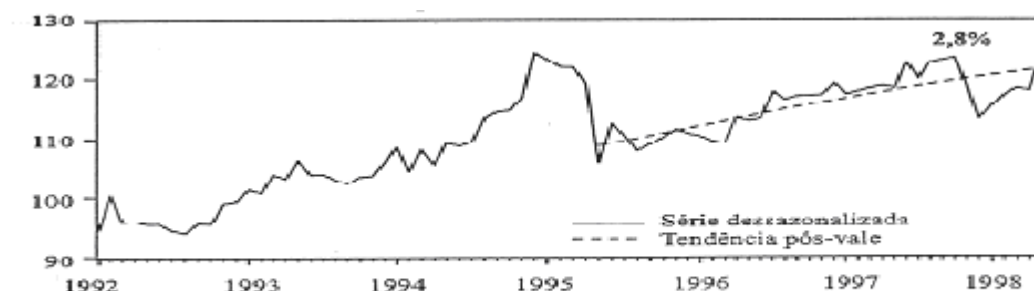


Fonte: Pires de Sousa (1999).

Agora, torna-se necessário analisar a questão da política monetária e suas relações com a trajetória do câmbio.

No segundo semestre de 1994, durante a implantação do Plano Real, optou-se por taxas de juros elevadas para tentar refrear o consumo que iria aumentar com o fim da inflação (e do imposto inflacionário) e a retomada do crédito num horizonte de tempo maior. Em que pese a adoção de altas taxas de juros, houve um "boom" de consumo. A produção da indústria cresceu 15,5% em 1994 por causa do crescimento da demanda agregada, liderada pelo setor de bens de consumo duráveis. Ver gráfico 8:

GRÁFICO 8
Índice de produção industrial - Brasil



Fonte: Pastori (1999).

Segundo Pastori e Pinotti (1999, p.26-27):

A explosão de demanda agregada que havia ocorrido em experiências anteriores de estabilização, conduziu o Banco Central à prática de taxas de juros elevadas e de forte controle da expansão de crédito. De julho a dezembro de 1994, a taxa de juros de curto prazo do Banco Central (over-selic) foi de 67,4% ao ano, em média, indo de 122% ao ano, em julho, a 53,3% ao ano, em outubro. O recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista passou de 40% sobre o seu estoque pra 100% sobre os acréscimos dos depósitos, foi criado um recolhimento compulsório de 20% sobre os depósitos a prazo; e elevou-se o recolhimento compulsório sobre os depósitos de poupança de 15 para 20%.

Porém, essa política monetária contracionista não impediu o forte aumento dos empréstimos bancários, logo após a estréia do Plano Real. A causa disso foi, em parte, o fato de que as altas taxas de juros favoreceram os investimentos em ativos financeiros e a recompra dos títulos do governo tornaram possível o aumento do estoque de certificados de depósitos dos bancos privados. Entre julho/94 e o 1º trimestre de 1995, os empréstimos para o setor produtivo aumentaram em 30%, enquanto os empréstimos para as pessoas físicas triplicaram⁶.

O primeiro teste para o Plano Real e para a política monetária – enquanto mecanismo de defesa do câmbio – viria no primeiro trimestre de 1995. Com o "boom" do consumo, o dólar barato, a abertura comercial e o forte aumento de linhas de crédito para importações, a balança comercial deixou de ser superavitária. Em fevereiro de 95, ela já apresentava um déficit de US\$1 bilhão e tudo indicada para uma situação explosiva na balança de transações correntes.

⁶ O que explica, em boa parte, o 'boom' de consumo.

Foi neste ambiente de déficits altos na conta corrente e "boom" do consumo que os efeitos da Crise Mexicana chegaram ao País. Entre dezembro de 1994 e fevereiro de 1995 o País perdeu US\$4 bilhões. Contudo, os efeitos da Crise Mexicana se tornaram mais evidentes em março de 1995, quando o Brasil mudou de novo a política cambial, com certa confusão, acarretando uma desvalorização da moeda doméstica em 5,2%, que gerou grande incerteza no mercado. Primeiro, o BACEN fixou uma banda cambial de 0,86-0,90 reais/dólar, que só durou três dias, pois no quarto dia o BACEN anunciou uma nova banda cambial de 0,88-0,93 reais/dólar.

Mas a crise de março de 1995 foi forte, levando à perda, só em março, de US\$4,2 bilhões. O governo reagiu revertendo a política de controle de entradas de capitais. Segundo Miguel (2001, p.96-97):

Foi adotado um forte aperto monetário e de crédito, visando frear o crescimento econômico e diminuir o desequilíbrio externo. A taxa de juros 'overnigh't subiu para 4,4% ao mês, permanecendo próxima a esse nível até maio de 1995, quando foi indicado um lento afrouxamento que continuou até meados de 1997. Evitou-se uma crise cambial, e ao longo de 1995 e 1996, as medidas de aperto de crédito foram lentamente eliminadas, permitindo uma gradual retomada do crescimento econômico até fins de 1997. O Brasil cresceu 2,75% e 3,47% em 1996 e 1997, respectivamente.

De fato, a crise cambial foi abortada e assistiu-se à retomada das entradas de capitais no País. Porém, o aperto monetário gerou aumento dos índices de inadimplência, o estouro de uma crise bancária⁷ e queda da produção industrial.

A dissertação parte agora para analisar a relação entre a política monetária do real e o endividamento externo e interno.

2.3.1 O Plano Real e o endividamento externo e interno

O Brasil experimentou ao longo dos anos 90 um novo ciclo de crescimento do passivo externo. Em que pese o novo tipo de endividamento ser diferente do ocorrido nos anos 70, – naquela época predominava o endividamento bancário externo e agora prevalece o endividamento no mercado de capitais mundial – nesse atual processo também há riscos.

Segundo Batista (1999, p.10):

⁷ Para solucionar a crise bancária surgiu o PROER para facilitar a fusão bancária no País.

na época, o Brasil inteiro acompanhou o drama da dívida. A experiência era tão recente, que nada justifica o que aconteceu nos anos 90. Deveríamos saber muito bem o que representa uma crise de endividamento externo para um país, o que isso pode significar em termos de recessão, de desemprego, de inflação, em termos de desequilíbrios fiscais e financeiros, de erosão da autonomia nacional.

A tabela 3 mostra o novo processo de crescimento do passivo externo brasileiro nos anos 90.

TABELA 3

Brasil: Passivo Externo Líquido, 1992-98
Saldos em fim de período (Em US\$ bilhões)

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Mar/98 ¹
1 – Passivo externo bruto	172,9	193,6	213,4	227,9	275,5	327,1	347,2
Dívida externa de médio e longo prazos	110,8	114,3	119,7	128,7	142,1	163,3	174,2
Dívida externa de curto prazo	25,1	31,5	28,6	30,5	37,8	36,7	38,3
Investimento estrangeiro direto	37,0	37,5	39,9	44,5	54,4	71,5	74,1
Investimento de portfólio ²	0,0	10,4	25,2	24,2	41,2	55,6	60,6
2 – Ativo externo	39,5	50,4	63,9	70,8	83,6	74,5	91,0
Reservas internacionais ³	23,3	31,7	38,5	51,5	60,1	51,7	68,1
Investimento brasileiro no exterior	3,7	3,8	4,1	4,3	4,2	5,8	6,0
Créditos brasileiros ao exterior	6,7	6,4	6,3	6,1	7,6	7,3	7,3
Haveres externos nos bancos comerciais	5,8	8,4	15,0	8,9	11,7	9,6	9,6
3 – Passivo externo líquido (PEL) = (1) – (2)	133,4	143,3	149,5	157,1	191,9	252,6	256,1
4 – PEL / Exportações de bens	3,7	3,7	3,4	3,4	4,0	4,8	4,7
1 / Dados preliminares							
2 / Inclui Anexos I a IV (Bolsas), Anexo V (ADR), Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro e Fundos de Privatização.							
3 / No conceito de balanço de pagamentos.							

Fonte: BATISTA (1999). *Apud*: BACEN (1998)

Mas o que levou o Brasil a ter um aumento tão expressivo no seu passivo externo? Para isto é preciso ligar o endividamento externo à lógica de manutenção do Plano Real com grande abertura financeira, cambial e comercial.

O grande instrumento do Plano Real para combater a inflação foi a conjugação da sobrevalorização cambial com uma grande abertura comercial. Assim, a indústria brasileira (de capital nacional e internacional) foi posta a uma forte concorrência externa, que levou a aproximação dos preços nacionais aos preços praticados no mercado internacional. Ora, como bancar tanta importação de produtos estrangeiros? Em que pese o elevado nível de reservas externas, uma política agressiva de sobrevalorização cambial com abertura externa poderia esgotar todas as divisas do País! A solução então era acumular mais reservas, atrair mais capital estrangeiro para financiar o déficit da balança comercial, e assim manter a indústria brasileira sob o peso da concorrência externa. Mas como fazer isto? Ora, o *modus operandi* que o governo encontrou para isto foi praticar uma política monetária de juros altos para atrair capitais estrangeiros e, além de manter, expandir as reservas nacionais. Aliado a este perfil da política monetária, o governo, para estimular ainda mais a entrada de capital externo, colocou à disposição deles as contas CC5, que permitiam o repatriamento dos capitais externos de maneira rápida e eficiente. Com a combinação de juros altos e liberdade cambial (CC5), o Brasil experimentou um grande processo de endividamento (como foi mostrado na tabela 9).

As crises financeiras e cambiais da globalização – México 1995, Ásia 1997 e Rússia 1998 – só serviam para demonstrar a fragilidade do Plano Real, pois por efeito contágio o Brasil sofria fugas de capitais durante e logo após essas crises. Como as reservas brasileiras, na sua maioria, eram alugadas, diante de um movimento de fuga de capitais, o governo brasileiro reagia aumentando muito as taxas de juros, que já eram altos, gerando recessão econômica e apreensões políticas e econômicas quanto ao desempenho e futuro do Plano Real e da economia brasileira.

Assim a estruturação da taxa de juros altos para manter de pé o Plano Real levou a um enorme endividamento externo: a dívida externa passou de quase US\$148 bilhões para quase US\$213 bilhões no período de 1994 a 1998.

Mas não só a dívida externa cresceu. A dívida interna também teve forte crescimento dada a política de esterilização monetária posta em prática para enxugar a liquidez e impedir uma expansão descontrolada do crédito (tal como no Plano Cruzado) que poderia pôr em risco a

estabilidade monetária. Assim, novamente, o preço pago para manter a estabilidade monetária foi um brutal endividamento.

Segundo Delfim (1996), a dívida do setor público pulou de 29% do PIB no fim de 1994 para o patamar de 33%, ainda nos meses iniciais do ano de 1996, e, em 1995, o País pagou 5,4% do seu PIB com juros.

Voltando à questão do passivo externo, a grande liberalização financeira (especialmente o anexo IV) e a liberalização cambial (especialmente as contas CC5), atraem aplicações nos mercados acionários e de renda fixa domésticos, o que provoca o crescimento do investimento de portfólio (US\$38,3 bilhões em março de 1998).

E, por último, para explicar o enorme passivo externo bruto brasileiro de US\$347,2 bilhões em março de 1998, temos, também, o grande crescimento do investimento direto brasileiro.

Para mostrar o perigo ainda maior deste brutal crescimento do passivo externo brasileiro, segundo Batista Jr, (1999, p.35):

Outro problema é a composição do passivo. Em março de 1998, alguns meses antes do choque provocado pela moratória da Rússia, a soma da dívida de curto prazo com o investimento de portfólio chegava a nada menos que US\$99 bilhões. O estoque de capital estrangeiro volátil ou de curto prazo correspondia, assim, a 145% das reservas do Banco Central.

A tabela 4 mostra os indicadores de vulnerabilidade em relação ao passivo externo (1990-2000).

TABELA 04**Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1990-2000)**

Indicador / Ano	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00
Passivo externo líquido / exportações	4,39	4,45	3,81	3,9	3,43	3,37	4,02	4,75	5,62	7,05	7
Passivo externo líquido / PIB (%)	30,9	36,4	39,8	35	27,4	23,4	25,7	32,2	36,5	42,6	47,9
Estoque de inv. de portfólio (% do PIB)	1,2	2,4	2,3	4,1	4,6	4,2	7	8,6	4,2	5,4	6,6
Estoque de inv. de portfólio (% do total de inv.)	24,2	25	27,3	32	42,1	35,2	43,1	43,8	25	21,7	21,7
Estoque de inv. direto estrang. (% do PIB)	6,25	7,4	8	8,7	7,3	7,8	8,8	10,7	12,6	19,4	22
Estoque de inv. direto estrang. (% do total de inv.)	73,8	75	72,7	68	57,9	64,8	56,9	56,2	75	78,3	78,3
Serviço do passivo externo (% das exportações)	63,3	53,8	45,4	51,5	45,5	46,9	55,5	88,1	102,7	128,3	79,3
Serviço do passivo externo (% do PIB)	4,46	4,4	4,35	4,62	3,64	3,3	3,4	5,78	6,66	7,76	5,7
Serviço do passivo externo / reservas internas	2,01	1,8	0,68	0,62	0,51	0,42	0,44	0,9	1,17	1,71	1,32

Fonte: Souza (2003). *Apud*: Carcanholo (2003)

Verifica-se pela tabela que o passivo externo líquido (que desconta os ativos externos do Sistema Financeiro Doméstico) passou de 27,4% do PIB em 1994 – ano de surgimento do Plano Real – para 47,9% do PIB em 2000. Já o serviço do passivo externo / reservas internacionais, que era de 0,51%, passou para 1,32% em 2000.

Como já mencionado, uma das causas da deterioração destes índices de vulnerabilidade externa, foi a entrada de capitais estrangeiros na economia. O estoque de investimento em portfólio (% do PIB), que era de 4,6% em 1994, ano de estréia do Plano Real, passou para 6,6% do PIB em 2000. Já o estoque de investimento direto estrangeiro, que era de 7,3% do PIB em 1994, chegou a 22% do PIB em 2000.

De fato, o crescimento dos empréstimos externos, dos capitais de portfólio e dos capitais de IDE geram um crescimento do serviço de passivo externo por aumentarem a remessa de juros, amortizações, lucros e dividendos. Como as exportações líquidas não cresceram o

suficiente para contrabalançar este passivo externo crescente, houve uma deterioração do Balanço de Pagamento, com aumento da vulnerabilidade externa.

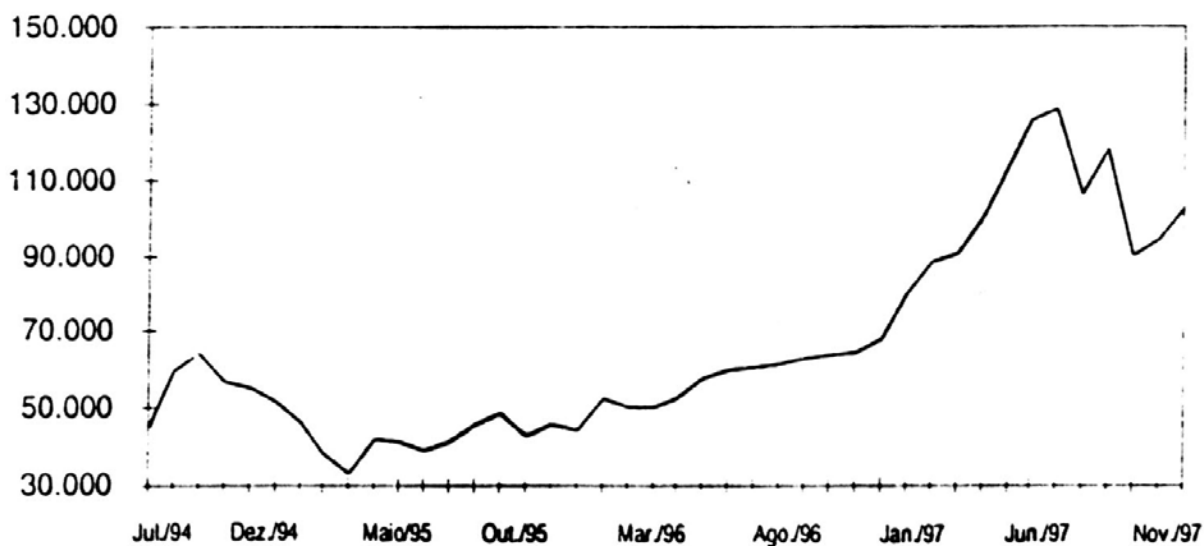
A vulnerabilidade brasileira mostrou-se forte durante a crise Asiática. Em 15 de julho de 1997, já se inalava no Brasil os efeitos da crise asiática: o IBOVESPA caiu 8,5%, constituindo a maior queda em um único dia desde março de 1995, quando houve o 1º ataque especulativo contra o real, no ambiente internacional da Crise Mexicana. A desvalorização da Bovespa contagiou o valor das ADRS de empresas brasileiras negociadas em Wall Street, causando desvalorização das ADRS. As ações da Telebrás, por exemplo, desvalorizaram-se em 7,7%.

Mas o pior da crise viria a partir de outubro. Segundo Prates (1998, p.47-48):

Em 1997, após a trajetória ascendente no primeiro semestre, estimulada pela entrada de recursos externos, o IBOVESPA apresentou alta volatilidade, reflexo da crise asiática e da realocação de portfólios dos investidores estrangeiros. A oscilação do IBOVESPA entre os dias 23 e 30 de outubro foi a maior registrada em todas as crises dos últimos dez anos (...) Um dos fatores determinantes da maior volatilidade da Bovespa durante a crise asiática foi o movimento de internacionalização dos fundos de investimento locais. Os fundos 'off-shore' altamente alavancadas em títulos da dívida externa (bradies) tornaram-se mais um "canal de transmissão" das instabilidades do mercado financeiro internacional. Esses fundos venderam nas posições em ações para cobrir as perdas.

O gráfico 9 ilustra a crise na Bovespa.

GRÁFICO 9
BRASIL - EVOLUÇÃO DO IBOVESPA



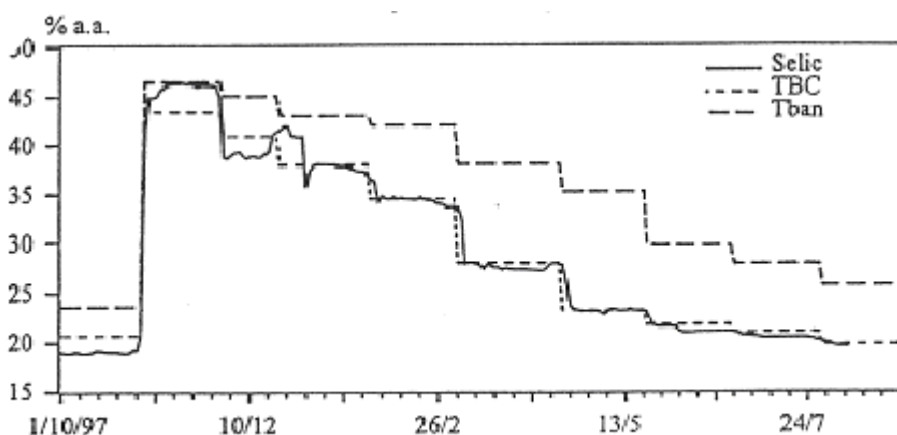
Fonte: Prates (1998) *Apud*: Bovespa (Revista mensal, vários números).

Entre outubro e dezembro de 1997 houve uma fuga de capitais da ordem de US\$9,7 bilhões.

A reação do governo à Crise Asiática foi rápida e conservadora: ofertou mais títulos públicos com variação cambial para acalmar o mercado; elevou a Tban, em outubro de 1997, de 24,5% ao ano para 46,5% ao ano (a taxa permaneceu elevada até dezembro de 1997); criou-se, emergencialmente, um pacote de medidas para elevar o superávit primário do Tesouro; e foram revisadas as medidas de controle sobre as entradas de capitais.

O gráfico 10⁸ mostra a TBC, a TBAN e a Taxa Selic.

GRÁFICO 10
TBC, TBAN e Taxa SELIC
(Dados mensais)



Fonte: Pastori, (1999).

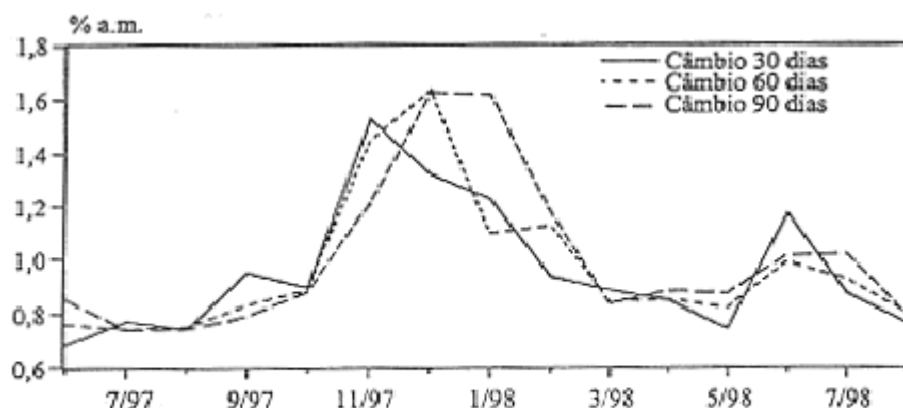
A forte elevação da TBC para 43,40% aa e da TBAN para 46,5% aa, bem próximo ao epicentro da crise – junto com as outras medidas já citadas – teve como mérito pôr fim às fugas de capitais por causa da crise asiática. O real, aparentemente, resistira ao 2º forte ataque especulativo e a economia brasileira foi preservada pela utilização da política monetária ao invés da outra opção: *a desvalorização do câmbio convencional*. Passados os impactos iniciais, o governo começou uma política de redução das taxas de juros (ver queda da SELIC no gráfico 10).

⁸ A TBC é taxa à qual o BC faz recompra de títulos e a TBAN é a taxa à qual ele permite o redesconto.

O gráfico 11 mostra que a partir de 1998 as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio caíram muito, o que, combinado com uma queda mais devagar da taxa de juros, causou a elevação do cupom cambial. A consequência foi o início da recomposição das reservas cambiais que, em julho de 1998, já eram superiores às reservas pré-crise asiática.

GRÁFICO 11

Projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio



Fonte: Pastori (1999).

No segundo semestre de 1998 ocorreu a Crise Russa o que levou a pressões sobre os mercados emergentes, particularmente sobre o Brasil. Diante dos desequilíbrios macroeconômicos brasileiros surge um clima de incerteza quanto à manutenção da política de banda cambial, gerando um início de fugas de capitais.

O governo resolve então reagir adotando medidas como: incentivo à entrada de capitais; redução do prazo médio mínimo para amortizar os empréstimos externos; diminuição da alíquota de IOF sobre as entradas de capitais e elevação da taxa básica de juros anual de 29,7% em junho para 42,2% em dezembro de 1998.

Como essas medidas não surtiem os efeitos desejados, o governo recorreu ao FMI obtendo um empréstimo de US\$40 bilhões. Em troca, o Brasil se comprometia a: manter uma política econômica austera; aprofundar as liberalizações financeira e cambial.

Apesar de tudo isso, o mercado financeiro e de capitais mundial não tinha mais confiança na política cambial, achando que a mesma não duraria muito, e continuou o ataque

especulativo, sendo que as reservas do Banco Central do Brasil caíram quase 40%, entre setembro e dezembro de 1998.

Diante da ineficácia da política monetária contracionista e de tudo o mais tentado pelo governo brasileiro, a crise acabou provocando uma significativa desvalorização da taxa de câmbio em janeiro de 1999⁹.

2.4 – Política cambial e monetária do real 1998-2002: câmbio flutuante e regime de metas inflacionárias

Dentre os países desenvolvidos, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia e Espanha são exemplos de países que utilizaram, nos últimos tempos, o regime de metas inflacionárias. Com o colapso do câmbio em 1999, o Brasil também adotou esse regime. Segundo Sicsú (2002, p.23):

Tal regime propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de um determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento, e deve ser perseguida pelo Banco Central, cuja política monetária passa a ter um único objetivo: alcançar a meta inflacionária determinada.

No Brasil, as metas de inflação são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), cuja presidência está a cargo do Ministro da Fazenda.

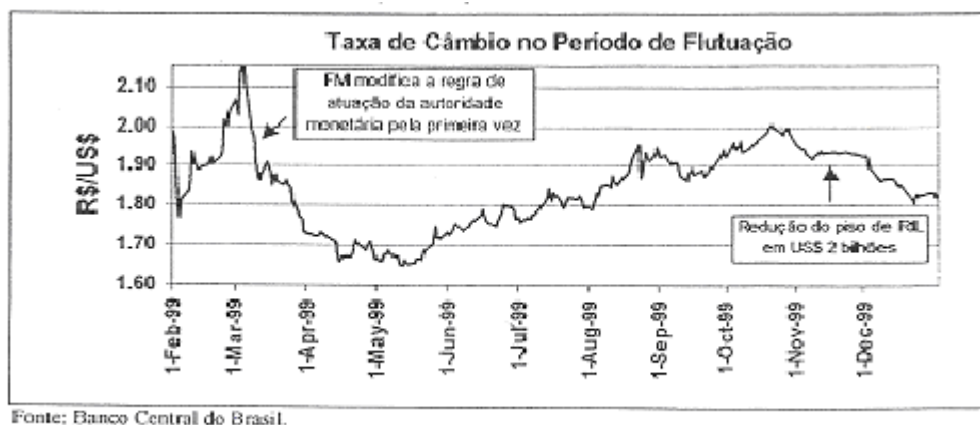
O governo brasileiro mencionou oficialmente, pela primeira vez, em março de 1999, o regime de metas inflacionárias num ambiente de muita incerteza: durante uma grave crise cambial que causou a desvalorização do câmbio; acelerada e contínua desvalorização da moeda doméstica; apreensão quanto à volta da inflação descontrolada.

A troca de regime cambial após quatro anos de câmbio quase fixo, num ambiente de crise cambial e colapso do câmbio, gerou, como era de se esperar, um *overshooting*, levando a taxa de câmbio a pular de R\$1,20/US\$1,00 em princípio de janeiro para R\$2,1/US\$1,0 em março de 1999. A consequência do *overshooting* foi que os mercados perderam a confiança na estabilidade da economia brasileira, acreditando que os anos de 1999 e 2000 seriam de alta recessão com muita inflação. Contudo, as expectativas negativas começaram a se frustrar com a apreciação

⁹ Mais detalhes sobre a crise brasileira estarão no capítulo IV, em crises cambiais.

nominal da taxa de câmbio e a adoção do regime de metas inflacionárias em junho de 1999. Ver gráfico 12.

GRÁFICO 12
Taxa de câmbio no período pós-desvalorização



O índice escolhido pelo governo para medir a inflação no regime de metas inflacionárias foi o IPCA do IBGE. Para 1999 a meta foi de 8%, com intervalo para cima e para baixo de 2%, ou seja, havia uma meta intervalo de 6% a 10%. Para o ano de 2000 foi adotada uma meta intervalo de 4% a 8% e para 2001 ficou estabelecida uma meta-intervalo de 2% a 6%. Segundo Giambiagi (2002, p.29):

Na época o Banco Central anunciou também os seguintes pontos:

- a) a meta de inflação seria a meta do governo e não a do Banco Central, implicando um grau importante de comprometimento oficial com o objetivo numérico definido.*
- b) até 2001 haveria um intervalo de tolerância para as variações da taxa da inflação, na forma de 2 pontos percentuais para cima e para baixo em relação ao centro da banda (...)*
- c) o índice de preços escolhido como “termômetro” da inflação seria o IPCA calculado pelo IBGE.*
- d) a meta seria definida em relação ao índice de preços ‘cheio’, sem qualquer tipo de expurgo para definir um índice ‘núcleo’ (core inflation).*
- e) as metas anunciadas não estariam sujeitas a revisões ou ajustes posteriores.*
- f) todos os meses de junho de cada ano t, mantidas as metas para os anos t e (t+1), o governo divulgaria a meta de inflação para o ano (t+2).*
- g) o Banco Central começaria a divulgar, como de fato fez, poucos meses depois, os chamados ‘Relatórios de Inflação’ de periodicidade trimestral, com informações macroeconômicas, a justificativa para as medidas adotadas visando o cumprimento das metas.*

Em se tratando do Brasil, o regime de metas inflacionárias passou com sucesso pelo teste de fogo do ano de 1999. A inflação de 1999 ficou na meta ampla de 6% a 10%, ou seja,

ficou em 8,9%, sendo muito inferior às primeiras expectativas negativas quanto à inflação. No ano de 2000, a inflação também ficou na meta de 6%.

A tabela 05 mostra a variação do IPCA para 2001 e 2002.

TABELA 05
VARIAÇÃO CAMBIAL E DO IPCA, 1998-2002

Último dia útil do ano	Valor do US\$ (em reais)	Variação Cambial (%)	Variação do IPCA do ano (%)
31/12/1998	1,209		1,6
31/12/1999	1,780	47,23	8,9
31/12/2000	1,955	9,83	6,0
31/12/2001	2,320	18,67	7,7
31/12/2002	3,533	52,3	12,5

Fonte: Sicsú (2003). *Apud*: Banco Central do Brasil (2003)

Segundo Sicsú (2003, p.59):

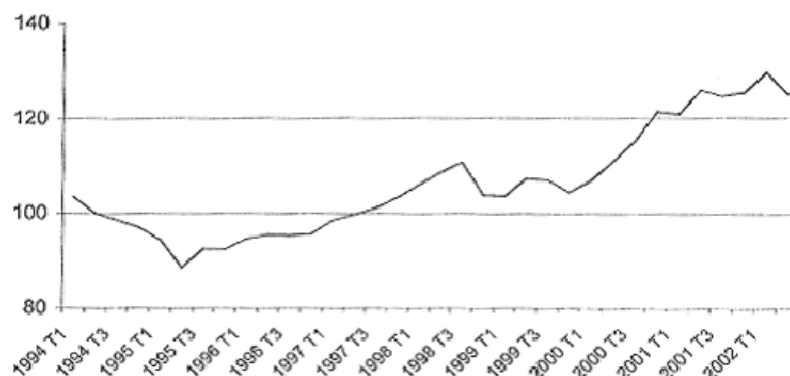
Merecem ser citados ainda alguns números calculados pelo Banco Central do Brasil. Da inflação de 7,7% de 2001, medida pela variação do IPCA, 2,9% (ou 38% do total) teve como causa o repasse cambial e 2,7% (ou 24% do total) teve como causa a elevação dos preços administrados. Da inflação de 12,5% de 2002, medida pela variação do IPCA, 5,8% (ou 46,4% do total) teve como causa o repasse cambial e 1,85% (ou 14,8% do total) teve como causa a elevação dos preços administrados.

Dando mais destaque à relação entre subida do câmbio e inflação, tem-se a visão de Singer (2003, p.57-58) que aponta na mesma direção dessa relação (em Sicsú), ainda que com números diferentes:

Os dados indicam que a causa da inflação nos últimos anos foi sempre a subida do câmbio: a correlação entre câmbio e inflação é muito grande, como pode ser visto. Mas o índice de repasse de câmbio à inflação varia bastante: 16,9% em 1999, 46% em 2001 e 27,5% em 2002. Essa variação parece mostrar que o repasse é contido mais pelo aumento do desemprego e queda do rendimento médio da pessoa ocupada do que pela real estagnação do PIB, embora essa seja essencial para punir o emprego e o ganho do trabalhador.

O gráfico 13 mostra a desvalorização cambial.

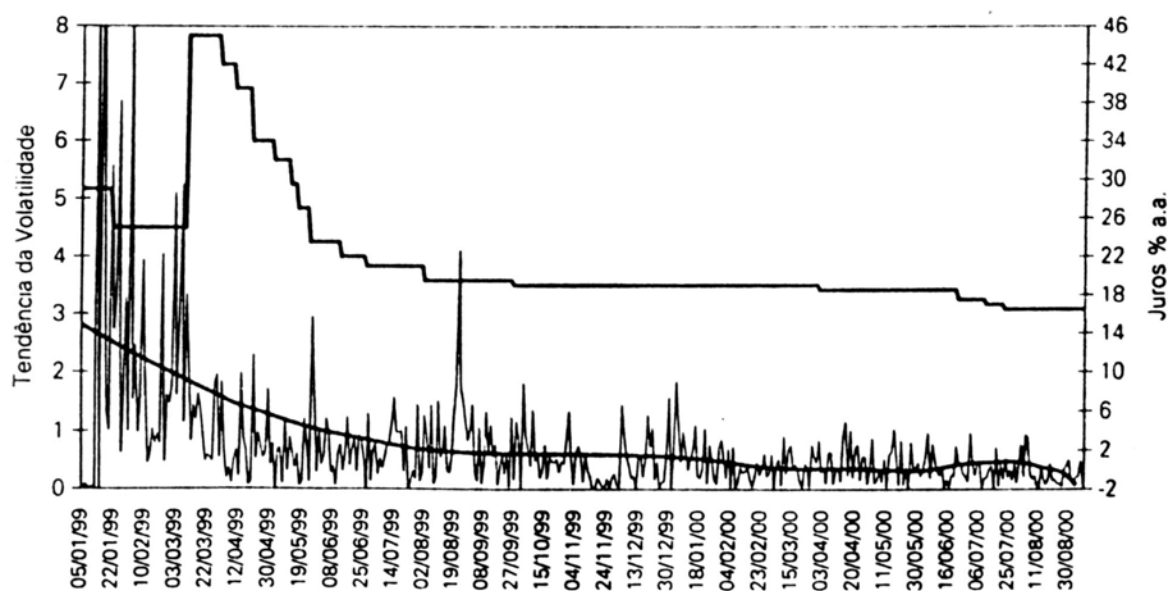
GRÁFICO 13
Evolução da taxa de câmbio real



Fonte: Ferrari Filho (2002).

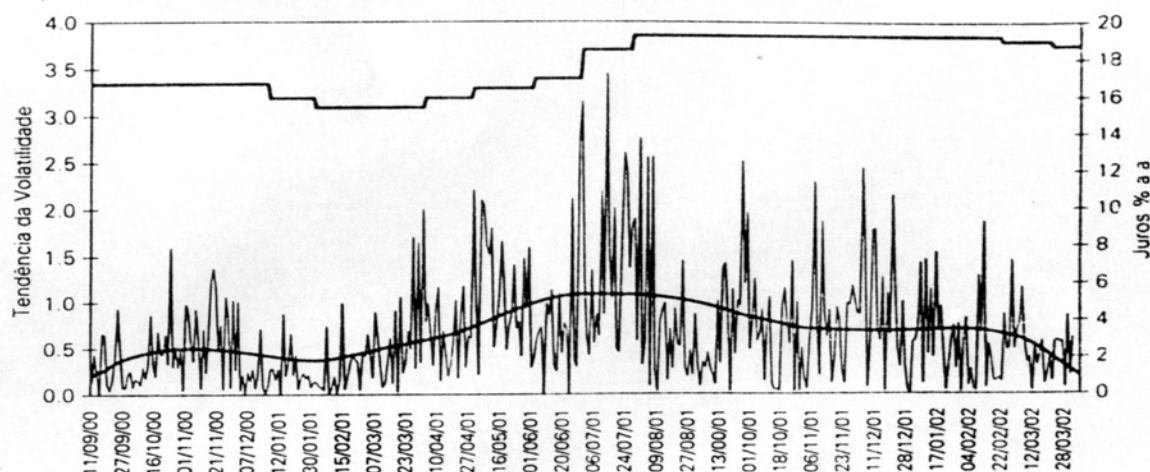
A seguir é mostrada, com base em Sicsú (2002), a relação entre a taxa de câmbio e a taxa de juros. Os gráficos 14 e 15 ilustram tal relação.

GRÁFICO 14
Taxa de Juros e Tendência da Volatilidade da Taxa de Compra do Câmbio ivre no Período de Janeiro de 1999 a Outubro de 2000



Fonte: Sicsú (2002).

GRÁFICO 15
Taxa de Juros e Tendência da Volatilidade da Taxa de Compra do Câmbio
Livre no Período de Novembro de 2000 a Abril de 2002



Fonte: Sicsú (2002).

Segundo Sicsú (2002, p.134):

Os eventos econômicos sugerem que o BCB tem reagido elevando a taxa de juros (ou tem deixado de reduzi-la) quando o câmbio apresenta movimentos prévios de elevação da sua volatilidade (...) Então, seria correto afirmar que a função de reação do BCB, sob o regime de metas de inflação, possui basicamente um componente cambial – a taxa de juros tem sido utilizada fundamentalmente para controlar movimentos cambiais.

Como a elevação da volatilidade cambial têm sido comum na economia brasileira, assiste-se à perda da autonomia da política monetária para reduzir as taxas de juros. Em vez da liberdade para o BACEN manipular a taxa de juros de acordo com as necessidades da economia (crescimento, por exemplo) o que há é o aprisionamento da política monetária junto a uma regra: se há movimentos de desvalorização cambial, eleva-se a taxa de juros ou não se permite sua queda para dar combate ao processo de volatilidade cambial.

Assim, o crescimento econômico, que em muito depende de níveis razoavelmente baixos de taxas de juros, fica truncado enquanto os juros não baixarem e ficarem altos para combater a volatilidade cambial. Esta, entretanto, tem a ver com a livre mobilidade de capitais na economia brasileira e a dissertação mostrará, no capítulo IV, como os controles de capitais poderiam minimizar ou evitar tal problema.

Resta dizer que a conjugação da nova política monetária e cambial – Câmbio Flutuante e Metas Inflacionárias – ao contrário do que se supunha, não reduziu a vulnerabilidade externa brasileira. O câmbio flutuante não trouxe a uma recuperação imediata das exportações e da balança de transações correntes. Esta, como se pode ver pela tabela 06, situou-se com um déficit acima de US\$20 bilhões no triênio 1999-2001.

TABELA 06
Brasil – Balanço de Pagamentos, itens selecionados: 1993-2002 (US\$ milhões)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Trans. Correntes	-675,9	-1.811,2	-18.383,7	-23.502,1	-30.452,3	-33.415,9	-25.334,8	-24.224,5	-23.214,5	-7.696,0
Conta Capital	83,3	173,9	351,7	453,8	392,6	320,4	337,7	272,5	-38,0	433,0
Conta Financeira	10.411,9	8.518,13	28.743,8	33.514,2	25.407,7	29.381,2	16.981,4	19.053,3	27.088,1	8.378,0
Inv. Direto Total	798,6	1.460,00	3.308,50	11.260,8	17.877,4	26.001,6	26.888,0	30.497,7	24.714,9	14.084,1
Inv. Cart. Total	12.324,6	50.642,2	9.216,8	21.618,9	12.815,6	18.125,0	3.801,8	6.955,1	77,0	-5.118,6
Inv. Est. Carteira	12.929,1	54.046,8	10.372,2	22.021,7	10.907,9	18.582,2	3.542,4	8.550,8	872,1	-1.797,4
Derivativos	5,3	-27,4	17,5	-38,3	-252,8	-459,8	-88,1	-197,4	-471	-356,2
Outros Invst.	-2.716,6	-43.558,5	16.200,0	673	-4.832,80	-14.285,5	-13.620,0	-18.202,0	2.767,2	-231,3
Erros e omissões	-1.110,6	334,2	2.207,2	-1.799,9	-3.255,2	-4.256,0	193,8	2.637,1	-531	-812,9
Haveres A. Monet.	-8.708,8	-7.215,2	-12.918,9	-8.669,1	7.007,2	7.970,2	7.822,0	2.281,7	-3.306,6	-302,1

Fonte: Biancareli (2003). *Apud*: Banco Central

Para cobrir o déficit da conta corrente no quadriênio 1999-2002, foi necessário um grande aporte de investimento direto estrangeiro.

A tabela 07 mostra alguns indicadores de vulnerabilidade externa da economia brasileira.

TABELA 07

Indicadores de vulnerabilidade externa (1994-2002)

Trimestre	Dívida Externa Bruta / PIB (%)	Dívida Bruta / Exportações (%)	Dívida Bruta / Reservas Internacionais (%)	Conta Corrente / PIB (%)
1 T 1994	32,63	387,27	386,63	-0,04
2 T 1994	31,48	373,00	350,49	0,15
3 T 1994	29,42	354,58	343,56	0,56
4 T 1994	27,31	340,56	382,15	-0,33
1 T 1995	25,88	343,96	452,61	-1,32
2 T 1995	24,75	350,03	468,92	-2,41
3 T 1995	23,51	348,15	324,76	-2,92
4 T 1995	22,58	342,44	307,21	-2,61
1 T 1996	22,98	348,24	293,95	-2,27
2 T 1996	23,15	351,36	280,87	-1,90
3 T 1996	23,14	361,57	296,43	-2,29
4 T 1996	23,20	376,85	299,34	-3,03
1 T 1997	23,51	384,37	313,58	-3,14
2 T 1997	23,82	382,74	329,72	-3,55
3 T 1997	24,28	378,02	314,84	-3,70
4 T 1997	24,76	377,39	383,34	-3,77
1 T 1998	26,16	387,89	306,75	-3,97
2 T 1998	27,51	407,52	311,46	-3,92
3 T 1998	29,00	438,12	504,75	-4,13
4 T 1998	30,67	478,52	542,34	-4,24
1 T 1999	30,14	445,34	648,36	-4,50
2 T 1999	34,65	482,15	555,20	-4,92
3 T 1999	40,20	512,24	562,00	-4,85
4 T 1999	45,00	502,94	664,43	-4,72
1 T 2000	43,86	484,94	618,72	-4,31
2 T 2000	40,81	449,19	821,82	-4,17
3 T 2000	39,66	427,36	739,36	-3,95
4 T 2000	39,22	428,71	715,39	-4,02
1 T 2001	34,95	359,16	593,18	-4,61
2 T 2001	36,98	359,04	556,68	-4,73
3 T 2001	40,34	372,93	540,58	-4,90
4 T 2001	41,13	360,57	585,33	-4,55
1 T 2002	42,70	374,22	574,00	-4,01
2 T 2002	45,82	403,03	521,53	-3,83
3 T 2002	45,90	371,07	554,63	-2,85
4 T 2002	46,72	349,08	557,10	-1,71

Fonte: Paula (2003).

Segundo Paula, Oreiro e Silva (2003, p.89):

Em que pese a melhoria recente nos resultados na conta corrente do Balanço de Pagamentos, ainda é bastante elevada a vulnerabilidade externa do País. Apesar do rápido ajuste na balança comercial em 2002, resultado combinado de uma excessiva desvalorização na taxa de câmbio com uma economia semi-estagnada, a relação dívida externa bruta / exportações continua em torno de 4 (quatro), um número que o economista Mário Henrique Simonsen definia como próximo a um ponto crítico.

Outro índice importante é a relação dívida externa bruta / reservas internacionais. A tabela 07 indica que, apesar de o indicador ter melhorado ultimamente, ele ainda é preocupante: a dívida externa é mais de cinco vezes maior que o nível das reservas. Já o índice dívida externa /

reservas indica que o país tem liquidez internacional para enfrentar mudanças nas condições de rolagem da dívida.

CAPÍTULO III: CC5 e o fluxo de capitais

3.1 – Mercado de câmbio flutuante, origem e evolução das contas CC5

A denominação Contas CC5 teve sua origem na Carta Circular nº 5 do Banco Central do Brasil (de 27/02/1969) que criava contas de não-residentes no Balanço de Pagamentos (daí o nome de mercado CC5 para as contas de não-residentes). As divisas vindas do estrangeiro, depois de convertidas em moeda doméstica, poderiam ser colocadas nessas referidas contas de não-residentes (as CC5), sendo contas correntes comuns, podendo ser movimentadas por cheque e constituíam depósitos à vista nos bancos.

A função das CC5, naquela época, era dar mais transparência contábil e financeira à movimentação de moeda dos não-residentes, que, pelo art. 57 do Decreto 55.762/65, limitava a remessa de cambiais às sobras de recursos nas CC5 do montante ingressado antes. Assim, o valor da remessa de dólares pelo não-residente era comparado com as sobras das CC5, via extrato bancário, a fim de se controlar a remessa de cambiais.

Desde esta época e até um pouco antes da criação do Mercado de Taxas Flutuantes, em 1989, estas contas de não-residentes (as CC5) serviam apenas para a movimentação de recursos de não-residentes que transitavam pelo país, ou a turismo ou trabalho, principalmente diplomatas e, por causa disso, jamais operavam com grandes quantias. Segundo Toscano (2002, p.7):

Em sua origem prestavam-se à manutenção, proteção e movimentação de recursos no país de não-residentes, assim consideradas as pessoas físicas ou jurídicas, domiciliadas ou com sede no exterior, que por qualquer razão – recebimento de serviços prestados, remessas do exterior para o Brasil, fixação de residência temporária, etc – necessitavam aqui manter uma conta bancária no Brasil. Funcionavam, portanto, como simples ‘contas-correntes’ de estrangeiros semelhantes às demais contas-correntes de brasileiros, mantidas junto de instituições autorizadas a funcionarem no Brasil.

Pela Carta Circular nº 5, o Banco Central do Brasil criou duas variantes de contas CC5, denominadas: subtítulo *Contas Livres* (provenientes de vendas de câmbio) – utilizadas unicamente através de recursos externos que foram trocados por moeda nacional, em que era facultado ao correntista reenviar para o exterior os saldos remanescentes da CC5; subtítulo *Contas Livres de outras origens* – que eram contas-correntes comuns, só podendo receber depósito em moeda doméstica, ficando vetado o direito ao envio de recursos ao estrangeiro.

Assim, no primeiro caso, se o não-residente quisesse enviar divisas além das sobras da CC5, ele teria que sacar moeda em espécie, buscar um doleiro para adquirir moeda estrangeira (o que seria contravenção penal) e deixar o país, levando na mala os seus dólares.

As Contas CC5 só vão ter importância para o Balanço de Pagamentos Brasileiro após a entrada em vigor do mercado de câmbio de taxas flutuantes. Por isso é necessário falar um pouco sobre o MCTF (Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes) e mostrar sua relação com a CC5.

Conforme já discutido, o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes Brasileiro foi criado em 22 de dezembro de 1988, pela Resolução do Conselho Monetário Nacional 1552¹⁰. O Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes deu início à progressiva liberalização da conta de capitais do Balanço de Pagamentos brasileiro. Antes da gênese do MCTF, a política cambial brasileira era pautada por rígidos controles sobre a movimentação do capital, persistindo o racionamento de divisas, inclusive para o turismo.

A Resolução do Conselho Monetário Nacional 1.555 deu permissão para o BACEN credenciar organizações financeiras e agências de negócios com turismo¹¹ e hotelaria para fazerem transações cambiais a taxas pactuadas entre os agentes econômicos, criando um novo mercado doméstico para a compra e venda de dólar. Fato marcante neste novo mercado foi a permissão para que instituições financeiras comprassem dólares sem limites e sem que o vendedor se identificasse perante o Banco Central do Brasil. Os motivos que levaram o BACEN a permitir que o vendedor de dólares não se identificasse, junto às instituições financeiras

¹⁰ Segundo a visão neoliberal, o amparo legal para o surgimento do Mercado Cambial de Taxas Flutuantes (MCTF) é a Lei 4.595/64, cujos incisos V e XXXI, do art. 4º, delegam ao Conselho Monetário Nacional grande poder em assuntos de política cambial.

“Art. 4º - *Compete privativamente ao Conselho Monetário Nacional:*

V – fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive compra e venda de ouro e quaisquer outras operações em moeda estrangeira.

XXXI – baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive sucaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.”

¹¹ Com o MCTF houve grande elevação do limite de dólares que o turista podia levar do Brasil. Daí, o motivo do MCTF ser chamado de mercado do dólar turismo.

compradoras, foram os seguintes: trazer de volta divisas de nacionais que foram expatriadas na crise cambial recorrente dos anos 80; trazer do mercado paralelo a maior parte possível das suas transações financeiras e dos seus dólares.

A criação do Mercado Cambial de Taxas Flutuantes, que ampliou notadamente a abertura das contas de capital do Balanço de Pagamentos Brasileiro, teve forte influência sobre a mudança de função das contas CC5.

Nesta época, virada dos anos 80 para os anos 90, várias instituições financeiras não-residentes passaram a abrir contas CC5 em bancos do sistema financeiro doméstico, para receber depósitos em moeda nacional dos agentes econômicos. Depois as instituições não-residentes providenciavam a conversão da moeda doméstica em divisas, via MCTF, e as remetiam para o estrangeiro. Assim efetuava-se uma expatriação de capitais do Brasil.

Ainda a partir de 1989, com a implantação do MCTF, vários cidadãos brasileiros passaram a registrar firmas financeiras nos Paraísos Fiscais, a fim de configurarem, no Brasil, agentes econômicos não-residentes, usuários da CC5. O objetivo dessas instituições foi, em primeiro lugar, adquirir cambiais à disposição no Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes para posterior remessa ao exterior.

A movimentação de capitais, sem restrições legais e sem regulamentação rígida, quer sobre a origem dos dólares vendidos no MCTF, quer sobre o destino das divisas via CC5, cresceu muito no período. De fato, a dificuldade de controle do BACEN sobre o MCTF e a CC5 continuou alta até o primeiro semestre de 1992, quando a Autoridade Monetária Nacional lançou a Carta Circular nº 2259, que buscava dar maior transparência às CC5 e “regulamentar” as ações das instituições financeiras não-residentes, acrescentando um novo subtítulo às contas CC5, para as instituições financeiras não residentes, com privilégios para elas, em relação aos outros agentes econômicos (pessoas físicas e pessoas jurídicas não-financeiras). De forma alguma a Circular nº 2259 veio mudar a característica liberalizante da CC5, preservando a alta a abertura da conta de Capitais do Brasil.

De acordo com o BACEN, com respeito à excessiva liberdade do MCTF e da CC5 para o envio de dólares para fora do país, a revista do Tribunal de Contas da União (v.32, n.89, jul./set. 2001) publicou:

Relativamente à fragilidades dos controles, o Banco Central salienta que, para fins de consolidação e viabilização do segmento flutuante (...) não faria sentido criar o novo segmento com as mesmas restrições e controles existentes no segmento oficial, tendo o acompanhamento das CC5 evoluindo de forma gradativa e de acordo com as necessidades surgidas ao longo do tempo..

Antes das normas do BACEN sobre o MCTF e a nova CC5, a política cambial pautava-se pela Lei nº 4131 de 1962. Essa lei ficou conhecida como Lei do Capital Estrangeiro e regulamentava o fluxo de capitais no país, impondo um controle sobre as divisas. Segundo FRANCO (2003), tal lei ainda se espelhava num tipo de economia *a la Bretton Woods*, não sendo apropriada para o tempo da economia globalizada. A reformulação da CC5 veio, segundo os *policy makers* neoliberais, com base na autorização que a legislação vigente dava ao CMN e ao BACEN para adaptar o Brasil aos novos tempos econômicos sem ferir nenhuma lei anterior.¹²

Mas seria bom voltar à Carta Circular 2259 de 20/02/92, a fim de aprofundar a análise. Seus objetivos eram: dar ao BACEN condições de identificar a origem e o destino dos recursos aplicados nas contas CC5; regulamentar a movimentação de recursos via instituições financeiras não-residentes. Por assim dizer, o BC deixou claro o direito das instituições financeiras não-residentes fazerem o envio de dólares para fora via CC5, o que elas já vinham fazendo na prática.

Com a Carta Circular 2259, que trouxe o subtítulo de Instituições Financeiras na conta de não-residentes, e com a Carta Circular 2677 de 10/04/96 (que será detalhada mais tarde) as contas de não-residentes ficaram classificadas segundo o esquema abaixo (Quadro 1):

QUADRO 01

Título: Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro – COSIF	
Capítulo: Elenco de Contas – 2	
Seção: Função e Funcionamento das Contas – 2	
Título: Depósitos de Domiciliados no Exterior	
Código	Classificação
4.1.1.6.0.00-2	Passivo Circulante – Depósitos – Depósitos à Vista
Subtítulos	
4.1.1.6.0.10-5	Contas Livres – provenientes de vendas de câmbio
4.1.1.6.0.20-8	Contas Livres de outras origens
4.1.1.6.0.30-1	Contas Livres de Instituições financeiras – Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes.

Fonte: Revista do Tribunal de Contas da União (2001).

¹² Há, porém, um debate jurídico sobre se as mudanças na CC5 e suas operações na prática não estariam levando o mercado financeiro a conseguir burlar a Lei nº 4131: a Lei do Capital Estrangeiro.

De acordo com o Regime Cambial Brasileiro: Evolução Recente e Perspectivas (1993, p.16-17), em relação às Contas Livres de Instituições Financeiras – MCTF, ficou definido através da Circular 2259 que:

A movimentação dessa conta não tem restrições e não se subordina às regras da Carta Circular nº 5. A regra hoje vigente quanto à movimentação de contas correntes em cruzeiros reais de não-residentes é:

I) Se o não-residente é uma pessoa física ou jurídica, mas não é instituição financeira, o saldo em cruzeiros reais de sua conta-corrente pode ser utilizado para comprar moeda estrangeira e remetê-la ao exterior se, e somente se, esse saldo em cruzeiros reais tiver resultado de moeda estrangeira antes vendida por ele a banco brasileiro.

II) Se o não-residente é uma instituição financeira, o saldo em cruzeiros reais de sua conta-corrente pode ser utilizado para comprar moeda estrangeira e remetê-la ao exterior, sem qualquer restrição.

Ou seja, pelas normas da Circular 2259, as instituições financeiras que tinham contas de não-residentes (CC5) podiam enviar dólares para o exterior sem qualquer restrição.

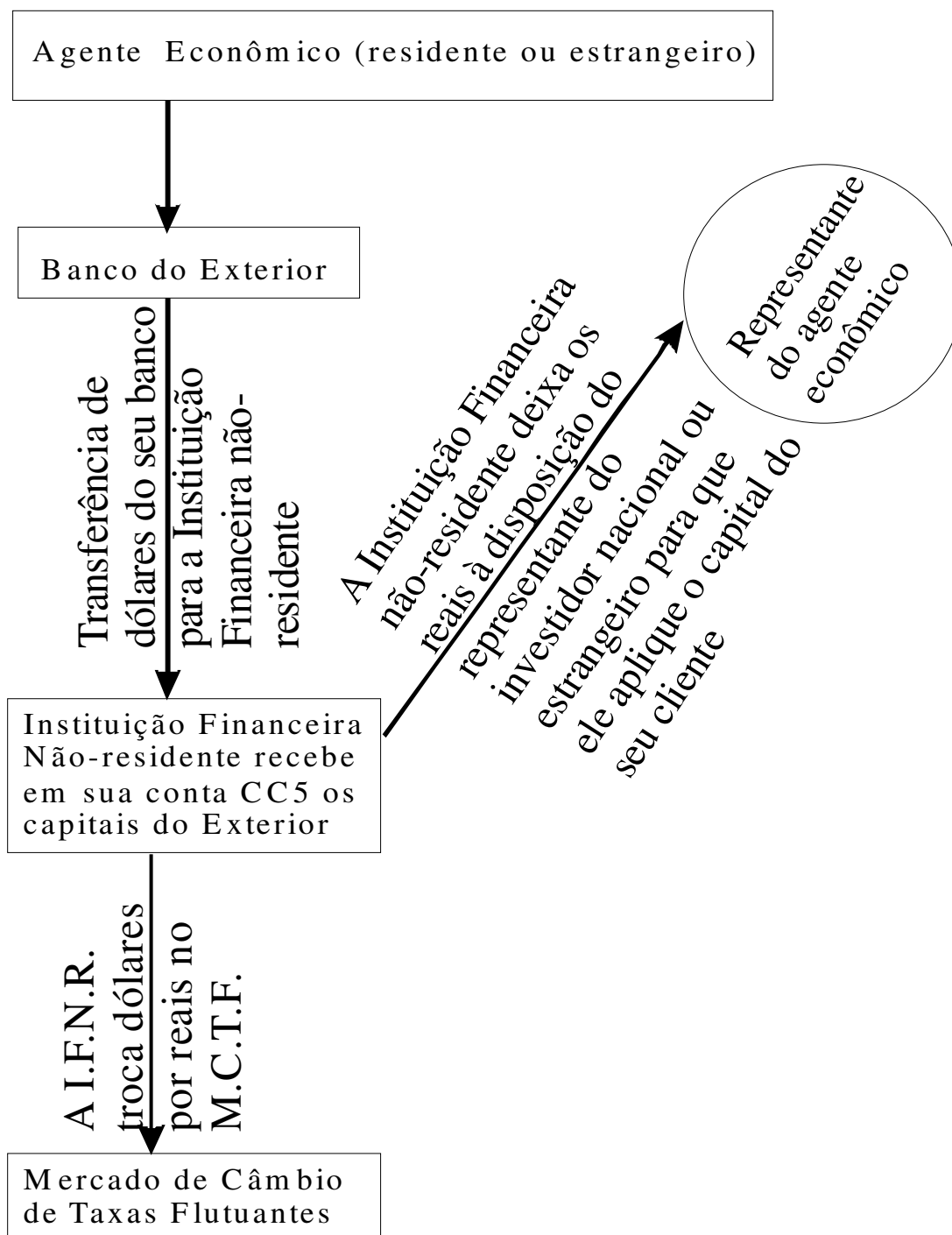
Segundo estudo do IBRADES (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento) / CBJP (Comissão Brasileira de Justiça e Paz) sobre a reação do mercado à Circular 2259, verifica-se que:

Num primeiro momento, o impacto foi pequeno. Os bancos, à época, pensaram que o Banco Central ia acompanhar tudo porque havia exigência de deixar tudo nominado, conforme os anexos à CC 2.259/92. Quando os bancos estrangeiros perceberam que o Banco Central se interessava em ingressar numa fase de ampla liberalização cambial, começaram a aceitar depósitos em moeda nacional e a mandá-los para o exterior. Essa primeira grande porta aberta ficou conhecida como “barriga de aluguel. (p.31)

Vê-se, pois, que o Banco Central utilizou seu poder nominativo para abrir as contas de Depósitos Domiciliados no Exterior – as contas CC5 – para modificá-las e para incluir nelas as ditas contas correntes tituladas por instituições financeiras. Foi assim que as contas CC5 se transformaram no mecanismo institucional-cambial para colocar em prática a estratégia do governo de atrair de volta os recursos nacionais que estavam no exterior e de atrair capitais externos para o país sempre através do direito das instituições financeiras fazerem a troca de moeda para, num primeiro momento, internalizar os dólares no país, e para depois, se fosse o caso, remeter os dólares dos investidores para o exterior, quando estes o quisessem. Considerava-se, enfim, que a grande facilidade para retirar recursos do Brasil era fundamental para atrair os fluxos de capitais para o país. O diagrama 1, mostra como um agente econômico (nacional ou estrangeiro) pode internalizar seus dólares na economia nacional.

DIAGRAMA 1

Entrada de capitais de agente econômico (residentes ou estrangeiro) via CC5



Fonte:

Elaboração Própria

Com as contas CC5 das instituições financeiras ficou muito fácil internalizar ou expatriar divisas. Basta que a pessoa física ou jurídica entre em contato com a instituição financeira não-residente e deposite recursos na Conta CC5 delas, para que elas façam o que seus clientes pedirem: se eles depositaram dólares na CC5, as instituições financeiras não-residentes providenciam reais para eles investirem no país; se os clientes das instituições financeiras não residentes depositaram reais nas contas CC5 delas, elas vão providenciar dólares para seus clientes e os enviarão para onde eles pedirem (geralmente, algum paraíso fiscal ou praça financeira global, como Nova York).

Com a reformulação da CC5, através da Carta Circular 2259, os agentes econômicos, residentes e não-residentes no Brasil, passaram a ter, oficialmente, uma liberdade de fazer remessas de capitais para o exterior que, antes, não fora jamais vista. Em pouco tempo, a CC5 tornou-se ainda mais utilizada pelo mercado financeiro e formou-se uma comunidade de interesses para protegê-las das críticas que passariam a ser feitas a partir daquele momento às contas CC5.

O Conselho Monetário Nacional, no tocante à fiscalização das contas CC5, em 26/07/92, lançou a Resolução 1946, que representou um avanço na busca de maior transparência no processo. Pelo art. 1º determinava-se a identificação dos agentes econômicos que pagaram ou receberam, em espécie, valores acima de U\$10 mil. Com tal medida buscava-se estender a identificação às pessoas que depositaram ou sacaram moeda doméstica em espécie nas contas CC5, identificação esta que, anteriormente, estava restringida às instituições financeiras que trabalhavam com cambiais e com a moeda nacional no MCTF. A identificação se dava por nome/razão social, endereço, CPF/CGC, origem e destino dos recursos.

Pelo art. 4º da Resolução 1946 ficou determinado que as transações financeiras de valores acima de 10 mil dólares teriam que ser objeto de declaração, através dos meios determinados pelo BACEN. Estas informações abasteceriam o SISBACEN, sistema computadorizado de informações do BACEN.

O art. 5º da Resolução 1946 foi muito importante para coibir transações em espécie que poderiam favorecer operações de contas fantasmas e de “laranjas”, já que regulamentou a saída de dinheiro do país, somente via operações interbancárias. A exceção ficou por conta das quantias inferiores a US\$10 mil e para o subtítulo 1 das contas CC5. Porém, um mês depois, o

art. 4º da Carta Circular 2307 de 27 de agosto de 1992 aboliu o referido art. 5º da Resolução 1946, configurando, assim, um retrocesso.

Depois veio a Carta Circular 2242 de 07/10/92, que dispunha o seguinte: ficava estabelecido que as entradas e remessas de capitais, pela CC5 no subtítulo instituições financeiras, ficavam reservadas para operações somente entre bancos no país e fora dele; para transferências acima de 10 mil dólares só se aceitaria ordem de pagamento, cheque administrativo, nominativo, não-endossável (não à ordem), ou documento de crédito (DOC-C), ficando proibido o uso de cheques simples; era responsabilidade do banco emissor do cheque destacar o tipo de operação pela CC5 e registrar a transação do SISBACEN; o banco depositário não poderia efetuar a operação CC5 se houvesse falha do banco emissor do cheque; era dever do interessado na operação mencionar a finalidade da operação¹³.

Em 1995 veio a Lei 9.096/95 (Lei do Real) que, em seu art. 65, realizou significativa alteração na legislação sobre a CC5. Tornou-se obrigatória à identificação dos agentes econômicos que transacionassem com as contas CC5 e as transações financeiras com cambiais num valor acima de 10 mil dólares só poderiam ser feitas via sistema bancário (exceto o subtítulo das contas de não-residentes, contas Livres – provenientes de vendas de câmbio, que eram regidas pelas normas da Carta Circular nº, 5 de 1969).

A Lei do Real trouxe duas importantes conseqüências: tornou clara a responsabilidade dos bancos no auxílio à fiscalização sobre as operações CC5; definiu o fechamento dos limites fronteiriços brasileiros para operações em espécie “de grande vulto”, como o comércio em Foz do Iguaçu¹⁴, onde os reais saíam do Paraguai (deixados pelos “sacoleiros” brasileiros) e vinham em carros fortes para o Brasil para serem depositados nas contas CC5 dos bancos paraguaios dentro de bancos brasileiros.

A Circular 2677/96, de 10/04/96, do BACEN, veio reforçar a Lei do Real nº 9.069/95. Ela foi até o final do Governo FHC o principal referencial jurídico que regia as contas de não-residentes.

¹³ Segundo a Revista do Tribunal de Contas da União (jul./set. 2001, v. 32, n. 89, p. 32):

O principal problema foi o Banco Central ter atribuído a responsabilidade do registro da operação no SISBACEN ao banco emissor do cheque e não ao depositário, que mantinha a conta CC5 da instituição financeira não-residente e que sabia para onde seria feita a remessa de divisas. (...)

¹⁴ Porém, pelo famoso jeitinho brasileiro, enquanto a Lei do Real não redundou na Circular 2.677/96 do Banco Central do Brasil, que traduziu a lei e a “regulamentou”, o comércio de Foz do Iguaçu continuou a movimentar altos valores em espécie.

O quadro 2, abaixo, resume a Circular 2677/96:

QUADRO 2

Quadro resumo da carta circular 2677/96

A) CADASTRAMENTO DE CONTAS CC5 NO SISBACEN

O Banco Central determinou aos bancos o encerramento de todas as contas CC5, visando um recadastramento no SISBACEN, a ser feito em 15 dias, que teve como resultado o cancelamento de boa parte delas, por não se adaptarem às novas exigências (art. 1º, 2º e 8º), que eram as seguintes:

- as contas CC5 deveriam passar a ser cadastradas pelo banco depositário no SISBACEN – PCAM 260, opção 1 (antes, as contas eram cadastradas no banco emissor do cheque e não precisavam de registro no SISBACEN);
- deveriam ser diferenciadas das contas correntes comuns, sendo obrigatório que os cheques acima de R\$10 mil contivessem no verso a identidade do depositante e beneficiário, identificação de origem e destino dos recursos, bem como a natureza do pagamento (no início do MCTF não era necessário, em 1992, o Banco Central passou a exigir a inclusão no SISBACEN dessas informações pelo banco emissor do cheque);
- só podiam ser abertas e movimentadas em bancos credenciados no MCTF (antes, podiam ser abertas em bancos que operavam apenas o Mercado de Câmbio de Taxas Livres – MCTL).

B) RESPONSABILIDADE DO CONTROLE DAS REMESSAS

As remessas ao exterior passaram a ser privativas do banco depositário no qual fosse mantida a conta CC5 (art. 6º, § 1º), centralizando o controle no responsável direto pelo gerenciamento das contas (antes, qualquer banco depositário do cheque podia realizar a operação de câmbio para fazer a remessa ao exterior, sendo do banco emissor a responsabilidade de registro no SISBACEN).

C) DEPÓSITOS E SAQUES EM CC5

Para as movimentações de valores superiores a R\$10 mil, as novas regras eliminaram a possibilidade de depósitos ou saques em espécie ou por instrumentos que pudessem favorecer o anonimato do depositante. Passariam a ser feitos da seguinte forma (art. 9º):

DEPÓSITOS

- a) transferência oriunda de conta corrente comum para a CC5 (ambas mantidas no mesmo banco);
- b) cheque de emissão do interessado (cruzado, nominativo ao banco ou ao titular da conta CC5, contendo no verso a destinação e natureza da transferência).

SAQUES

- a) transferência para conta corrente do beneficiário no país por ordem de crédito, DOC ou cheque (administrativo ou do titular da conta, nominativos/cruzados e contendo no verso a destinação e natureza da transferência).

D) BANCOS NÃO-RESIDENTES

Os bancos não-residentes sofreram restrições para abrir contas CC5 do terceiro subtítulo em bancos brasileiros (art. 5º) reservando o Banco Central o direito de somente admitir: a) os que demonstrassem relação habitual, expressiva e recíproca com o banco brasileiro; e b) os ligados por vínculos societários a bancos no Brasil (nacionais ou estrangeiros), inclusive agências de bancos brasileiros.

Fonte: *Revista do Tribunal de Contas da União*, p. 34, v. 32, n. 89. Brasília, jul./set. 2001

A Circular 2677/96 acabou revogando a Carta Circular nº5/69, porém, o nome CC5 continuou a ser vocabulário do mercado, designando as transferências internacionais de não-residentes. Com a Circular 2677/96, o Banco Central do Brasil conseguiu trazer para o SISBACEN os controles necessários para se fazer uma melhor fiscalização sem ficar dependente, apenas, de fiscalizações “*in loco*” sobre as CC5. Também com essa circular, tornou-se impossível os depósitos de altos valores em espécie.

Isso trouxe, porém, um sério problema para o Comércio de Foz do Iguaçu, no Paraná. Como os Bancos Paraguaio não podiam mais repatriar os reais do Comércio em Cidade do Leste (Paraguai), oriundos de Foz do Iguaçu (BR), para o Brasil, em carros fortes, para fazerem depósitos em espécie nas contas CC5 deles em Bancos Brasileiros, a aceitação de reais no Paraguai entrou em “colapso”. Os comerciantes paraguaio passaram a não aceitar os reais e passaram a exigir dólares. Já que os brasileiros tinham problemas para comprar os dólares de que necessitavam – porque havia limites – eles passaram a buscar cambiais no mercado paralelo. A pressão sobre o paralelo foi tão forte que o ágio, que era de 0,34% em 10 de abril, foi para 7% em 25 de abril, três dias após a Circular entrar em vigor.

O Banco Central do Brasil ficou preocupado. Um dos motivos alegados para a reforma da CC5 pelo MCTF foi tentar eliminar o mercado negro do Dólar. E eis que este, em pouco tempo, emergia. Para solucionar esse problema, o BACEN deu autorização para que alguns bancos brasileiros pudessem receber em espécie os altos valores do comércio de Foz do Iguaçu – Cidade do Leste. Os bancos autorizados foram: Banco do Brasil, Banco Araucária, BEMGE (Banco do Estado de Minas Gerais), Banco Real e Banco do Estado do Paraná. De fato, a medida surtiu o efeito desejado e os bancos paraguaio puderam voltar a depositar altos valores em espécie no Brasil, em suas CC5. Assim, os reais voltaram a ser aceitos no Paraguai e o paralelo recaiu fortemente.

Em resumo, pode-se conceituar as atuais contas CC5 como contas de instituições financeiras estrangeiras em bancos do sistema financeiro nacional. Através dessas contas as ditas instituições financeiras estrangeiras podem trazer ou enviar divisas a qualquer momento. Para que sejam enviados recursos ao exterior, basta que haja reais nas contas das instituições financeiras não-residentes (as CC5). O simples depósito de reais nestas contas já é entendido como uma operação de transferência internacional de reais, ainda que seja em dólares o volume de moeda que será retirado do país. Não importa! Para o Banco Central do Brasil, o simples depósito de

reais nas contas CC5 já indica um movimento de câmbio, ainda que a efetiva troca por dólares e seu envio para o exterior demore alguns dias ou até maior período de tempo.

Segundo Prates (1998, p.28):

Em 1994 as contas de não-residentes passaram a ser utilizadas como o canal de ingresso dos fluxos de 'hot money' no país, destinados a aplicações em renda fixa, diante das desvantagens apresentadas pelos fundos de renda fixa capital estrangeiro, como requisitos de composição (no mínimo 60% dos recursos devem ser aplicados em títulos públicos) e incidência de 10% no momento de ingresso no país. Essas transações são efetuadas mediante a subconta – contas Livres de Instituições Financeiras – Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes, por meio da qual as instituições credenciadas pelo Banco Central podem negociar moeda estrangeira em quantidade ilimitada mediante a transferência internacional de reais.

A possibilidade dos bancos nacionais enviarem dólares para o exterior via CC5 das instituições financeiras não-residentes permitiu a retenção de ativos externos para eles. De acordo com Souza (1993), redundou disto – mecanismo CC5 – a criação da demanda de dólares no mercado oficial para se: fazer *hedge* quando preciso, com a moeda forte no exterior, possibilitando também movimentos especulativos; estruturar uma estratégia de manutenção de ativos em moeda forte por parte dos bancos brasileiros.

O investimento estrangeiro que entrou na economia brasileira pela CC5 teve um caráter mais volátil do que as aplicações de investimentos externos de portfólio cursados pelo mercado de câmbio comercial. Entre outubro e dezembro de 1997, no auge da crise Asiática, as remessas de dólares pelo mercado flutuante, essencialmente feitas pelas contas CC5, foram responsáveis por 85% das saídas de divisas do Banco Central, quase US\$11 bilhões.

De fato, a CC5 tornou-se, em momentos de crise de confiança na economia brasileira, um forte canal de pressão sobre as reservas do Banco Central e a taxa de câmbio brasileira. Em outubro de 2002, diante das eleições para presidente, a saída de divisas alcançou um patamar muito elevado: US\$1,725 bilhões, sendo o normal, de acordo com o Banco Central, chegando a por volta de US\$300 milhões de dólares mensais.

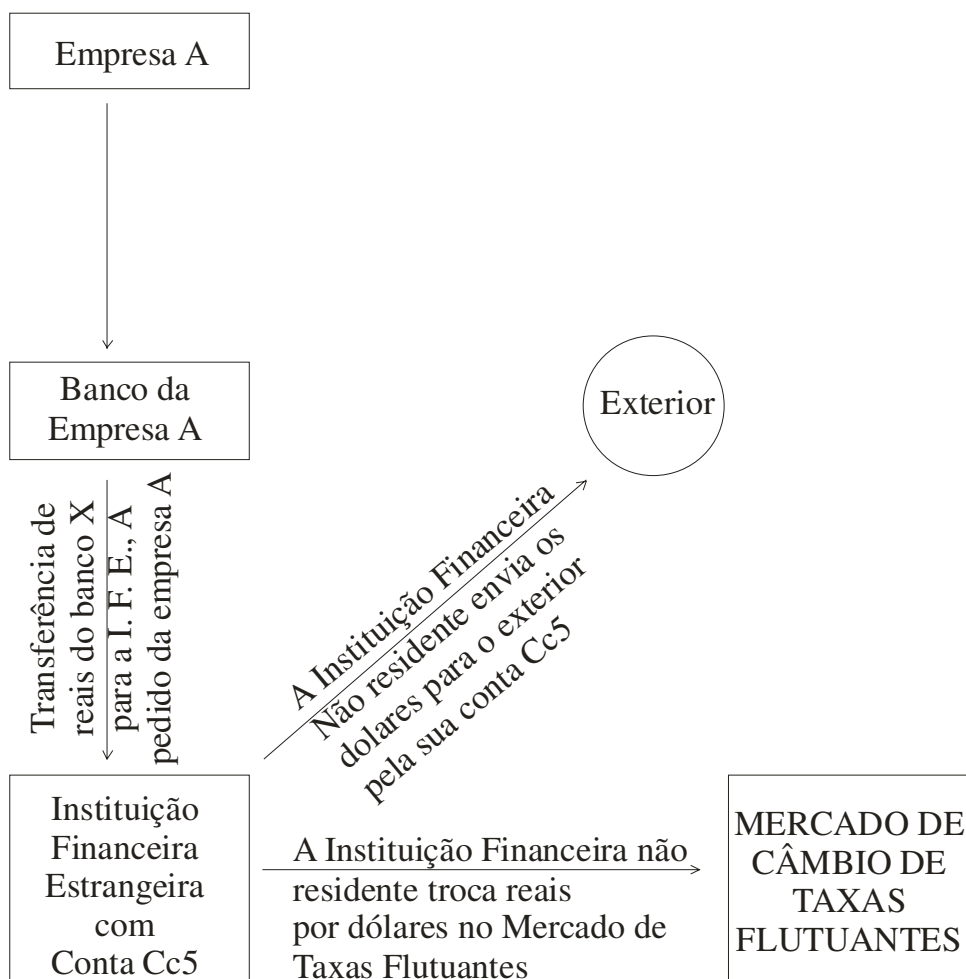
No ano de 2002, as saídas de recursos pela CC5 chegaram a US\$9,107 bilhões.

Posteriormente, no capítulo IV, a dissertação tratará da relação entre CC5, remessas de cambiais para fora do país, BP e políticas keynesianas.

Segundo Simões (2000), os estudos feitos sobre as remessas de divisas via contas CC5 estimam em US\$124 bilhões a saída de cambiais pela CC5, desde 1992.

O diagrama 2 ilustra a operação de remessa de divisas pela CC5.

DIAGRAMA 2
Remessas de divisas pela CC5



Fonte: Elaboração Própria

A justificativa para tamanha facilidade de se remeter dólares para o exterior, como já foi dito, está na idéia de que para se conseguir trazer de volta os capitais nacionais expatriados era necessário que eles tivessem um aparato institucional liberal que garantisse ao mesmo o direito de retornarem ao exterior assim que bem quisessem, sem necessidade de pedidos de transferência de divisas para o Banco Central. E neste aspecto a CC5 veio desempenhar bem este papel institucional de canal de envio de divisas de capitais para o exterior.

Sobre a questão da mobilidade de capitais no Balanço de Pagamentos brasileiro ter aumentado e sobre a questão da maior oferta de divisas graças à CC5, para Gonçalves (1998, p.139):

a oferta de divisas ampliou-se também através do chamado mecanismo da CC5, que foi ampliado no sentido de permitir não-residentes (instituição financeira, pessoa jurídica ou pessoa física) operar na compra e venda de divisas no Brasil. Na realidade, este mecanismo envolveu um significativo aumento do grau de mobilidade de capital entre o país e o exterior (...) Dessa forma, criou-se um mecanismo de estímulo à repatriação de capital.

3.2 – Mais considerações e dados sobre a CC5

No período compreendido entre 1991 e 1998 (anos de investigações sobre evasão ilegal de divisas pela CC5 em Foz do Iguaçu), o fluxo de divisas pelas contas de não-residentes (CC5) com o exterior registrou US\$42 bilhões de entrada e US\$126 bilhões de saídas resultando num déficit cambial de US\$83 bilhões.

Como já foi dito, a CC5 representa um alto grau de abertura da conta de capitais do Balanço de Pagamentos Brasileiro, o que facilita enormemente fugas de capitais para contestar políticas econômicas keynesianas de pleno emprego (com redução dos juros internos). Ora, um dos célebres argumentos do staff neoliberal pró-CC5 era de que essa conta serviria para trazer recursos para o País, pois demonstrava um alto grau de adesão do Brasil aos novos princípios do FMI de favorecer o máximo possível a liberdade dos fluxos de capitais. Diante da CC5, haveria uma grande entrada de recursos, que compensariam, até numa hipótese mais pessimista, uma saída relativamente grande de recursos. Mas o que os dados mostraram é bem diferente: entre 1991 e 1998 o Balanço de Pagamentos Brasileiro teve, via conta CC5, uma sangria de US\$83 bilhões. O Brasil ficou “no pior dos mundos”: sem os recursos esperados (com déficit de US\$83 bilhões) e com um alto grau de liberdade na conta de capitais, capaz de gerar fugas de capitais para promover sanções dos mercados financeiros e de capitais às políticas fiscais e monetárias expansionistas para buscar atingir o pleno emprego dos recursos econômicos de forma Keynesiana.

De fato, segundo a Revista do Tribunal de Contas da União (2001):

O sistema de registro de capitais estrangeiros no Banco Central apresenta vários pontos ou modalidades de ingresso, sendo que os recursos podem não utilizar o mesmo caminho de entrada para sair, constituindo a CC5 um meio mais utilizado como porta de saída que de entrada.

A tabela 08 abaixo mostra o fluxo cambial da CC5 entre 1991 e 1998.

TABELA 08

Fluxo cambial da CC5 entre 1991 a 1998: Operações com Instituições no Exterior

	Ingressos	Saídas	Saldo
1991	4.163,5	9.999,4	(5.735,9)
1992	2.791,5	8.389,3	(5.597,8)
1993	8.573,6	14.902,4	(6.328,8)
1994	8.140,3	13.314,2	(5.173,9)
1995	15.659,3	19.707,4	(4.048,1)
1996	247,1	13.284,9	(13.037,8)
1997	638,8	21.536,5	(20.897,7)
1998*	2.110,9	25.283,1	(23.172,2)
Total	42.425,0	126.417,2	(83.992,2)

* Até 27/11/98

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001)

A tabela 08 mostra alguns dados muito interessantes: em todo o período, a conta CC5 apresenta saldo negativo; o saldo negativo piora muito nos anos de 1996 a 1998.

A explicação para o fato da CC5 apresentar sempre saldos negativos pode ser retirada do estudo da Revista do Tribunal de Contas da União 2001, em que fica comprovado que as contas CC5 são o meio mais utilizado para as saídas de capital. Os capitais entram mais por outra porta, por exemplo, pelo mercado de câmbio de taxas livres¹⁵, e gostam mais de sair pela CC5, por causa da já estudada facilidade para se remeter capitais para fora pela CC5.

O aumento do déficit da conta CC5 no período de 1996 a 1998 se explica porque houve nesse período uma piora dos fundamentos da economia¹⁶, como alto déficit na Balança de Transações Correntes, além de ter ocorrido nesse período os efeitos contágios sobre a economia brasileira advindos da Crise Asiática de 1997 e da Crise Russa de 1998. Como consequência, há uma forte queda nas entradas de capitais pela CC5, enquanto em 1997 e 1998 ocorreram fugas de capitais pela CC5, levando então ao aumento do déficit da conta CC5.

¹⁵ Ex.: Entrada através de bônus e notas *commercial papers*, título de dívida externa brasileira.

¹⁶ Cresce a razão dívida externa/PIB e a razão dívida bruta/reservas Internacionais.

A tabela 09 mostra o fluxo pela CC5 por número de operações e faixa de valores.

TABELA 09
Fluxo pela CC5 por número de operações por tipo e faixa de valores

Ano	Abaixo US\$ 10 mil		De US\$ 10 a US\$ 500 mil		De US\$ 500 a US\$ 1 milhão		Acima de US\$ 1 milhão		Total US\$	
	Ingresso	Saída	Ingresso	Saída	Ingresso	Saída	Ingresso	Saída	Ingresso	Saída
1992	459	536	1.101	1.218	123	148	279	299	1.962	2.201
1993	474	427	4.061	4.750	476	747	890	1.454	5.901	7.378
1994	540	413	4.677	3.835	592	492	1.321	1.130	7.130	5.870
1995	363	533	7.013	7.171	1.239	1.193	3.900	3.845	12.515	12.762
1996	175	442	6.707	13.221	970	1.869	3.169	3.569	11.021	19.101
1997	1.579	13.590	12.942	27.758	1.436	2.417	3.571	4.348	19.528	48.113
1998*	414	567	13.533	18.733	1.485	2.252	4.213	3.835	19.645	25.387
Total	4.004	16.528	26.499	46.521	5.083	6.059	8.961	8.492	39.212	73.547

* até 27/11/98

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001)

Pode-se notar que no total há um certo equilíbrio entre os ingressos e saídas até 1995. A partir de 1996, as saídas se tornam maiores que as entradas, o que determina no saldo final um número de operações de saída no valor de US\$73,547, enquanto as operações de entrada ficam com US\$392,12 operações. De 1996 a 1998, como já dito, foi o período da piora nos fundamentos da economia brasileira e das crises Asiática e Russa.

A importância do quadro está em fornecer uma desagregação segundo o porte dos aplicadores: pequenos investidores (abaixo de US\$10 mil), médios investidores (de US\$10 mil a US\$500 mil) e grandes investidores (acima de US\$ 500 mil). Observa-se que a quantidade de transações financeiras superior a US\$500 mil é bem elevada, faixa onde se abrigam os negócios dos grandes investidores.

A tabela 10 mostra o crescimento do número de contas CC5. Sua importância reside em mostrar o crescimento de cada tipo de conta CC5 (pessoa física, pessoa jurídica e instituições financeiras) ao longo dos anos.

TABELA 10
Evolução anual do número de contas CC5

Ano	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	Instituições financeiras	Total
1992	143	107	34	284
1993	252	89	30	371
1994	662	159	32	853
1995	757	260	55	1.072
1996	960	387	142	1.489
1997	2.024	1.043	149	3.396
1998*	3.068	1.263	205	4.536

* Até 27/11/98

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001)

Verifica-se que o número de contas CC5 cresceu velozmente. Segundo Tribunal de Contas da União (2001), o fluxo ocorre intensamente nas contas de instituições financeiras não-residentes que atingiram 205 em 1998. O crescimento deste tipo de contas foi impressionante: mais de 500%. A forte liberalização financeiro-cambial dos anos 90 elevou continuamente a demanda dos investidores financeiros pelos serviços das contas CC5 das instituições financeiras não-residentes. Isto explica por que as contas CC5 das instituições financeiras não-residentes cresceram tanto.

A tabela 11 mostra o número de operações realizadas.

TABELA 11
Número de operações realizadas

Ano	Número de operações (ingressos + saídas)
1992	4.163
1993	13.279
1994	13.000
1995	25.277
1996	30.122
1997	67.641
1998*	45.032
Total	198.514

* Até 27/11/98

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001)

A importância do quadro reside em mostrar que o mercado financeiro se ajustou muito bem à liberalização cambial da CC5, pois houve um crescimento explosivo do número de operações (ingressos + saídas). Em apenas sete anos, o mercado financeiro realizou quase 200 mil operações. A magnitude destes números mostra a atual importância da CC5 para os negócios dos investidores financeiros nacionais e estrangeiros. Veja a tabela 12:

TABELA 12
Valor Médio das Operações

ANO	VALOR MÉDIO DAS OPERAÇÕES (OPERAÇÕES REALIZADAS / TOTAL DE CONTAS CC5)
1992	14,66
1993	35,79
1994	15,24
1995	23,58
1996	20,23
1997	19,92
1998	9,93

Fonte: Elaboração própria

A tabela 12 mostra a evolução do valor médio das operações. O crescimento do valor médio das operações em 1993 deve estar ligado à reformulação da CC5 no referido ano, quando a conta CC5 das instituições financeiras foi desmembrada da conta de pessoas jurídicas. Com essa nova conta CC5 de instituições financeiras, ao contrário das outras contas CC5, as instituições financeiras poderiam remeter dólares para o exterior que não tivessem trazido antes. E mais, elas poderiam remeter para fora do País recursos de terceiros.

A tabela 13 mostra a movimentação em contas CC5 por subtítulo, a saber:

- 1 – Pessoas físicas
- 2 – Pessoas jurídicas
- 3 – Instituições financeiras não-residentes.

TABELA 13
Movimentação em contas CC5 por subtítulo em R\$ mil

1997 Operações em reais					1997 Operações de câmbio		
Sub-título	Depósito	Saques	Diferença	%	Ingressos	Saídas	Diferença
1	59.718	27.958	31.361	0,1	5.093	27.478	(22.386)
2	7.672.883	3.111.035	4.559.277	26,2	6.829	213.401	(206.572)
3	22.235.643	4.801.614	17.434.029	39,2	669.192	23.326.881	(22.657.693)
Total	29.968.173	7.942.606	22.025.567	100	681.114	23.567.762	(22.886.649)

1998* Operações em reais					1998* Operações de câmbio		
Sub-título	Depósitos	Saques	Diferença	%	Ingressos	Saídas	Diferença
1	188.019	156.796	31.223	0,1	37	21.402	(21.375)
2	5.404.625	3.402.158	2.002.516	8,1	124.054	86.274	87.780
3	27.496.033	5.284.987	22.211.046	91,6	2.357.029	29.131.206	(26.774.177)
Total	33.088.227	8.843.942	24.244.785	100	2.481.111	29.238.882	(26.757.773)

* Até 27/11/98

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001).

A importância da tabela acima, reside em demonstrar que a esmagadora maioria de transações se dá pelo subtítulo 3, das contas de não-residentes (as instituições financeiras não-residentes). Como somente pelas contas CC5 das instituições financeiras não-residentes se pode mandar divisas para fora, que antes não foram trazidas para o Brasil e como somente por tais contas se pode remeter recursos para fora do País, que são propriedade de terceiros, os movimentos especulativos somente acontecem pela conta CC5 das instituições financeiras não-residentes. Daí o fato delas serem a grande parte da movimentação das contas CC5.

As tabelas 14 e 15 referem-se à movimentação em contas CC5 por natureza.

TABELA 14
1997: Movimentação em contas CC5 por natureza – em R\$ mil

Código	Natureza	Depósitos	Saques	Diferença	%
63102	CECP – Mov. No país em contas domiciliados no exterior	10.923.043	3.486.849	7.436.193	42,7
55000	Cap Brasileiros a curto prazo – disponibilidades	3.146.187	26.266	3.119.921	17,9
65007	Cap bras longo prazo – emprést resid exterior	1.213.829	145.071	1.068.757	6,1
55505	Cap bras curto prazo – empréstimo resid no exterior	526.312	10.682	515.630	3,0
68200	Cap bras longo prazo – inv. dir. externo. em subsidiárias	850.198	8.486	841.712	4,8
70016	Cap estrang longo prazo – emprést resid brasileiros	777.378	303.207	474.171	2,7
68303	Cap bras longo prazo – inv. dir. ext. – em parti	39.972	1.669	38.302	0,2
63009	Cap estrag curto prazo – disponibilidades	1.099.164	256.304	842.860	4,8
60507	Cap esgtrag a curto prazo – emprést resid br	681.567	96.216	585.351	3,4
65856	Cap brasileiros longo prazo-tit móbil estrang-bônus	114.724	53.130	61.954	0,4
	Outras naturezas	2.863.271	413.733	2.449.537	14,1
	Total	22.235.643	4.801.614	17.434.029	100

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001).

TABELA 15**1998– Movimentação em contas CC5 por natureza – em R\$ mil**

Código	Natureza	Depósitos	Saques	Diferença	%
63102	CECP – Mov. No país em contas domiciliados no exterior	9.595.480	2.497.816	7.097.664	12,0
55000	Cap Brasileiros a curto prazo – disponibilidades	6.158.642	248.927	5.909.715	26,6
65007	Cap bras longo prazo – emprést resid exterior	4.204,817	145.423	4.059.394	18,3
55505	Cap bras curto prazo – empréstimo resid no exterior	2.960.474	68.188	2.892.286	13,0
68200	Cap bras longo prazo – inv. dir. ext. em subsidiárias	1.326.401	27.785	1.298.617	5,8
70016	Cap estrang longo prazo – emprést resid brasileiros	453.564	163.794	289.770	1,3
68303	Cap brasileiros longo prazo – inv. dir. ext. – em parti	445.442	5.841	439.601	2,0
63009	Cap estrang curto prazo – disponibilidades	420.753	343.438	77.315	0,3
60507	Cap estrang a curto prazo – emprést resid br	342.997	164.948	178.049	0,8
65856	Cap br l prazo-tít móbil estrang bônus	220.537	922	219.615	1,0
	Outras naturezas	1.366.926	1.617.905	(250.979)	-1,1
	Total	27.496.033	5.284.987	22.211.046	100

* Até 27/11/98

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001).

A importância dessas tabelas está em mostrar quais tipos de natureza de operações utilizam mais as contas CC5 (proporcionalmente). As duas primeiras naturezas 63.102 (capitais estrangeiros de curto prazo movimentados no país) e 55.000 (capitais brasileiros a curto prazo – disponibilidades) se destacam. A diferença entre os depósitos e saques referem-se a remessa líquida para o exterior antes de convertidos os recursos para dólares. O primeiro item refere-se às operações e remessas de dólares pelos investidores estrangeiros ou capitais especulativos internacionais. O segundo item refere-se à movimentação e remessa de recursos pelos residentes ou o capital nacional. Estes dois tipos de operações são os mais especulativos, e por isto predominam nas movimentações das contas CC5.

Segundo a Revista do Tribunal de Contas da União (2001):

As duas primeiras naturezas de maior movimentação, 63.102 e 55.000, são as que o banco não precisa manter dossiê (amparo documental) da operação, conforme já comentado (item 171). Juntas abrangem 60,5% dos depósitos em 1997 e 58,6% em 1998 (...).As naturezas seguintes no critério de representatividade tiveram como motivo declarado empréstimos e investimentos destinados a não-residentes.

A tabela 16 mostra as operações de câmbio por sede do banco titular de conta CC5.

TABELA 16
Operações de câmbio por sede do banco titular de conta CC5 (1997–1998)

Titular	Ingressos	Saídas	Saldo	%
Bahamas, Ilhas	665.447	21.825.176	(21.159.729)	38,8
Uruguai	497.775	14.072.927	(13.575.152)	24,9
Paraguai	12.409	12.378.412	(12.366.003)	22,7
Estados Unidos	436.658	4.276.566	(3.839.908)	7,0
Cayman, Ilhas	146.981	1.892.314	(1.745.334)	3,2
Porto Rico	17.399	1.726.445	(1.709.046)	3,1
Antilhas Holandesas	56.220	519.320	(463.109)	0,8
Reino Unido	0	269.507	(269.507)	0,5
Luxemburgo	46.679	227.062	(180.383)	0,3
Panamá	7.143	149.727	(142.584)	0,3
França	3.601	61.144	(57.542)	0,1
Japão	0	28.181	(28.181)	0,1
Antígua e Barbuda	0	8.625	(8.625)	0,0
Suíça	0	3.3463	(3.463)	0,0
Portugal	0	1.490	(1.490)	0,0
Alemanha	0	916	(916)	0,0
Bermudas	0	0	0	0,0
Hong Kong	0	0	0	0,0
Bolívia	0	0	0	0,0
Espanha	1.019.613	0	1.019.613	-1,9
Total	2.909.925	57.441.283	(54.531.358)	100

Fonte: *Tribunal de Contas da União* (2001).

A importância da tabela 16 está em mostrar de quais países vêm as instituições financeiras não-residentes que possuem contas CC5 no Brasil.

O destaque entre os países-sede das instituições financeiras não-residentes vai para os paraísos fiscais Bahamas, Uruguai e Paraguai, seguido pelos Estados Unidos, o maior centro financeiro internacional. Veja as tabelas 17 e 18.

TABELA 17
Transferências internacionais em reais

Cliente	1996		1997		1998	
	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. PARA O EXTERIOR
Pessoas Físicas	59.072.315,18	1.935.209.152,09	36.230.546,89	2.771.947.796,18	105.646.080,25	1.489.829.578,84
Setor Agrícola	3.442.852,28	18.950.038,13	3.852.829,83	25.844.454,53	7.960.000,29	38.760.416,71
Setor Industrial	176.452.860,07	1.373.409.213,53	201.888.581,59	1.082.185.441,78	359.765.759,83	3.603.400.516,07
Setor de Serviços	1.829.863.454,01	3.478.642.466,40	1.101.149.095,20	6.399.781.751,08	1.065.065.140,34	10.598.236.810,26
Outros Setores / Outras Empresas	152.497.144,94	11.648.695,81	57.696.522,31	20.438.836,33	27.932.455,62	35.118.845,55
Empresas	2.162.256.351,30	4.982.650.463,87	1.364.587.028,93	7.538.250.483,72	1.460.723.366,08	14.275.516.678,59
Bancos Comerciais	4.574.369.810,50	6.328.292.905,72	849.356.514,24	2.254.817.111,63	779.962.862,07	1.938.716.928,35
Bancos Múltiplos	8.784.632.885,67	12.187.600.270,98	4.052.000.556,87	8.425.563.018,42	5.075.188.216,96	9.154.703.406,08
Bancos de Investimentos	1.721.759.764,49	2.148.426.871,51	218.533.272,58	1.509.844.207,87	167.906.722,66	248.536.001,20
Caixas Econômicas	1.176.499,05	179.359,90	1.699.807,06	15.252.588,29	1.921.584,64	1.151.121,22
Cooperativas de Crédito	0,00	0,00	308.736,94	0,00	755871,55	0,00
Bancos de Desenv. Soc. de Crédito, Arrend. Mercantil	526.391.353,04	781.419.907,72	116.509.562,67	236.325.442,14	102.273.878,41	91.656.391,76
Fundos de Investimentos Globais	2.383.131.546,56	1.505.507.031,02	529.906.503,56	1.829.729.672,18	250.947.183,09	1.492.568.079,26
Outras Intermediações Financeiras	116.382.729,69	379.363.203,02	14.637.962,40	971.711.289,08	1.007.699,93	1.127.554.019,02
Seguradoras	1.410.578,61	3.957.594,20	1.364.257,49	2.339.530,24	1.874.681,07	1.415.199,96
Fundos de Pensão	35.784,24	14.176.286,83	4.153.472,82	66.447,83	1.513.406,02	214.263,93
Bolsa de Valores, Corret. de Tit e Val. Mob e ativ correlacionadas	803.920.942,28	741.939.442,29	443.455.869,13	2.435.597.948,60	1.153.813.989,70	1.679.064.037,74
Instituições Financeiras	18.913.212.892,13	24.320.862.879,19	6.272.926.515,93	17.672.247.256,99	7.537.166.101,10	15.735.579.448,52

Cliente	1999	1999	2000	2000	2001	2001	2002	2002
	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. DO EXTERIOR	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. DO EXTERIOR	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. DO EXTERIOR	DÉBITO TRANSF. PARA O EXTERIOR	CRÉDITO TRANSF. DO EXTERIOR
Pessoas Físicas	136.319.126,81	1.362.031.347,31	77.431.356,66	1.122.960.773,84	118.503.942,38	1.344.962.231,36	202.175.861,41	1.760.659.208,31
Setor Agrícola	4.043.946,56	6.615.681,12	10.514.479,27	20.678.230,34	7.919.299,73	564.534,31	2.932.277,54	1.087.126,81
Setor Industrial	943.572.277,93	1.936.939.740,55	591.494.480,95	2.513.740.316,30	547.460.846,99	3.114.196.889,84	573.841.139,96	4.758.039.769,19
Setor de Serviços	2.623.809.872,22	5.939.643.925,28	1.902.489.772,94	4.460.377.775,68	1.350.639.180,26	3.075.473.328,72	1.687.456.034,10	4.107.769.338,62
Outros Setores / Outras Empresas	10.983.612,26	58.459.976,54	8.840.594,68	15.504.394,58	7.735.173,93	7.301.200,80	11.466.936,65	16.028.669,32
Empresas	3.582.409.708,97	7.941.659.323,49	2.511.339.326,54	7.015.300.717,30	1.913.754.500,51	6.198.035.953,67	2.276.696.388,25	8.881.924.904,64
Bancos Comerciais	275.265.121,23	493.523.020,98	152.445.958,81	162.194.007,34	61.556.407,92	131.221.945,50	33.863.408,57	105.563.531,38
Bancos Múltiplos	693.201.914,05	3.194.361.450,72	441.837.300,34	1.153.412.259,68	464.619.787,64	870.493.250,61	158.944.262,10	862.722.802,63
Bancos de Investimentos	78.798.099,79	93.662.797,36	49.678.594,69	108.725.324,53	27.414.255,87	12.196.478,29	58.455.457,25	106.588.261,92
Caixas Econômicas	816.972,97	6.022.430,04	973.591,94	1.345.375,97	168.846,25	1.200.440,67	1.502.809,46	1.222.710,95
Cooperativas de Crédito	543.184,36	0,00	694.009,12	0,00	601.491,42	0,00	535.267,30	0,00
Bancos de Desenv. Soc. de Crédito, Arrend. Mercantil	15.916.524,01	479.257.930,85	19.748.321,41	195.646.495,42	38.409.684,05	6.439.964,72	9.096.104,37	16.844.790,00
Fundos de Investimentos Globais	50.646.217,07	32.679.303,54	32.086.591,63	32.425.474,59	6.789.893,14	44.823.448,18	3.813.480,39	39.185.786,89
Outras Intermediações Financeiras	17.624.919,82	537.805.348,63	129.069.457,38	71.674.634,32	90.682.776,09	22.215.200,61	1.613.458,39	8.931.870,82
Seguradoras	760.806,26	4.302.935,03	6.427.004,48	1.695.291,22	3.277.219,41	4.119.614,13	7.277.817,30	5.504.881,54
Fundos de Pensão	1.174.632,03	73.269,31	1.094.862,04	112.442,10	1.316.510,37	515.326,90	1.321.160,47	268.244,99
B.V, Corret. de Tit e Val. Mob e ativ correl	132.458.185,95	292.964.538,17	54.431.370,93	87.417.369,78	6.716.171,42	191.840.538,04	1.772.868,13	174.039.209,32
Instituições Financeiras	1.267.206.597,54	5.134.653.424,63	888.487.062,83	1.638.548.674,95	702.123.040,58	1.285.166.207,65	278.196.093,92	1.323.372.090,44

Fonte: Banco Central

TABELA 18
Valores equivalentes a US\$1,00
Resultado das transferências internacionais (Saldo das contas CC5)

CLIENTE	1996	1997	1998	1999	2000
	Transf. Intern. US\$	Transf. Intern. US\$	Transf. Intern. US\$	Transf. Intern. US\$	Transf. Intern. US\$
PESSOAS FÍSICAS	(\$1.876.136.836,91)	(\$2.735.717.249,33)	(\$1.384.183.498,59)	(\$1.225.712.220,50)	(\$1.045.529.417,18)
Setor Agrícola	(\$15.507.185,85)	(\$21.991.624,70)	(\$30.800.416,42)	(\$2.601.734,56)	(\$13.163.750,87)
Setor Industrial	(\$1.996.956.353,46)	(\$880.296.860,19)	(\$3.243.634.756,24)	(\$993.367.462,62)	(\$1.922.245.835,35)
Setor de Serviços	(\$1.648.779.012,39)	(\$6.298.632.655,88)	(\$9.533.171.669,96)	(\$3.315.834.053,06)	(\$2.559.888.002,74)
Outros setores/ Outras Empresas	\$140.848.499,13	\$37.257.685,98	(\$7.186.379,93)	(\$47.476.364,28)	(\$6.663.799,90)
EMPRESAS	(\$2.220.394.112,57)	(\$6.153.663.454,79)	(\$12.814.793.312,50)	(\$4.359.249.614,52)	(\$4.503.961.390,96)
Bancos Comerciais	(\$1.753.923.095,22)	(\$1.405.460.597,39)	(\$1.158.754.066,28)	(\$218.257.899,75)	(\$9.748.048,53)
Bancos Múltiplos	(\$3.402.967.385,33)	(\$4.363.562.461,55)	(\$4.079.515.189,12)	(\$501.159.236,67)	(\$711.574.959,34)
Bancos de Investimentos	(\$426.667.107,02)	(\$1.291.310.935,29)	(\$80.629.278,54)	(\$14.864.697,57)	(\$56.046.729,93)
Caixas Econômicas	\$997.139,15	(\$13.552.781,23)	\$770.463,42	(\$5.205.457,07)	(\$371.784,06)
Cooperativas de Crédito	\$0,00	\$308.736,91	\$755.871,55	\$543.184,36	\$694.009,12
Bcs de Desenv. Soc de Crédito, Arrend. Merc	(\$255.028.554,68)	(\$119.815.879,47)	\$10.617.486,65	(\$463.341.406,84)	\$201.825,99
Fundos de Investimentos Globais	\$877.624.515,54	(\$1.299.823.168,62)	(\$1.241.620.896,17)	\$17.966.913,53	\$19.661.117,04
Outras Intermediações Financeiras	(\$262.980.481,33)	(\$957.073.326,68)	(\$1.126.546.319,09)	(\$520.180.428,81)	\$57.394.823,06
Seguradoras	(\$2.547.015,59)	(\$975.273,05)	\$459.481,11	(\$3.542.128,77)	\$4.731.713,26
Fundos de Pensão	(\$14.140.502,59)	\$4.087.024,99	\$1.299.142,09	\$1.101.362,72	\$982.419,90
B.V, Corret de Tít. e Val Mob e Ativ Correlac	\$61.981.499,99	(\$1.992.142.079,47)	(\$525.250.048,04)	(\$160.506.352,22)	(\$32.985.998,85)
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	(\$5.397.650.987,10)	(\$11.399.320.741,10)	(\$8.198.413.347,40)	(\$3.867.446.827,09)	(\$750.061.612,12)

CLIENTE	2001	2002	Saldo Final 1996 a 2002
	Transf. Intern. US\$	Transf. Intern. US\$	Transf. Intern. US\$
PESSOAS FÍSICAS	(\$1.226.458.288,97)	(\$1.558.483.346,83)	(\$11.052.220.858,30)
Setor Agrícola	\$7.354.765,42	\$1.845.150,73	(\$74.864.796,25)
Setor Industrial	(\$2.566.736.042,85)	\$3.624.186.276,18	(\$7.179.051.034,52)
Setor de Serviços	(\$1.724.834.148,06)	(\$2.420.313.304,52)	(\$27.501.452.846,60)
Outros setores/ Outras Empresas	\$433.972,73	(\$3.561.732,67)	\$113.651.881,06
EMPRESAS	(\$4.284.281.453,16)	(\$6.605.228.516,39)	(\$40.941.571.855,00)

Continuação

Bancos Comerciais	(\$69.665.537,58)	(\$71.700.122,81)	(\$4.687.509.367,56)
Bancos Múltiplos	(\$405.813.462,97)	(\$703.778.540,33)	(\$14.168.371.235,30)
Bancos de Investimentos	\$15.217.757,58	(\$48.132.804,67)	(\$1.902.433.795,44)
Caixas Econômicas	(\$1.031.597,42)	\$280.098,51	(\$18.113.918,70)
Cooperativas de Crédito	\$601.491,42	\$535.267,30	\$3.438.560,66
Bancos de Desenv, Soc de Crédito, Arrend. Merc	\$31.969.719,33	(\$7.748.685,63)	(\$803.145.494,65)
Fundos de Investimentos Globais	(\$38.033.555,04)	(\$35.372.306,50)	(\$1.699.597.380,22)
Outras Intermediações Financeiras	\$68.467.575,48	(\$7.318.412,43)	(\$2.748.236.569,80)
Seguradoras	(\$842.394,72)	\$1.772.935,76	(\$942.682,00)
Fundos de Pensão	\$801.183,47	\$1.052.951,42	(\$7.816.454,00)
Bolsa de Valores, Corretoras de Tít. e Val Mob e Atividade Correlac	(\$185.124.366,62)	(\$172.266.341,20)	(\$3.006.293.686,41)
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	(\$583.043.167,07)	(\$1.045.175.996,52)	(\$31.241.412.678,40)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central

A importância dessas tabelas é que elas mostram um retrato da utilização da CC5 pelos diversos agentes econômicos.

As transferências de pessoas físicas são sempre relativamente elevadas, acima de US\$1 bilhão por ano.

O ano de 1997, marcado pela Crise Asiática, foi o período de maior transferência para o exterior, US\$2.735.717.249,33. O saldo final das transferências via CC5 de 1996-2002 é de mais de US\$11 bilhões.

As transferências das empresas vis a vis de pessoas físicas são mais altas, sempre acima de US\$2 bilhões. Os saldos negativos nas contas CC5 são maiores nos anos de 1997, 1998 e 2002, que correspondem respectivamente à Crise Asiática, à Crise Russa, que atingiu a economia brasileira levando à desvalorização do real, e à mudança do governo. As transferências das empresas têm dois tipos de caráter: especulativo, visando ganhos cambiais no caso de desvalorização do câmbio; para proteção, visando adiantar pagamentos de dívidas em dólares antes que a moeda doméstica pudesse ser desvalorizada. No período de 1996 – 2002, o montante de transferências de recursos via CC5 para o exterior foi de quase US\$41 bilhões.

As remessas de recursos próprios das Instituições Financeiras mostram-se elevadas o período de 1996-99. O saldo das transferências de recursos para o exterior cai muito a partir de 2000. A explicação para isso parece estar no fato de que o primeiro período abarca a vigência da âncora cambial e sua eliminação pelo ataque especulativo de 1999. Nessa fase de câmbio fixo, havia sempre os que apostavam na desvalorização da moeda e especulavam com isso –

principalmente após as crises Asiática (1997), Russa (1998) e Brasileira (1998-99) – remetendo grandes quantias para o exterior via CC5. Havia então nesse período um ambiente mais propício para o jogo especulativo dos agentes financeiros nacionais e estrangeiros. Em 1999, ano de fortes incertezas no câmbio por causa da desvalorização, ainda existia um bom ambiente para o jogo especulativo com os juros e a moeda nacional, por isto, o saldo negativo da CC5 é ainda alto. Posteriormente, no período de 2000-02, a vigência do regime de câmbio flexível com metas inflacionárias parece ter dado menos espaço à especulação e por isso as saídas pela CC5 foram menores. Resta dizer que o saldo final no período de 1996-2002 foi de mais de US\$31 bilhões em remessas.

Com relação ao ranking de remessas de divisas via CC5 por setores da economia, o primeiro lugar fica com o setor de serviços, que no período de 1996-2002 remeteu para o exterior US\$27.501.452.846,60. O setor industrial fica com o segundo lugar remetendo para o exterior US\$7.179.051.034,52. O setor agrícola, porém, remeteu relativamente poucos recursos para o exterior, ficando no terceiro lugar com remessas de 74.864.796,25.

Como no setor industrial e no setor de serviços há um peso bem maior do capital estrangeiro, parece que, por este motivo, houve maiores remessas de recursos pela CC5, através de remessas de lucros e dividendos.. O que foi dito não significa que o capital nacional não tenha feito também remessas de divisas pela CC5, pois os residentes também agem de modo com o cálculo capitalista visando maximizar os lucros gerais (produtivos e financeiros).

Seria interessante discorrer um pouco sobre este maior peso do capital estrangeiro nos setores industriais e de serviços; fenômeno que se intensificou nos anos 90, mais precisamente no período 1994-99. O aumento de participação de capital externo nesses setores do país se deve ao crescente fluxo de investimento direto estrangeiro para a economia brasileira. A tabela abaixo mostra o impressionante aumento do IDE para o Brasil.

TABELA 19
Fluxos de investimento direto estrangeiro na economia brasileira (US\$ milhões)

	1990-94*	1995	1996	1997	1998	1999
IDE ingresso	1.478	5.475	10.496	18.743	28.502	31.369
IDE retorno	344	1.163	520	1.660	2.609	1.401
IDE líquido	1.134	4.313	9.976	17.083	25.893	29.968
IDE Brasil/ IDE mundial	-	1,70%	2,90%	4,00%	4,5%	-
IDE Brasil / IDE países em desenvolvimento	-	5,20%	7,60%	10,70%	17,40%	-
IDE Brasil / IDE América Latina	-	17,00%	22,40%	27,20%	40,50%	-

* Média anual

Fonte: Laplane (2002)

Segundo Laplane (2002):

(...) a maior parte dos investimentos não foi destinada à formação de nova capacidade produtiva, mas sim a aquisição da capacidade produtiva já existente, fato que explica a FBCF / PIB ter se mantido estável, mesmo com o grande aumento de volume de IDE.

Tal aquisição de capacidade produtiva já existente, por parte dos capitais internacionais, concentrou-se na indústria e nos serviços.

Ainda segundo Laplane (2002):

Como resultado do aumento dos fluxos e das novas características do IDE na década de 1990, a participação das empresas estrangeiras na economia que historicamente sempre foi elevada, aumentou ainda mais (...) Embora tenha sido mais acentuado nos serviços (crescimento de 0 para 17,5% das vendas em 1997), a indústria de transformação continua sendo o setor em que as empresas estrangeiras detém parcela maior das vendas (61,5% em 1997).

Pelo que foi visto, verifica-se então que o fenômeno dos fluxos crescentes de IDE contribuiu muito mais para a desnacionalização da economia brasileira do que para a formação de nova capacidade de produção.

Veja, ainda, a tabela abaixo:

TABELA 20

Formação bruta de capital fixo e investimento direto estrangeiro como percentagem do PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
FBCF/PIB	15,5	15,1	14,0	14,4	15,3	16,6	16,5	17,9	17,4	17,2
IDE/PIB	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,6	1,3	2,1	3,4	5,4

* Dados preliminares até setembro

Fonte: Laplane (2002)

Entre os agentes financeiros, o destaque para remessas de divisas pela CC5 fica por conta dos Bancos Comerciais e Múltiplos. Suas remessas são maiores no período de 1996-98, que, como já foi dito, é o período no qual o ambiente era mais favorável para a especulação com o câmbio, em que havia: câmbio fixo; deterioração no Balanço de Transações Correntes; crise Asiática (1997), Russa (1998) e Brasileira (1998-99).

O saldo das remessas dos bancos comerciais e múltiplos no período de 1996-2002 foi de quase US\$19 bilhões.

Os Fundos de Investimentos Globais apresentam saldos positivos na Conta CC5 nos períodos de calmaria, mas mandam muitos recursos para fora durante os períodos turbulentos: sempre mais de US\$1,2 bilhões em 1997 (Crise Asiática), 1998 (Crise Russa, que levou o Brasil a desvalorizar o câmbio).

3.3 A importância da CC5 nos fluxos de capitais (1990 – 2002)

3.3.1 – O fluxo de capitais para o Brasil 1990-1993

A relação entre a política cambial brasileira e a trajetória dos movimentos de capitais no Balanço de Pagamentos brasileiro pode ser dividida, no período anterior ao Plano Real, em duas fases: de 1990 até 08/1991; de 09/1991 até a vigência do Plano Real em 1994. Neste primeiro momento, observa-se na economia brasileira uma alta instabilidade da taxa de câmbio, que era inclusive maior que a volatilidade da taxa de juros brasileira. Devido a esse fenômeno – relação entre volatilidade do câmbio e dos juros – surge um risco relativamente alto para os fluxos de capitais que buscassem fazer arbitragem entre a taxa de juros interna e externa, aproveitando as maiores taxas de juro doméstico em moeda nacional. A consequência disso foi que o influxo de capitais para a economia brasileira permaneceu baixo, ficando as reservas internacionais quase estagnadas no biênio 1990-1991.

A desvalorização cambial do governo Collor (3º trimestre de 1991), porém, viria a reverter a questão do baixo influxo de capitais. Segundo Pereira (2001, p.82):

Após a desvalorização cambial de setembro de 1991, o Banco Central modificou a operação do mercado de câmbio, passando a ajustar a taxa nominal de câmbio em uma trajetória muito próxima à de uma regra de paridade do poder de compra. Ao mesmo tempo, como historicamente no caso brasileiro, continuou a assegurar uma taxa de juros real positiva em moeda local, fato que naturalmente provocou um cupom em dólares positivo a partir do final de 1991, em função da nova regra seguida para a política cambial (...). O risco (...) foi significativamente reduzido (ver Pastore e Pinotti, 1999).

(...) Não por coincidência a partir de 1992 a conta de capitais começou a apresentar grandes superávits. (...) O resultado foi um crescimento contínuo das reservas internacionais. (...) Além da mencionada mudança (...) outro fator importantíssimo que contribuiu para elevar a absorção de capitais externos no período foi o movimento de liberalização do fluxo de capitais promovido a partir de 1991.

A tabela 21 mostra o resultado dos dois fatores – a nova regra da política cambial e a liberalização financeira. Observa-se um aumento das reservas do Banco Central do Brasil.

TABELA 21
Reservas internacionais conceito de liquidez * - US\$ Bilhões

1988	9,536
1989	9,679
1990	9,973
1991	9,406
1992	23,754
1993	32,211

* agrega, aos valores do conceito “caixa”, os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Fonte: AVELLAR (2001). *Apud*: Banco Central (1994)

Para Avellar (2001, p.50):

O entusiasmo dos banqueiros internacionais com a desregulamentação do mercado de capitais levada à prática em 1991 foi tão grande que não hesitaram em entrar no ‘novo mercado emergente’, a despeito do caos econômico, social e político em que tinha se convertido o governo de Collor. Para enfrentar a inflação galopante exigiram, porém, a indexação ao dólar dos títulos da dívida pública que serviam de lastro à articulação interna e externa da moeda brasileira .

Outro importante fenômeno econômico que contribuiu para a volta dos fluxos de capitais para o Brasil¹⁷ - fator externo – está ligado às mudanças nas finanças internacionais ocorridas nas décadas de 80/90: a Globalização Financeira. A chegada da Globalização Financeira ao Brasil, por sua vez, tem a ver, então, com o fenômeno econômico da forte recessão econômica que atingiu os países do G7 no início dos anos 90. Com essa crise econômico-financeira do final dos anos 80 e início da década de 90 houve forte deflação da riqueza mobiliária e imobiliária. Com a intenção de evitar a recessão, os governos do G7 resolveram adotar políticas monetárias expansionistas e taxas de juros reais baixas a fim de permitir a acomodação dos desequilíbrios financeiros das firmas, dos bancos e da classe média alta.

Com os principais mercados financeiros e de capitais do mundo oferecendo taxa de juros real reduzida e baixa lucratividade, os capitais internacionais voltaram sua atenção para os mercados financeiros da periferia que ofereciam boas oportunidades de ganhos: juros altos, câmbio estável e liberalização financeira e cambial. De fato, além da abertura cambial e das

¹⁷ E que também influenciou a volta dos fluxos de capitais para a América Latina.

medidas de liberalização financeira (especialmente o Anexo IV), deve-se ressaltar a importância da elevação da taxa de juros interna – *vis a vis* a relativamente baixa taxa de juros externa – para a atração de capitais internacionais.

A tabela 22 mostra as taxas de juros interna e externa. No ano de 1992, a razão taxa de juros interna / taxa de juros externa atinge o máximo: 10,95%.

TABELA 22
Brasil
Taxas de juros interna e externa

	1992	1993	1994	janeiro/92 a junho/94
<i>Taxa de juros externa</i>				
Média mensal	0,32	0,28	0,35	0,31
Anualizada	3,90	3,41	4,28	3,78
<i>Taxa de juros interna</i>				
Média mensal	3,01	1,52	2,34	2,28
Anualizada	42,74	19,84	31,99	31,06
<i>Diferencial de taxas de juro interna e externa</i>				
Média mensal	2,69	1,24	1,99	1,97
Anualizada	37,51	15,93	26,67	26,37
<i>Razão entre a taxa de juro interna e a externa</i>				
Anualizada	10,95	5,81	7,47	8,21

Fonte: GONÇALVES (1998)

Notas: A taxa de juros externa refere-se à *Libor*, dólar norte-americano, por seis meses; a taxa de juros interna refere-se à remuneração nominal dos títulos do Governo Federal, *overnight*, corrigida pela variação cambial.

Não é à toa que justamente a partir de 1992 as reservas nacionais assumem uma trajetória de crescimento até o 1º semestre de 1995. Observe o Gráfico 16:

GRÁFICO 16



Fonte: MIGUE (2001). *Apud*: BACEN (2002)

3.3.2 O fluxo de capitais para o Brasil 1994-2002

O período que se inicia com o Plano Real é caracterizado por grande liquidez de capitais e, também, por interrupções abruptas dos fluxos por época das crises financeiras internacionais. O retorno dos fluxos de capitais para o Brasil, além dos determinantes externos já citados, contou com os seguintes fatores: a abertura financeira (especialmente o Anexo IV) que possibilitou o acesso dos capitais externos ao mercado financeiro e de capitais brasileiro; a renegociação da dívida externa brasileira nos moldes do *Plano Brady*; a liberalização cambial (especialmente a CC5) que tornava ágil e seguro o retorno dos capitais para seus países de origem quando assim eles o quisessem; a Política do Real Forte, com câmbio fixo, juros altos e baixa inflação.

Antes de a dissertação aprofundar o exame sobre a questão cambial (CC5), convém um breve comentário sobre a renegociação da dívida externa.

Segundo Bruns (2000, p.26):

Um dos fatores que contribuíram para o retorno deste capital foi a renegociação da dívida externa nos moldes do 'Plano Brady', em 1993, após uma série de tentativas fracassadas. (...) No caso brasileiro, a reestruturação da dívida externa possibilitou delinear, a médio e longo prazos, um cenário de maior estabilidade nos relacionamentos com as instituições financeiras internacionais, favorecendo em grande parte o aporte de capitais privados, novos financiamentos bancários (em menor medida que o primeiro) e de organismos internacionais como o FMI e o Banco Mundial.

Um dos fatores de atração de capitais por parte de um país, notadamente dos capitais de curto prazo, é a agilidade com que esses capitais podem entrar e sair do país. As operações com as Contas CC5 que oficialmente são denominadas de Transferência Internacional em Reais (TIR) foram o instrumental brasileiro para ir de encontro a este anseio do grande capital internacional, por uma grande mobilidade na conta de capitais. Apesar da maioria das operações com TIR ter em vista garantir essa ampla mobilidade de capitais (entrada e saída de capitais do Brasil de maneira ágil e eficaz), nem sempre é preciso haver entrada ou saída de divisas do país de fato, ou seja, uma operação de câmbio por trás da TIR. Segundo Schwartzman (2004):

(...) Assim, um não-residente pode constituir disponibilidades no Brasil ordenando uma instituição financeira do exterior a transferir reais para sua conta corrente. Note-se que nem sempre há necessidade de uma operação de câmbio por trás da TIR: a instituição financeira pode cumprir esta ordem usando recursos já disponíveis no Brasil e mantendo a moeda estrangeira recebida do cliente. Mesmo no caso da constituição de disponibilidades no exterior, a remessa ou ingresso de moeda estrangeira depende do saldo dessas operações, pois há os que trazem e os que enviam recursos; o banco só precisará liquidar a diferença no mercado de câmbio.

Quando a dissertação for analisar os fluxos de capitais para o Brasil, dividindo-os em capital de portfólio, capital de empréstimo e capital de investimento direto estrangeiro, se fará uma análise de como a CC5 pode ser um estímulo para a entrada de cada um desses tipos de capitais no Brasil. Será mostrado como estes capitais podem utilizar a CC5 para a entrada e saída de divisas do país.

3.3.3 Capitais de curto prazo e empréstimos externos (1994 – 2002)

Alguns importantes fatores contribuíram para que o Brasil utilizasse muito o crédito externo na forma de empréstimos: diversificação das *securities*; forte estímulo ao capital estrangeiro para adquirir títulos públicos devido à baixa inflação e aos altos juros; política cambial favorável à captação de recursos devido a dois fatores: a liberdade de entrada e saída de capitais era bem ampla (Contas CC5); o câmbio fixo garantia segurança para o cálculo da rentabilidade das aplicações no Brasil.

Segundo Aurélio (1997, p.24):

A diversificação das ‘securities’ contribuiu para a consolidação dessa nova modalidade de financiamento, e é funcional ao estabelecimento de condições mais favoráveis de endividamento, em termos de prazos e ‘spreads’. Essa diversificação pode ser compreendida como crescente flexibilidade, em termos da moeda de denominação, dos prazos de captação, do delineamento de um sistema de garantias e da associação dos títulos com derivativos.

Para o captador de recursos, essa diversidade de *securities* com múltiplos formatos de títulos significou um maior potencial para que o tomador de recursos consiga os empréstimos a uma menor taxa de juros. Paralelamente, a diversificação de *securities* estimulou muito o mercado secundário destes títulos, levando os investidores estrangeiros a achá-los mais atraentes, aceitando um juro menor por saber que esses títulos estavam mais líquidos por causa do mercado secundário.

A questão da combinação entre juros nominais altos, baixa inflação e câmbio fixo também contribuiu para que o Brasil conseguisse captar grandes quantias de divisas no mercado financeiro e de capital internacional. Sobre a política cambial, além do câmbio fixo que garante maior previsibilidade sobre os ganhos financeiros dos capitais *hot money*,¹⁸ há a questão da CC5 e de sua importância para dar segurança aos capitais de curto prazo para eles investirem no Brasil.

Os capitais de curto prazo podem entrar e sair pela CC5, que, pelas suas características, é um ótimo instrumento para garantir ao capital externo a mobilidade ampla que este “exige” na atual fase da globalização financeira.

¹⁸ Por não haver a questão da flutuação da cotação do câmbio.

Para os capitais externos de curto prazo entrarem no Brasil pela CC5, basta que eles procurem uma instituição financeira não-residente que trabalhe no Brasil e que possua conta CC5 em um banco do sistema financeiro brasileiro. Os capitais de curto prazo são depositados na conta da instituição financeira não-residente e ela vai ao Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes obter moeda nacional contra os dólares vindos do exterior. Depois de adquirir os reais, a Instituição Financeira Não-Residente os repassa para os proprietários ou administradores dos capitais do *hot money*. Esses capitais, sob a forma de reais, irão então adquirir os títulos públicos no Brasil. A importância da CC5 não acaba aí. Nos momentos em que surgem no mercado desconfiças sobre a saúde do Balanço de Pagamentos do Brasil ou nos momentos em que as taxas de juros dos países ricos sobem, os capitais de curto prazo podem utilizar as contas CC5 para saírem do país. A saída dos capitais de *hot money* se dá da seguinte forma: os capitais de curto prazo não aceitam mais novos títulos para continuarem no país e entregam os papéis por moeda nacional. De posse da moeda nacional, buscam as instituições financeiras não-residentes e depositam seus reais na conta CC5 dessas instituições. As referidas instituições financeiras não residentes vão ao Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes e compram dólares com os reais depositados pelos capitalistas estrangeiros na conta CC5 das instituições financeiras não residentes. Depois de adquirirem os dólares, as instituições estrangeiras da CC5 enviam, sem precisar de autorização prévia do Banco Central, os dólares dos capitais de curto prazo para onde eles mandarem. Assim, dessa maneira, de modo ágil, sem controles de capitais e sem burocracia, os capitais externos de curto prazo deixam a economia brasileira.

Ainda sobre a atuação dos capitais de curto prazo, segundo Prates (1997, p.72):

Em 1995 e 1996, a captação bruta do FRFCE (Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro) foi de apenas US\$271 milhões e US\$12 milhões, respectivamente, o que está associado à queda expressiva da sua rentabilidade no período em função da queda do cupom cambial, como indica o gráfico abaixo, que não foi acompanhada por uma redução do IOF.

Observe o gráfico 17:

GRÁFICO 17

Evolução do cupom cambial



Fonte: PRATES (1997).

Ainda segundo Prates (1997, p.143):

Diante das desvantagens do FRFCE, a partir de 1994 as contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante tornaram-se o principal canal de ingresso dos fluxos de 'hot money', estimulados pela alta rentabilidade das aplicações internas (...) O IOF de 7% instituído em agosto de 1995, as restrições impostas pelo Bacen em abril e a redução das taxas de juros domésticas desestimularam as operações de arbitragem pelas contas de não-residentes, que passaram a registrar fluxos negativos a partir do segundo semestre de 1995.

A tabela 23 mostra o endividamento brasileiro com os capitais de curto prazo:

TABELA 23

Brasil: Passivo Externo Líquido, 1992-98
Saldos em fim de período (Em US\$ bilhões)

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Mar/98 ¹
1 – Passivo externo bruto	172,9	193,6	213,4	227,9	275,5	327,1	347,2
Dívida externa de médio e longo prazos	110,8	114,3	119,7	128,7	142,1	163,3	174,2
Dívida externa de curto prazo	25,1	31,5	28,6	30,5	37,8	36,7	38,3
Investimento estrangeiro direto	37,0	37,5	39,9	44,5	54,4	71,5	74,1
Investimento de portfólio ²	0,0	10,4	25,2	24,2	41,2	55,6	60,6
2 – Ativo externo	39,5	50,4	63,9	70,8	83,6	74,5	91,0
Reservas internacionais ³	23,3	31,7	38,5	51,5	60,1	51,7	68,1
Investimento brasileiro no exterior	3,7	3,8	4,1	4,3	4,2	5,8	6,0
Créditos brasileiros ao exterior	6,7	6,4	6,3	6,1	7,6	7,3	7,3
Haveres externos nos bancos comerciais	5,8	8,4	15,0	8,9	11,7	9,6	9,6
3 – Passivo externo líquido (PEL) = (1) – (2)	133,4	143,3	149,5	157,1	191,9	252,6	256,1
4 – PEL / Exportações de bens	3,7	3,7	3,4	3,4	4,0	4,8	4,7
1 / Dados preliminares							
2 / Inclui Anexos I a IV (Bolsas), Anexo V (ADR), Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro e Fundos de Privatização.							
3 / No conceito de balanço de pagamentos.							

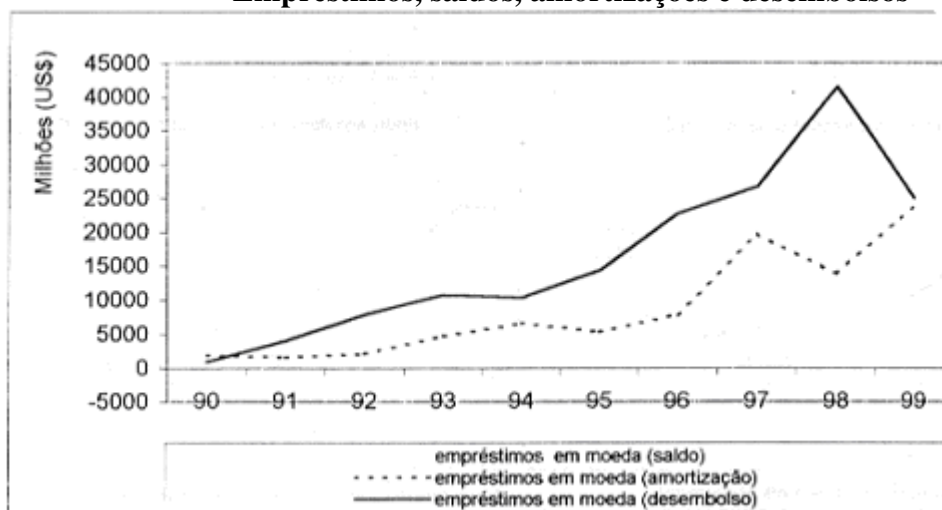
Fonte: BATISTA (1999). *Apud*: BACEN (1998) .

É importante ressaltar que as contas CC5 possibilitam a prática de operações de arbitragem sem haver a cobrança de IOF. Isso acontece, por exemplo, quando se realiza uma transação de conversão de cambiais (transação sobre a qual há cobrança de imposto) no exterior para fugir da cobrança de impostos. Nessa situação, um agente econômico não-residente no país faz a transferência de reais para a conta de outro não-residente e recebe um pagamento de cambiais no exterior.

Sobre os empréstimos de maneira geral, verifica-se que o seu saldo foi positivo em quase toda a década de noventa, como se pode ver pelo gráfico 18 abaixo:

GRÁFICO 18

Empréstimos, saldos, amortizações e desembolsos



Fonte:TONANI (2001).

Pode-se verificar que o saldo positivo – a diferença entre os desembolsos e as amortizações – não se deve à queda das amortizações, já que as mesmas são crescentes, mas sim ao forte crescimento dos desembolsos, o que caracteriza a volta dos capitais de empréstimo para o Brasil.

A tabela 19 descreve o comportamento dos principais instrumentos de captação externa. Verifica-se que no período de 1994 a 2000 os desembolsos tiveram um crescimento de quase 150%, enquanto as amortizações cresceram em quase 100%.

TABELA 24

Empréstimos externos em moeda – 1994 a 2000

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Desembolsos	10.417	14.425	22.637	26.720	42.648	25.316	25.063
Intercompanhias	632	1.133	1.578	3.062	6.339	3.480	5.866
<i>Commercial Paper</i>	351	607	653	315	647	1.646	950
Bônus	200	1.819	1.263	2.751	2.698	4.719	6.086
Bancos	203	1.427	565	2.434	5.801	2.735	5.982
Notes	6.928	8.593	17.242	15.591	24.602	11.323	5.485
Securitização	272	465	327	67	321	254	477
Demais	0	353	1.011	2.500	2.241	1.159	217
Amortizações pagas	6.704	5.312	7.896	19.599	14.622	24.343	13.638
Intercompanhias	454	401	355	494	1.219	1.994	2.551
<i>Commercial Paper</i>	956	769	323	570	443	645	789
Bônus	480	629	571	7.624	2.867	1.411	2.370
Bancos	2.934	1.455	3.640	2.569	2.705	4.860	3.552
Notes	1.748	1.904	2.491	6.622	3.868	12.704	3.824
Securitização	129	146	272	208	329	459	240
Demais	4	6	243	1.472	3.192	2.269	312
Total	3.713	9.113	14.741	7.161	28.026	973	11.425

Fonte: ANDRADE (2002) *Apud*: Banco do Brasil (2001)

Os títulos que mais contribuíram para a captação externa brasileira foram as notes, os empréstimos intercompanhias, os bônus e os empréstimos de bancos. Eles foram muito importantes para o Brasil, no tocante à sua participação no financiamento dos déficits de transações correntes do Balanço de Pagamentos do Brasil.

Os empréstimos intercompanhias estão ligados ao esforço produtivista da indústria multinacional instalada no Brasil diante do desafio da abertura comercial dos anos 90 com sobrevalorização cambial. A trajetória crescente dos bônus se dá a partir de 1994. Isso se deve à questão da renegociação da dívida externa em 1994 (*Plano Brady*), que transformou velhos empréstimos em bônus. Contudo, a captação via Bônus sofreria um revés nos anos de crise mundial, em 1997 com a Crise Asiática e em 1998 com a Crise Russa.

Os empréstimos bancários, apesar de mostrarem bons números no tocante à captação, carregam a herança do endividamento dos anos 70, o que se reflete em elevadas amortizações, geralmente maiores que os atuais empréstimos. Mas, em períodos de crise mundial, como a Crise

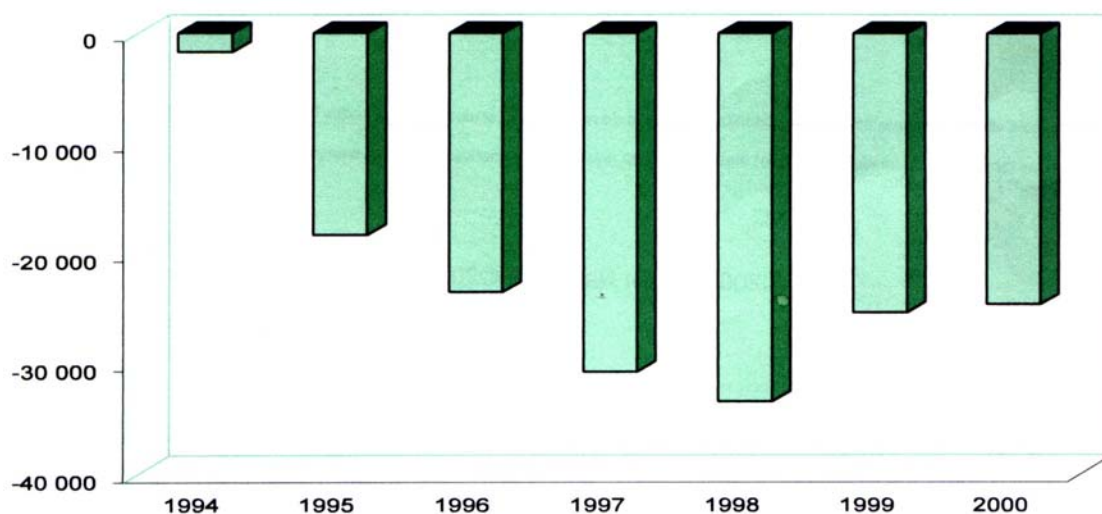
Asiática 1997 e a Crise Russa 1998, os empréstimos bancários são muito importantes para o financiamento das contas externas brasileiras, pois nesses períodos de turbulências internacionais, a aceitação de bônus pelo mercado de capitais internacional cai consideravelmente. É o aumento da aversão ao risco de se investir no Brasil, um mercado emergente.

3.3.4 Investimento estrangeiro direto e de portfólio (1994 – 2002)

Além dos empréstimos em moeda (inclusive capitais de curto prazo), o investimento estrangeiro direto e de portfólio tiveram grande importância para o financiamento do déficit de transações correntes do Balanço de Pagamentos brasileiro¹⁹. Os gráficos 18 e 19 mostram o desempenho da conta de transações correntes do Brasil (de 1994 a 2000) e a captação bruta de recursos externos pela economia brasileira (de 1994 a 2000).

GRÁFICO 19

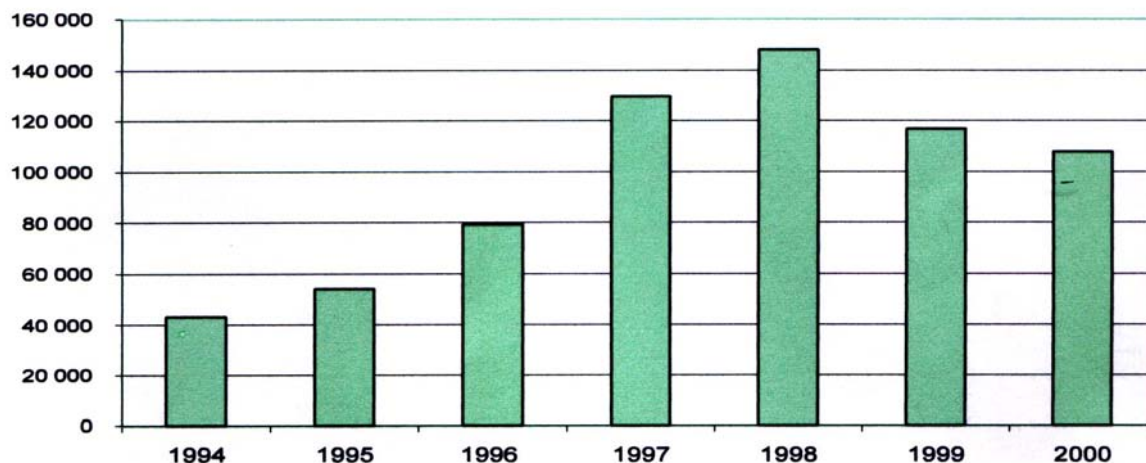
Saldo da Conta de Transações Correntes do Brasil - 1994 a 2000



Fonte: ANDRADE (2002). *Apud*: BACEN (2001)

¹⁹ Déficit advindo da enorme força da conjugação de grande abertura externa com sobrevalorização cambial.

GRÁFICO 20
Captação Bruta de Recursos Externos pela Economia Brasileira – 1991 a 2000



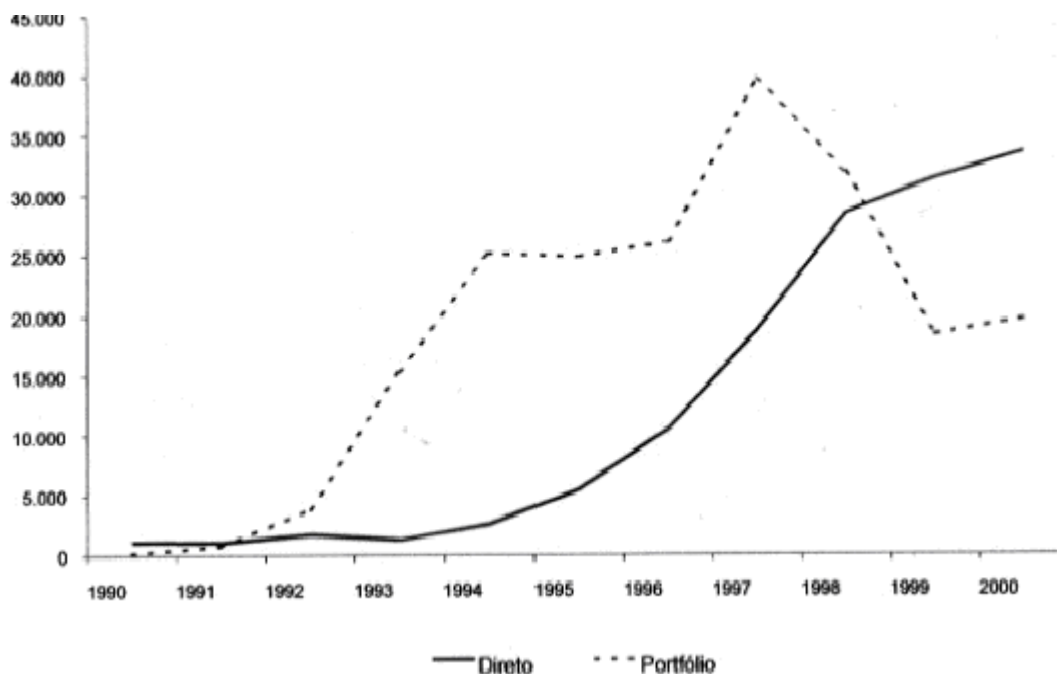
Fonte: ANDRADE (2002). *Apud*: BACEN (2001)

O crescimento da captação externa seguiu muito firme até 1998. Após a Crise Brasileira (1999-2000) há uma queda na captação de recursos. Contudo, tal queda não foi grande o suficiente para comprometer a saúde do Balanço de Pagamentos brasileiro. Segundo Andrade (2002, p.75):

Pode-se dizer que os investimentos diretos, ao Brasil, se destacaram frente aos demais itens, em primeiro lugar, por terem apresentado uma tendência mais definida e em segundo, por não terem apresentado reversões abruptas durante as crises financeiras internacionais. O influxo líquido de investimento externo direto passou de US\$2 bilhões em 1994, ano da implantação do plano de estabilização, para US\$18 bilhões em 1997, demonstrando um aumento de aproximadamente 700%. Os anos que se seguiram confirmaram a continuidade desse movimento e os ingressos de IED alcançaram 28,4 bilhões em 1998, US\$31 bilhões no ano de 1999 e US\$33 bilhões em 2000.

O gráfico 21 mostra a trajetória dos fluxos de IDE e de investimento de portfólio.

GRÁFICO 21
Entrada de investimento externo no Brasil



Fonte: ANDRADE (2002).

Segundo Garcia e Barcinski (1998 apud TONANI, 2001, p.46):

O fato de uma acentuada elevação nas entradas de recursos sob a forma de investimento estrangeiro direto a partir de 1996 se deve a dois principais fatores internos: o primeiro deles refere-se às receitas provenientes do processo de privatização, enquanto que o segundo está relacionado às mudanças ocorridas na lei que rege a remessa de lucros ao exterior.

Verifica-se pelo gráfico que os capitais externos de portfólio, até o ano de 1998, superaram em volume os capitais de investimento direto. Contudo, tais capitais estrangeiros de portfólio tiveram uma trajetória durante os anos 90 bem mais irregular que a trajetória do investimento direto estrangeiro. Nos períodos das grandes crises mundiais ocorreram fortes quedas nos capitais externos de portfólio, mostrando serem os mesmos instáveis e muito dependentes do panorama financeiro internacional.

De volta à análise do investimento direto estrangeiro, vê-se na tabela abaixo a participação do investimento direto estrangeiro por ramos de atividade.

TABELA 25
Investimentos diretos por ramo de atividade

Discriminação	Estoque em 1995 (Dez)		1996		1997	
	Valor	Partic.(%)	Fluxo	Partic.(%)	Fluxo	Partic.(%)
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	688,6	1,62%	110,5	1,44%	456,1	2,98%
Indústria	23.402,4	55,03%	1.740,0	22,70%	2.036,4	13,30%
Serviços	180.439,0	43,36%	5.814,9	75,86%	12.818,6	83,72%
Total	42.530,0	100,00%	7.665,4	100,00%	15.311,1	100,00%

Fonte: BRUNS (2000).

Verifica-se pelo quadro que o setor industrial foi o que mais absorveu recursos até 1995. Tais recursos foram predominantemente europeus. Já nos anos seguintes, em 1996 e 1997, houve maior nível de investimento direto estrangeiro no setor terciário. Tais recursos tiveram uma grande participação de capital americano e espanhol, e estão ligados aos programas de privatização do Brasil nesses anos.

Sobre o investimento estrangeiro de portfólio, a tabela 26 mostra sua dinâmica de 1994 até 2000.

TABELA 26

Movimento de investimento externo no Brasil – 1994 a 2000 – US\$ milhões

	<i>Investimento Externo Direto</i>			<i>Investimento Externo de Portfólio</i>		
	<i>Entradas</i>	<i>Saídas</i>	<i>Líquido</i>	<i>Entradas</i>	<i>Saídas</i>	<i>Líquido</i>
1994	2.589	618	1.971	25.141	17.862	7.297
1995	5.475	1.163	4.312	24.838	22.544	2.294
1996	10.496	520	9.976	26.077	20.038	6.039
1997	18.745	1.660	17.084	39.551	34.252	5.300
1998	28.821	2.837	25.984	31.830	33.681	-1.851
1999	31.362	1.375	29.987	18.293	16.943	1.350
2000	33.597	2.984	30.613	19.635	17.097	2.537

Fonte: ANDRADE (2002).

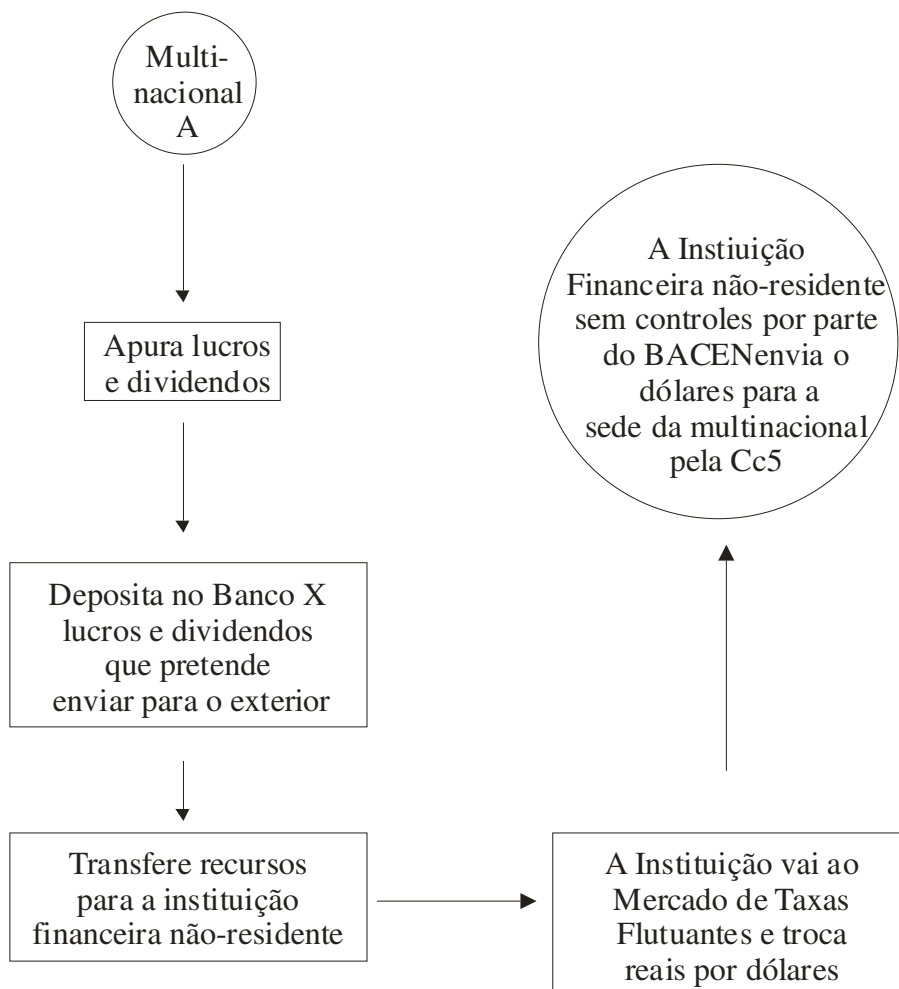
Como já dito, o investimento direto estrangeiro cresce muito após a estabilização da economia e o processo de privatização. E ao contrário do investimento externo de portfólio, o IDE não retrai após a crise brasileira de 1999 que redundou na desvalorização cambial.

No ano de 1994, ano de sucesso do plano de estabilização brasileiro, o saldo do investimento externo de portfólio foi bem alto, acima de 7 bilhões de dólares. O sucesso no combate à inflação, no contexto das políticas macroeconômicas que seguiam os princípios do Consenso de Washington, como liberalização financeira e cambial, explica a euforia do grande capital especulativo. Mas a mesma euforia não aconteceu em 1995 devido à Crise Mexicana no final de 1994 e no ano de 1995. Essa crise abalou, de certo modo e temporariamente, a confiança nos mercados emergentes por parte do grande capital especulativo internacional.

Os anos de 1996 e 1997 são anos de recuperação dos saldos após a fase da Crise Mexicana. Os influxos líquidos de capitais superaram os US\$5 bilhões de dólares. Em 1998 há saldo negativo no investimento externo de Portfólio devido à Crise Asiática (no final de 1997) e às Crises Russa e Brasileira (em 1998). Com a Crise Brasileira de 1998, as fugas de capitais foram maciças e, como a alta dos juros não refreou a saída vultuosa de capitais, tal crise determinou o fim do câmbio fixo.

A importância das contas CC5 para estes capitais, ou seja, investimento direto estrangeiro e investimento externo de portfólio, reside na facilidade com a qual o capital estrangeiro pode remeter divisas para fora. Primeiramente, suponha uma filial de multinacional que tenha realizado um lucro e um agente econômico externo que tenha investido no Anexo IV do mercado de capitais brasileiro. Tanto o capital de risco como o capital de portfólio, quando quiserem remeter seus lucros para o exterior, precisariam apenas de entrar em contato com uma instituição financeira não-residente possuidora de uma conta CC5 para que ela realizasse o serviço de remessa do dinheiro para fora. Os diagramas 3 e 4 mostram o processo:

DIAGRAMA 3
Capitais de Risco e a CC5

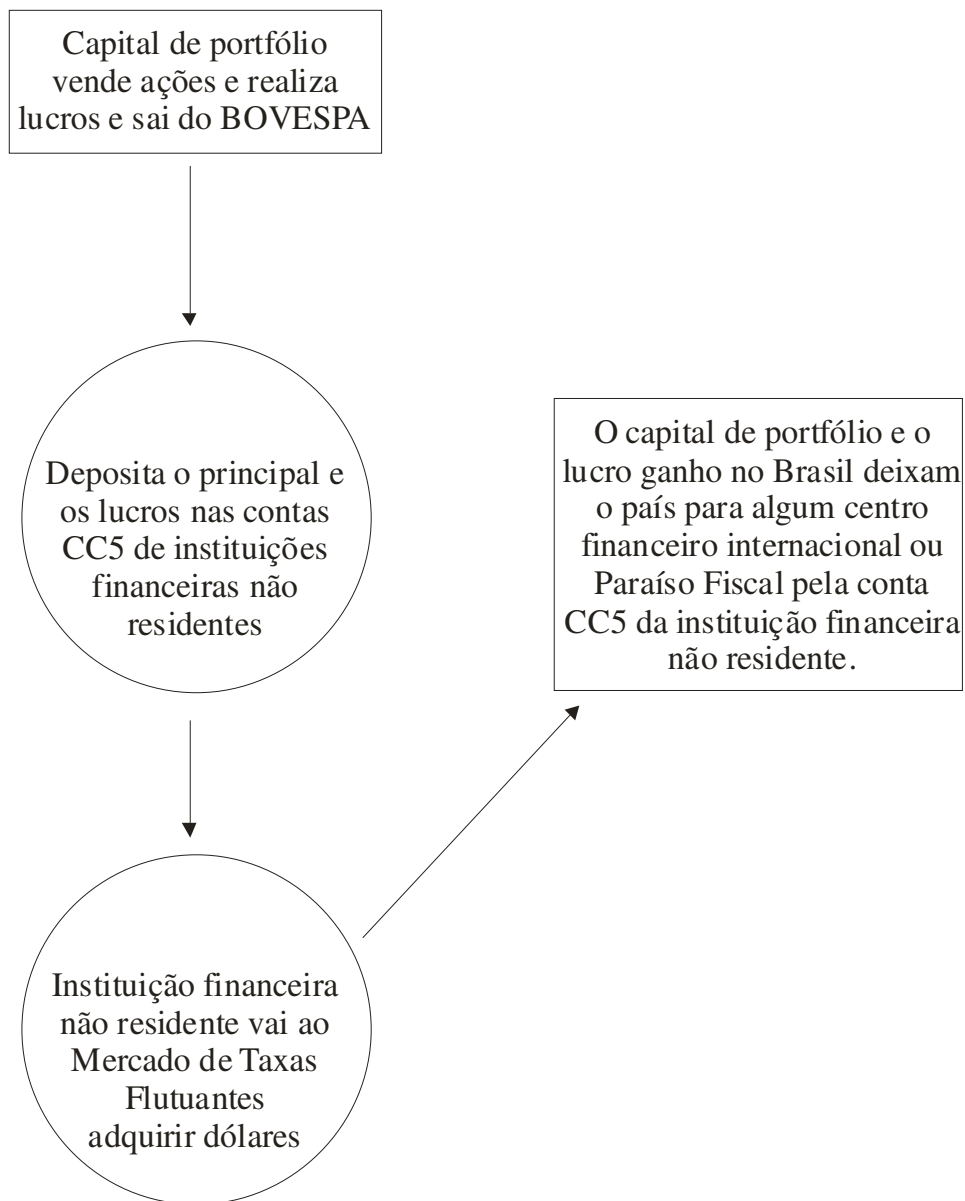


Fonte: Elaboração própria.

Assim, as multinacionais, principalmente em períodos de iminente crise cambial, usam as contas CC5 para remeterem para o exterior seus lucros e dividendos.

Veja a CC5 e o capital de Portfólio no diagrama 4:

DIAGRAMA 4
Capital de portfólio e a CC5



Fonte: Elaboração própria.

CAPÍTULO IV: Da crítica à liberalização cambial ao caso particular da liberalização cambial no Brasil: a CC5

4.1 Literatura de inspiração keynesiana

A idéia central deste capítulo é o estudo das contas de não-residentes, as contas CC5, que são um caso particular de liberalização cambial muito importante para o Brasil. Porém, o capítulo começa fazendo um breve apanhado da literatura de inspiração keynesiana sobre o capitalismo atual e as políticas keynesianas de crescimento com controle de capitais. Faz-se depois uma crítica à liberalização cambial mostrando como ela (inclusive a liberalização cambial da CC5) pode se tornar um óbice às políticas keynesianas anti-recessão. Então, finalmente, passa-se ao tema central do capítulo: o estudo das CC5 no contexto das crises financeiras da década de 1990.

Agora, apresentar-se-ão as características do capitalismo moderno, daquilo que Keynes chamava *Economia Monetária de Produção*. Segundo Amadeo e Dutt (2003, p.99):

Um grande número de economistas keynesianos tem enfatizado o caráter histórico (em oposição ao lógico) do tempo, a importância da incerteza (em oposição ao risco), o papel do dinheiro e das instituições monetárias e a inaplicabilidade do método de equilíbrio no estudo da disciplina econômica, tanto no trabalho de Keynes quanto na análise das economias capitalistas (...) mas, neste capítulo, todo o grupo é denominado como pós-keynesian..

Os pós-keynesianos vêem o tempo como tempo histórico, em contraposição ao tempo lógico da ortodoxia econômica. Para eles, o tempo histórico não volta atrás, os empreendimentos empresariais quando estão num dado espaço do tempo, já não são passíveis de serem cancelados. A órbita da produção leva tempo, o investimento acarreta elevação da capacidade produtiva e a alocação do capital em uma dada cesta de ativos e é feita e baseada na expectativa dos agentes

econômicos sobre a rentabilidade futura. Isso tudo vai de encontro à visão ortodoxa de tempo lógico, onde tudo pode ocorrer simultaneamente.

Os pós-keynesianos colocam o conceito de incerteza no centro da doutrina keynesiana. Os agentes econômicos só guardam ativos na forma de moeda para especular – abrindo mão dos juros – porque o mundo econômico é pautado pela incerteza. Os empresários precisam decidir suas ações empreendedoras e de alocação de portfólio num ambiente de incerteza. Possuem, na melhor das hipóteses, idéias subjetivas sobre retornos prováveis de suas ações empreendedoras (guiadas pelo animal spirit e/ou por alguma convenção de mercado).

Segundo os pós-keynesianos, as decisões empresariais estão ligadas e dependentes de várias influências que, muitas vezes, tendem a gerar instabilidades no mercado, elevando ainda mais o grau de incerteza nas decisões empreendedoras e de alocação de portfólio.

Quanto à questão da economia monetária de produção, dizem os pós-keynesianos, segundo Amadeo e Dutt (2003, p.99) que:

É fundamental a importância atribuída por Keynes à noção de que as economias capitalistas são economias monetárias e não de troca. (...) O dinheiro proporciona uma âncora, à qual as condições de futuros pagamentos estariam fixadas, o que permite reduzir a incerteza. Mas, ao reduzir a incerteza, o dinheiro também a cria: o fato de que a maioria dos contratos são denominados em termos monetários, e de que nas sociedades modernas o dinheiro é criado por entidades privadas, pode ser responsável por isso. A existência de dinheiro está na raiz do desemprego causado pela deficiência de demanda. Na ausência do dinheiro, os agentes ofertariam mercadorias somente com o objetivo de demandar outras, fazendo vigorar a Lei de Say, onde então estaria assegurado o pleno emprego.

Os pós keynesianos ainda afirmam que a idéia de equilíbrio com uma economia real, geralmente instável, vivendo num período histórico, não é apropriada. Os mercados não são auto-reguláveis, não tendendo para um equilíbrio consistente.

Num mundo com todas essas características, ressaltando-se, ainda, o fenômeno de incerteza, pode-se concluir também com base no que já foi escrito, que a variável investimento deixada apenas às forças de mercado, dificilmente teria como missão atingível gerar um volume de investimento compatível com o pleno emprego. De fato, são fenômenos derivados deste tipo de economia – em que reina a incerteza – o desemprego e a instabilidade econômica.

Diante disso tudo, surge a possibilidade de atuação do Estado na economia, tentando elevar o investimento para se alcançar o pleno emprego.

Abre-se a Era de Economia Mista, na qual não apenas os mecanismos de mercado coordenariam o sistema produtivo financeiro capitalista, mas também caberia ao Estado Keynesiano coordenar a economia. Isto seria feito através de políticas econômicas (fiscal e monetária) expansionistas, quando a economia estivesse estagnada ou em depressão. Seria conveniente uma volta a Keynes, através de Dillard e Davidson.

Segundo Dillard (1968, p.95):

Keynes considerava a política fiscal (isto é, o gasto, a taxaço e o empréstimo estatal) como a arma mais importante contra o desemprego. Sua explicação geral da necessidade de uma política fiscal positiva tem o seguinte teor: em um nível de rendimento correspondente ao pleno emprego, a disparidade entre o total do rendimento e o total do consumo é tão grande nas economias industriais avançadas, adiantadas que o investimento privado é insuficiente para cobri-la; se quer evitar o desemprego, é preciso lançar uma ponte sobre tal disparidade, ou cobrindo-a com o gasto estatal, ou reduzindo seu volume pelo incremento de propensão a consumir.

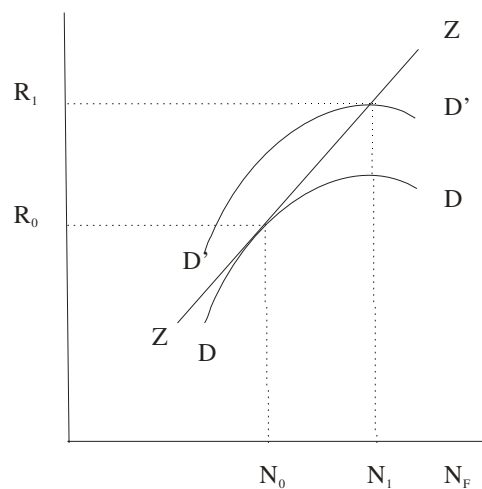
Como o próprio Keynes dizia, a propensão a consumir depende da distribuição de renda e não é fácil eleva-la o bastante para cobrir a diferença entre o rendimento e o consumo. Por isso, a variável chave para resolver a questão é o gasto estatal.

E sobre a questão da moeda e sua influência no investimento dentro do pensamento de Keynes, segundo Davidson (2003, p.8), “a moeda importa nos prazos curto e longo, isto é, não é neutra, ela afeta a tomada de decisões relativas às variáveis reais”.

Assim, o aumento da quantidade de moeda, dada determinada preferência pela liquidez, irá reduzir os juros e assim estimular o investimento produtivo.

Os gráficos abaixo mostram a atuação de políticas fiscais e monetárias expansionistas que visam o pleno emprego. Consideremos um aumento dos gastos do governo com investimento público (hidrelétricas, estradas, hospitais etc.). A curva de demanda DD deslocaria para cima e teríamos um novo nível de emprego, mais próximo do pleno emprego (N_F):

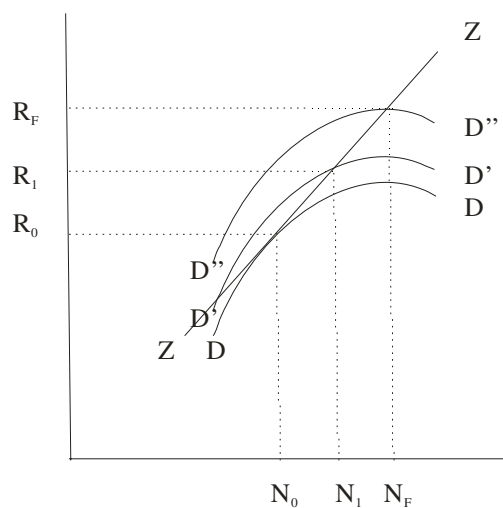
GRÁFICO 22
Política fiscal Keynesiana



Fonte: Elaboração própria.

Se, além do investimento público, houvesse uma política de juros baixos, o investimento privado crescería, e poderíamos atingir o pleno emprego N_F .

GRÁFICO 23
Política monetária keynesiana



Fonte: Elaboração própria.

Obviamente, tal resultado só seria possível numa economia fechada, ou numa economia moderna, mas com controles de capitais. Isso porque, na ausência de tais controles, com a redução das taxas de juros, os residentes e não-residentes poderiam trocar seus títulos de dívida doméstica por moeda nacional, e depois por divisas, para remetê-las ao exterior.

Aconteceria assim uma fuga de capitais, o que pressionaria a taxa de câmbio e o Balanço de Pagamentos, levando, provavelmente, o governo à elevação das taxas de juros, para defender a taxa de câmbio e tentar pôr fim à fuga de capitais. Nesse caso, a política monetária expansionista seria revertida por pressões do mercado e o pleno emprego não seria sustentável. Segundo Paula, Oreiro e Silva (2003, p.77):

O controle de capitais é usado para diferentes propósitos, entre os quais destacam-se:
 I) *manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo pressões sobre esta;*
 II) *permitir a implementação de políticas monetárias domésticas autônomas, nesse caso, se os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para objetivos econômicos domésticos;*
 III) *preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital (inclusive para fortes saídas de capitais em contexto de crise do Balanço de Pagamentos).*

Ainda, segundo Sicsú e Carvalho (2002, p.18):

Em particular, Keynes preocupou-se com os limites que o governo pudesse enfrentar para promover políticas de pleno emprego, que implicassem menores taxas domésticas de juros e expansão de gastos públicos; controles de capital foram propostos por Keynes para dar a um país a autonomia para adotar as políticas de juros que fossem necessárias.

De fato, foi esta posição de Keynes que gerou o princípio da inclusão do direito, ou até ainda do dever, de um governo passar a aplicar controles de capitais no período que tivesse dificuldades o Balanço de Pagamentos. Princípio este que figurou nos estatutos do FMI, na famosa Conferência de *Bretton Woods*. Assim, no período de *Bretton Woods*, os controles de capitais eram bem vistos para isolar uma economia de choques externos e para possibilitar grande margem de manobra para políticas de pleno emprego.

4.2 Literatura de inspiração keynesiana II – a crítica à livre mobilidade de capitais e a CC5 no Brasil

De acordo com Paul Singer, existe uma relação entre liberdade ampla de capitais, fugas de capitais, desestabilização cambial, alta inflação e aborto do crescimento econômico. Segundo Singer (2003, p.58):

Finalmente, o crescimento da economia em algum momento esgota as reservas de força de trabalho, os recursos naturais e a infra-estrutura, daí em diante tem de adequar seu ritmo à abertura desses pontos de estrangulamento. Mas, até que alcancemos esse ponto (o que pode levar cinco anos ou mais) o problema será evitar que a subida do câmbio force o repasse da desvalorização externa da moeda ao mercado interno. O que exige, antes de tudo, algum controle do câmbio, para defender o país das fugas de capitais. Se isso não for feito, o Brasil será incapaz de evitar o círculo vicioso: alta do câmbio – alta dos preços ao consumidor, corte da demanda efetiva pelo corte do crédito e do gasto público – recessão – desemprego.

De fato, para Singer, a possibilidade do capital de curto prazo investir e desinvestir no Brasil em pouco tempo, com ampla facilidade para sair quando quiser, é um tremendo óbice a uma política de crescimento sustentável. Entre 1997 e 2002, o Brasil sofreu ataque especulativo por cinco anos, menos no ano de 2000, ano singular, em que a economia brasileira, livre da pressão externa, cresceu 4,36% e teve um considerável recuo das taxas de desemprego. Ver tabela abaixo:

TABELA 27

**Variação percentual anual do câmbio, inflação,
PIB e desemprego na GSP 1997-2002**

Anos	Câmbio	Inflação	PIB	Desemprego GSP
	Real/dólar	INPC do IBGE	IBGE contas nacionais	DIEESE/SEADE
1997	7,36	4,34	3,27	5,4
1998	8,26	2,49	0,13	15,9
1999	52,88	8,43	0,81	6,0
2000	6,54	5,27	4,36	-8,3
2001	20,34	9,44	1,42*	-1,1
2002	53,46	14,74	1,52*	8,6

Fonte: SINGER (2003). *Apud*: FGV (2003).

* Dados do IBGE reportados na imprensa, recalculados.

Diante de tudo isso, o dilema é claro: ou o governo consegue, via Banco Central, adequar o fluxo de capitais estrangeiros à meta de crescimento econômico vigoroso do Brasil, ou os fluxos de capitais com suas posteriores crises cambiais, é que controlarão o destino do câmbio, e por meio dele, da inflação, levando o governo a praticar uma política recessiva de juros altos e corte dos gastos públicos para combater a inflação.

Essa ampla liberdade de fluxos de capitais no Brasil – que, segundo Singer, prejudica muito o crescimento econômico – não pode ser revertida sem antes levarmos em conta a grave questão das contas de não-residentes, as contas CC5, pois a liberdade de movimentação de capitais no Balanço de Pagamentos no Brasil tem muito a ver com a verdadeira revolução que foram as contas CC5 e sua dinâmica própria.

É bom relembrar a dinâmica das contas CC5. Antes das CC5, vigoravam os controles de capitais inspirados pela Lei do Capital Estrangeiro de 1963 e pela Crise da Dívida Externa dos anos 80. Com a criação das CC5 e do Mercado de Taxas de Câmbio Flutuantes, em 1989, tudo mudou. Os capitais de curto prazo passaram a ser vistos como bem-vindos. Se os investidores quisessem investir no Brasil, bastava a eles entrar em contato com uma instituição financeira não-

residente que tivesse contas CC5, que operasse no Brasil e tudo o mais, esta instituição financeira não residente faria.

Aproveitando-se dessa dinâmica, entrou no Brasil uma enorme massa de capitais estrangeiros de curto prazo, que a qualquer sinal de melhores oportunidades de investimentos no primeiro mundo ou de iminência de crise cambial no Brasil, saíam rapidamente da economia doméstica, causando o colapso do câmbio ou uma forte recessão pela ação do governo em elevar os juros para atrair e manter o capital estrangeiro no País.

Pode-se compreender agora que a crítica à liberalização cambial no Brasil deve ser necessariamente uma crítica às contas CC5, pelo alto grau de mobilidade de capitais que elas fornecem aos capitais especulativos estrangeiros.

Singer (2003) ainda afirma que o Brasil, ou qualquer outro país do globo, não necessita de capitais de curto prazo, que têm como única finalidade hospedar-se num país para obter ganhos especulativos, jogando suas fichas nos movimentos das variáveis taxa de câmbio e taxas de juros, que a demanda do próprio capital de curto prazo gera.

De fato, tais capitais não trazem investimento produtivo ou empregos. Se tais capitais possibilitam um país acumular reservas num momento, fica sempre a história da espada de Dâmocles das fugas de capitais em determinado ponto do futuro. Isso foi o que ocorreu com a economia brasileira em 1998, que acumulou reservas elevadas e depois sofreu violenta fuga de capitais que redundou no fim do regime de câmbio fixo em janeiro de 1999 (a despeito de um acordo de elevado empréstimo do Brasil junto ao FMI, em 1998, que supostamente daria tranqüilidade ao mercado e estancaria a sangria de divisas).

A seguir são discutidas proposições sobre controles de capitais para o Brasil. Isto é muito importante para que se dê consistência às políticas de inspiração keynesiana que buscam elevar o crescimento econômico e o emprego, objetivos que estiveram fora da agenda brasileira das últimas duas décadas.

Iniciemos a discussão sobre controle de capitais a partir de uma citação de Singer (2003, p.62):

Os exemplos recentes da Malásia e da Argentina provam que com o controle da movimentação dos capitais, a economia tende ao crescimento sustentado. Os governos que receiam usar o controle por temer que isso os lance numa direção sem volta, de rompimento definitivo com o mercado financeiro internacional e seus representantes no Brasil, deveriam estudar as experiências concretas que tiveram lugar nos últimos anos e não deixar que o medo ao desconhecido os paralise.

Para Luiz Gonzaga Belluzzo (2004), a receita neoliberal de taxa de juros alta, o nível da carga tributária alta e a elevação do superávit primário acabam por sufocar a economia. Ele prega a redução do nível de juros para sobrar mais recursos para o investimento. Prega ainda uma política fiscal expansionista. Por fim, não pode deixar de tocar no setor externo, criticando a liberalização cambial e advogando o controle cambial com o bloqueio das contas CC5. Nas suas palavras “não se pode deixar as contas CC5 abertas, tem que fazer controle de capitais. Tem que fazer reservas, rapidamente, já que há uma situação internacional favorável”. Assessoria de Comunicação e Imprensa UNICAMP (2004)

A posição de Belluzzo é de fato muito coerente, pois fazer uma política keynesiana expansionista, com a CC5 funcionando a todo vapor, seria inaplicável. Os mercados boicotariam a política pela evasão de divisas pela CC5, e, diante de uma crise cambial (com rápida queda das reservas), haveria reversão da política keynesiana.

Também Ricardo Carneiro (2003) advoga que a volta do crescimento econômico elevado para o Brasil depende da adoção de políticas que diminuam a liberdade de ação dos capitais especulativos. Para ele, assim estaria reduzida a vulnerabilidade externa. Ele também concorda com Singer (2004) sobre a inutilidade dos capitais especulativos de curto prazo. Para evitar a hospedagem dos mesmos no Brasil, ele sugere uma quarentena, como a adotada pelo Chile nos anos 90. Em se tratando de Brasil, ele recomenda restringir a CC5, que acaba sendo um mecanismo de potencialização dos ataques especulativos quando das crises cambiais. Segundo Carneiro (2003, p.25):

O País não pode ficar excessivamente exposto aos humores dos mercados internacionais. Há uma instabilidade muito grande da taxa de câmbio, que é um preço básico da economia que obriga, recorrentemente, a praticar taxas de juros elevada. Com uma taxa de câmbio muito instável e taxa de juros elevadas, não há crescimento econômico. Com uma situação de endividamento e a forma pela qual a economia internacional se organiza hoje, não se consegue fazer reverter essa situação sem o controle dos chamados capitais especulativos. Essa é uma outra discussão extremamente importante que o governo não tem enfrentado e que é estratégica para o país. Quando falo de controle de capitais, não estou falando em fechar o país ao capital de longo prazo e ao investimento. Não é nada disso, mas sim ser seletivo (...). O problema da CC5 não é o problema ilegal, não são as remessa que vem sendo investigadas. O que preocupa é o problema legal da CC5. O principal problema é o fato de qualquer cidadão brasileiro, com dinheiro, com dinheiro legal, poder enviar esse dinheiro para o exterior para investir. Se você pode escolher entre o dólar e o real, isso aumenta a pressão sobre o real. Ou seja, para manter o dinheiro aqui, é preciso pagar uma taxa de juros maior. O outro problema é que as empresas usam a CC5 para efetuar

pagamentos de suas dívidas no exterior. O que acontece é que a dívida externa brasileira não tem mais prazo.

Ainda sobre a questão da liberdade ampla para os fluxos de capitais, segundo Paula e Oreiro (2003, p. 67):

As recentes propostas de introdução de controles de capitais nas economias emergentes têm como fundamento teórico a idéia de que a mobilidade (excessiva) de movimentação de capitais de curto prazo gera três tipos de problemas para a gestão macroeconômica, a saber: perda de autonomia da política monetária, aumento da fragilidade externa da economia e tendência à apreciação cambial devido aos grandes fluxos de capitais.

Sobre a visão direta de Paula e Oreiro (2003, p.112) sobre a CC5 como um ponto desestabilizador do Balanço de Pagamentos Brasileiro, eles defendem que é preciso “*estabelecer limites e regras para a movimentação de recursos da conta CC5; que, como visto, tem sido utilizada por não-residentes e, principalmente, por residentes, em momentos de especulação mais intensa contra o real*”.

Estes mesmos autores defendem uma política de controle de capitais para o Brasil que: proporcionasse maior liberdade para a política monetária desvencilhar a taxa de juros doméstica do nível dado pela “paridade descoberta da taxa de juros”; obtivesse um maior equilíbrio da Balança Comercial, impedindo que a entrada maciça de capitais especulativos levem à sobrevalorização da taxa de câmbio e à queda da competitividade dos produtos brasileiros; reduzisse a volatilidade no mercado cambial, dando maior margem de ação para a política monetária e cambial.

Também Fernando J. Cardim de Carvalho (2003) advoga controles de capitais. Isto serviria para tornar efetivas e vitoriosas políticas econômicas de inspiração keynesiana para retirar o país da estagnação. São estas suas idéias: controles para que os capitais especulativos externos não venham se aproveitar da arbitragem passageira entre as taxas de juros interna e externa; controle da saída de capitais de residentes, pois as crises cambiais dos anos 90 foram detonadas pelas remessas de divisas de residentes para o exterior. Como é a facilidade de enviar capitais para fora que dá aos mercados a força para bloquear as políticas keynesianas, é fundamental suprimir esta grande facilidade de circulação de capitais, o que significa controlar rigidamente a CC5; Imposição de limites para que o setor privado se endivida no exterior, evitando colocar em latente pressão o Balanço de Pagamentos, especialmente em conjunturas econômicas em que se pensa na desvalorização da moeda nacional, o que leva as empresas e bancos a comprarem dólares para

antecipar a liquidação dos passivos externos. Foi isso exatamente o que ocorreu em 2002, no Brasil.

4.3 A CC5 no contexto das crises financeiras e cambiais

As crises cambiais ocupam lugar de destaque na literatura internacional desde a década de 1970 o que deu origem a diferentes modelos explicativos. Os mais recentes, da década de 1990, focalizaram de forma específica a dimensão financeira das crises cambiais.

Dentre os modelos de primeira geração, os que obtiveram maiores destaques são os modelos de Krugman (1979) – que inaugurou essa linha de pesquisa econômica sobre crises cambiais – e o de Flood e Garber (1984) e o de Flood e Marion (1998). São características comuns a esses modelos de primeira geração: partem da hipótese de mercados financeiros eficientes; as economias que sofrem ataques especulativos adotam o câmbio fixo; a existência crônica de déficits públicos é financiada por emissões monetárias e isso se torna incompatível com a manutenção de câmbio fixo, acarretando as crises cambiais (o que será melhor trabalhado dentro em pouco).

Sobre o conceito de mercados financeiros eficientes, segundo Assaf (2003, p.40):

No contexto de um mercado financeiro eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao seu desempenho esperado (...) Um mercado eficiente é entendido como sendo aquele em que os preços refletem as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade a novos dados, ajustando-se rapidamente a outros ambientes.

O mais famoso modelo de 1ª geração é o modelo de Krugman (1979).

A dinâmica do modelo de Krugman é esta: o governo resolve adotar o regime de câmbio fixo, paralelamente à existência de um desequilíbrio nas contas públicas. Para piorar, o Estado cobre o seu déficit público pela emissão de moeda. Pela teoria quantitativa da moeda (adotada no modelo), a expansão monetária irá determinar a elevação dos preços. Diante disso, os agentes econômicos, dada a hipótese de previsibilidade perfeita, irão rever suas expectativas sobre a taxa da inflação esperada, diminuindo a procura pela moeda do país e elevando a demanda por divisas. A continuação de um déficit fiscal crescente, sempre coberto por emissão monetária, torna crônicos os aumentos de preços, fazendo os investidores reavaliarem suas expectativas sobre a

inflação esperada, o que desestimula a manutenção da moeda doméstica como meio para se guardar riqueza, elevando a procura por moeda estrangeira.

Como os agentes econômicos são racionais, eles percebem que, diante de um limitado montante de moeda externa para uma crescente procura por divisas, a manutenção do câmbio fixo não pode subsistir, pois haverá mais cedo ou mais tarde o esgotamento das reservas do Banco Central e a desvalorização do câmbio.

Assim, antes que as reservas se esgotem, gradualmente os investidores realizam um ataque especulativo contra a moeda doméstica, a fim de obterem ganhos financeiros expressivos.

Uma grande crítica ao modelo de Krugman (extensiva aos outros modelos canônicos) é o caráter mecânico da gestão da política econômica do governo. Este, no modelo de Krugman, efetivamente, não consegue enxergar ou é omissos diante do fato de que a sua política de emissão monetária para cobrir o déficit público está levando a crescente perda de divisas e ao colapso cambial inexorável.

Segundo Curado (2001, p.15):

Em última instância – e este é o ponto central da abordagem convencional expressa nos modelos canônicos – a crise é fruto do erro na construção da política econômica num ambiente onde os agentes econômicos são capazes de antecipar corretamente os eventos, em especial, o colapso da política cambial.

Já os modelos de segunda geração foram desenvolvidos para explicar as crises de 1992-93, que atingiram o sistema monetário europeu de taxas de câmbio fixas.

De acordo com Molan (2000, p.20):

Os modelos de segunda geração abandonam os pressupostos de comportamento linear dos agentes e da autoridade monetária, o que geralmente leva a soluções múltiplas. O principal enfoque de não-linearidade geralmente ocorre sobre o governo, que reage à mudança no comportamento do setor privado e toma decisões baseadas em algum tipo de ponderação custo / benefício entre a manutenção da paridade de câmbio e outros objetivos. Neste caso, mesmo quando as políticas econômicas são consistentes com o regime cambial, uma mudança na política do governo ou nas expectativas dos agentes pode levar a economia a uma situação de crise. Justificam-se dessa forma profecias auto-realizáveis ou ataques em razão de eventos mais ou menos irrelevantes que por alguma razão são considerados pelos agentes como um sinal de que o regime cambial está para entrar em colapso.

Assim, uma vez fortalecida a idéia de crise iminente, o mercado pode detonar o processo de fuga de capitais, o que levará o governo a utilizar a política econômica para defender a moeda. Mas o custo da defesa do câmbio pode chegar a patamares insuportáveis para o governo²⁰, levando-o a mudar o regime cambial. De fato, vê-se que a reviravolta negativa nas expectativas do mercado é o motivo principal da crise, pois o ataque especulativo é tão forte que a defesa do câmbio, em termos de custos para o governo e o país, torna-se intolerável, levando ao fim do câmbio fixo.

Contudo, os modelos de 2ª geração não eliminam a importância dos fundamentos macroeconômicos, no tocante à sua relação com as crises cambiais. Quando a economia nacional apresenta bons fundamentos com relação às variáveis macroeconômicas chaves, tais como nível de reservas, relação dívida pública / PIB, nível de desemprego e taxa de inflação, o risco de haver uma forte especulação que derrube o regime cambial é menor.

Por outro lado, a piora dos fundamentos macroeconômicos cria um ambiente propício às pressões especulativas de excesso de demanda por divisas no mercado cambial, podendo redundar num imenso ataque contra a moeda doméstica, que acabe com o câmbio fixo. Obstfield (1995) afirma que a perda da qualidade dos fundamentos macroeconômicos colabora para a detonação das crises cambiais. Porém o deflagrar de uma grave crise cambial não é de imediato determinado pela deterioração da situação econômica do País e do governo. Rocha (2000 p.28-29) esclarece mais a questão:

Podemos supor um país que vem apresentando um fraco desempenho econômico já há algum tempo. Entretanto, os agentes econômicos não esperam o colapso do regime. Por um longo período, essa situação pode permanecer estável. O cenário econômico se altera completamente quando emerge uma notícia nova que modifica totalmente a percepção dos investidores sobre a evolução futura dessa economia. Na realidade, com o advento da nova informação, eles reavaliam sua opinião sobre a economia em questão. Quando isso acontece, eles transferem seus recursos para fora desse país, iniciando um ataque especulativo. O governo acaba por validar as expectativas pessimistas dos investidores e permite que a taxa de câmbio flutue (...) A imprevisibilidade do mercado financeiro parece corroborar a idéia de que a crise não é desencadeada pelos fundamentos econômicos.

Conclui-se, então, que o simples acompanhamento da evolução dos fundamentos econômicos do país, não basta para se estimar o tempo da deflagração do ataque especulativo final sobre o câmbio. Sabe-se, porém, que a crise monetária emerge no momento em que o

²⁰ Em termos de recessão e desemprego.

mercado põe, definitivamente, em dúvida a disposição da equipe econômica do governo em defender o câmbio. Daí o governo começa a elevar continuamente as taxas de juros, para tentar conter a sangria de divisas, até o ponto em que o custo da defesa do câmbio, em termos de desemprego e recessão fica intolerável, derivando-se, então, a desvalorização da moeda doméstica, como algo inexorável.

Os modelos de terceira geração vieram à cena para enriquecer e inovar o arcabouço teórico sobre as crises monetárias e cambiais (modelos de 1ª e 2ª gerações). Esses se mostraram incapazes de explicar a grande crise asiática de 1997 – a maior do capitalismo da globalização financeira – pois os países afetados por esta crise não tinham mostrado, nos meses que precederam o "crash" das bolsas asiáticas, piora nos seus fundamentos macroeconômicos. Aquelas variáveis econômicas fundamentais, presentes nos modelos de 1ª e 2ª gerações, que causam os ataques especulativos – déficit público, expansão monetária e aceleração inflacionária – não estavam presentes nessas economias. E mais, a Ásia era, até antes da deflagração da crise, região tida como boa para se investir, combinando equilíbrio fiscal, baixa inflação e crescimento econômico. A única variável existente na crise dos mercados emergentes asiáticos, que estava relacionada aos modelos de 1ª e 2ª gerações, era, justamente, a administração da taxa de câmbio, da qual derivou-se a apreciação da taxa real de câmbio.

Os modelos de 3ª geração baseiam-se na hipótese de assimetria de informações, descartando a idéia de mercados financeiros eficientes (hipótese básica dos modelos de 1ª e 2ª geração). A partir disso, estas novas teorias de 3ª geração entendem que a crise cambial está, no geral, intimamente ligada à existência de problemas no mercado financeiro e ao efeito contágio: a grosso modo, transmissão potencial da crise cambial de uma economia a outra.

Informação assimétrica existe quando um dos agentes econômicos de um contrato ou transação financeira tem menos conhecimento ou informação que os outros. Da informação assimétrica derivam-se três importantes fenômenos: a seleção adversa, o risco moral e o comportamento de rebanho; todos com papéis relevantes dentro dos modelos de terceira geração. Torna-se, então, desejável conceituá-los.

A seleção adversa surge do fato de os tomadores de crédito terem mais conhecimento sobre os riscos de seus empreendimentos e da sua capacidade de honrarem as dívidas que os credores. Como os bancos não conseguem avaliar corretamente cada cliente, eles fixam uma taxa de juros que reflete, na média, a qualidade dos agentes econômicos que buscam crédito junto a eles. O

problema é que, ao fixar essa taxa média de juros, os bancos poderão estar fazendo uma seleção adversa. Os melhores agentes econômicos, que têm projetos mais estruturados e menos arriscados, acharão que a taxa de juros pedida pelo setor bancário está alta e serão induzidos a não contraírem os empréstimos. Já os piores tomadores de crédito, detectando que a taxa de juros média em vigor é menor que aquela que deveria ser cobrada deles, por causa da menor qualidade dos seus projetos, ficarão estimulados e resolverão fazer os empréstimos. Assim uma maior quantidade de investimentos de alto risco tomam conta da economia, aumentando o risco de *default* para o setor bancário.

Com relação ao risco moral, Costa (2000, p.134) nos diz:

O risco moral ocorre no mercado financeiro, após um crédito concedido, quando o credor é sujeito ao azar do devedor engajar-se em atividades que são indesejadas (imorais) sob o ponto de vista do prestador, porque elas aumentam a probabilidade de 'default' (calote). A informação assimétrica não é a única fonte desse problema (...) Este é o caso de situação em que o Banco Central evita intervir em certo banco, para evitar estabilidade sistêmica.

O terceiro fenômeno relacionado à assimetria de informação é o denominado “comportamento de manada”. A tomada da decisão de investir ou desinvestir de uma grande e respeitável instituição financeira, do tipo *global player*, induziria, muito provavelmente, outros agentes econômicos a seguir no mesmo caminho, quando eles acreditarem que aquela grande instituição financeira detém melhores informações sobre a atual e futura dinâmica do mercado.

Costa (2000, p.170) acrescenta, sobre o comportamento de rebanho, a questão do risco pessoal para o administrador de fundos que segue a tendência do mercado:

O administrador que investisse, isoladamente, 'contra o mercado' e perdesse, seria acusado de agir de forma temerária. Teria o risco de perda pessoal do emprego (...) Logo, os incentivos vão no sentido de primeiro, acompanhar o mercado, segundo, sair dele o quanto antes para não perder mais de que os outros.

Um importante modelo de 3ª geração é o de Mishkin (1999).

Mishkin lança a hipótese de que a assimetria de informações, o risco moral ou a seleção adversa impedem a eficiência do mercado financeiro e são as variáveis-chaves responsáveis pela grande crise asiática de 1997.

Mishkin também incorpora em seu arcabouço teórico um importante “fato estilizado” – presente nos estudos de 3ª geração – o fenômeno do aumento do crédito, significativamente

superior ao crescimento do PIB, verificado após a liberalização financeira asiática da década de 90. O problema disso está no fato de que boa parcela deste crédito foi canalizada para tomadores de crédito de alto risco, aumentando o risco de *default* sobre os sistemas bancários domésticos daquela região.

Dentre os problemas que a liberalização acabou proporcionando, destacam-se: a liberalização financeira, que, apesar de ter aberto novos negócios potenciais, criou um novo ambiente, no qual os bancos, geralmente, não conseguem avaliar corretamente os riscos advindos de expansão dos seus negócios, no ambiente de liberalização financeira; os países emergentes asiáticos não adequaram os seus sistemas de regulação e supervisão estatais ao clima de liberalização financeira. Assim, ao permitirem existir, oficialmente ou implicitamente, salvaguardas para o sistema financeiro doméstico, criou-se um ambiente propício às aventuras de risco moral.

Segundo Costa (1999, p. 14-15):

O envolvimento de bancos centrais criam confiança e, portanto, reduz as possibilidades de uma crise sistêmica. Mas também cria um significativo 'risco moral' (moral hazard): confiantes demasiadamente no apoio da autoridade monetária, os bancos poderão tornar-se descuidados a respeito do manejo de riscos de crédito e liquidez(...) Atualmente, os liberais insistem em colocar a rede de segurança do governo na lista de motivos de instabilidade no setor bancário.

Segundo Mishkin (1999), o fenômeno econômico do forte aumento do crédito bancário com alto risco levou, um tempo depois, a sérias perdas para o setor bancário doméstico asiático, que se julgava estar protegido pelo Estado, acarretando a deterioração dos balanços dessas instituições. E foi dessa deterioração que veio a deflagração das crises financeiras na Ásia, fundamentalmente, por duas formas: as fragilidades das instituições financeiras asiáticas levaram parte delas a diminuir a quantidade de empréstimos, causando sérios problemas para os devedores na rolagem das dívidas, e até levando parte deles à inadimplência. A queda do crédito bancário, por sua vez, também afetou os investimentos e o desempenho das economias asiáticas; o enfraquecimento das instituições financeiras domésticas elevou o risco dos ataques especulativos contra o câmbio, nos mercados emergentes dessa região.

Isso pode ser explicado melhor. Os mercados financeiros e de capitais internacionais sabem muito bem que as políticas de paridades cambiais ou de bandas cambiais com câmbio quase fixo dependem muito da possibilidade das autoridades monetárias intervirem na economia, via altas

sucessivas nos níveis de taxas de juros, a fim de dissuadir fugas de capitais quando o humor do mercado começar a mudar. Porém, os operadores dos mercados financeiros e de capitais passaram a questionar a vontade dos governos asiáticos em aumentar as taxas de juros, num ambiente de fragilização financeira dos bancos nacionais, pois uma política monetária mais restritiva poderia muito bem fragilizar, ainda mais, o sistema financeiro doméstico nesses mercados emergentes. Assim, quando os investidores internacionais incorporaram em suas expectativas que o enfraquecimento dos bancos domésticos poderia, realmente, fazer surgir uma crise cambial, ao induzir o Banco Central a não aumentar a taxa de juros para defender o câmbio, se preciso, criou-se um ambiente muito propício aos famosos ataques especulativos. Assim, a crise cambial passa a estar diretamente ligada a uma crise financeira anterior.

Mas a crise cambial também realimenta a crise financeira: como as dívidas captadas junto aos mercados financeiros e de capitais externos, pelos bancos dos países emergentes, são de curto prazo e em moeda estrangeira, a desvalorização cambial aumenta a dívida em moeda doméstica dessas instituições financeiras, deteriorando ainda mais seus balanços contábeis, e, conseqüentemente, agravando a crise financeira.

Sobre o efeito contágio, existem várias definições nos trabalhos acadêmicos sobre crises cambiais. De acordo com Kaminsky e Reinhart (1998) pode-se definir o contágio como um fenômeno econômico oem que o surgimento de uma crise cambial no exterior faz aumentar a probabilidade de existência de uma crise cambial nacional.

Os modelos de 3ª geração que trabalham com o efeito contágio defendem a idéia de que os mercados de câmbio estariam bem vulneráveis a este efeito.

Generalizando, um modelo de contágio admite a existência de informação “em cascata”, no qual os operadores do mercado financeiro de capitais, assimetricamente informados, capturam informações em seqüência, analisando as tomadas de decisões de outros investidores. O modelo advoga: a existência de consideráveis diferenças na capacidade de se obter informações sobre os mercados, por parte dos agentes econômicos; a existência de consideráveis custos de transação, que induzem comportamento de rebanho.

Uma importante caracterização do Efeito Contágio está ligada ao questionamento que o mercado faz quanto ao grau de adesão dos *policy makers* de determinado país, ao compromisso de defender o câmbio.

A queda da política cambial em outro país com uma situação econômica semelhante à daquele determinado país que está causando certas desconfianças nos mercados pode fornecer fortes indícios de que as autoridades monetárias do país em questão estariam mais receptivas à idéia de desvalorizar o câmbio.

A questão do efeito contágio emergiu com toda força durante o desenrolar da Grande Crise Asiática, quando, numa seqüência impressionante, após a crise do 'bath' tailandês, os outrora prósperos tigres asiáticos foram mergulhando, um após outro, em curto período de tempo, na grande crise de 1997. Generalizando: em comum, o que havia entre eles, e que deve ter favorecido o Efeito Contágio, era a sobrevalorização cambial, o déficit comercial e a inflação de ativos.

4.3.1 A CC5 nas crises financeiras e cambiais da globalização

O México entrou no ano de 1994 ainda como País modelo para a América Latina. Ele fixara a taxa de câmbio ao dólar em 1988 e realizava reformas estruturais neoliberais, como a privatização de empresas estatais e a abertura da economia, tendo conseguido pôr fim à inflação. Mas 1998, seria um ano cheio de problemas para o País, e os investidores estrangeiros monitoravam os acontecimentos. Os problemas eram: em janeiro, os rebeldes políticos tomaram seis cidades; em fevereiro, o FED eleva os juros em 0,0025 pontos percentuais, enquanto o governo mexicano não altera a taxa de juros; em março, o candidato à presidência do México é assassinado e o País começa a perder reservas; em abril, o FED eleva os juros em 0,025 pontos percentuais, o que provoca forte reação dos capitais de curto prazo: inicia-se uma grande fuga de capitais. O Banco Central do México eleva as taxas de juros para 15,79%, para tentar conter a fuga de capitais; em maio, o FED eleva a taxa de juros em 0,050 pontos percentuais. O Banco Central do México reage e eleva os juros para 16,35% ao ano; em setembro de 1998 é assassinado o secretário-geral do partido do governo, o Sr. José Ruiz. Tal evento repercutiu negativamente junto aos investidores e as reservas declinam em 27% no mês; em novembro, os USA elevam a taxa de juros em 0,0075 pontos percentuais; em dezembro, surge o conflito de Chiapas.

No dia 20 de dezembro de 1998, o México anunciou uma desvalorização de 15% na taxa de câmbio nominal. Este acontecimento repercutiu negativamente junto ao mercado financeiro

internacional, pois este achava que a taxa de câmbio ainda estava sobrevalorizada. Para ele, a taxa de desvalorização deveria ficar entre 20 e 25%. A Crise Cambial estourou no final de dezembro de 1998 e cresceu pela falta de informações sobre as reservas mexicanas. Só restou ao Banco Central do México anunciar a adoção do câmbio flutuante.

A Crise Mexicana de 1994 viria a atingir o Brasil no primeiro trimestre de 1995, por efeito contágio. Relembrando a definição de efeito contágio, Kamensky e Reinhart (1998) a definem como um fenômeno econômico no qual o surgimento de uma crise de câmbio fora de um país eleva a possibilidade de crise cambial doméstica. O Brasil tinha semelhança com o México, pois seu câmbio era fixo e havia déficit da Balança de Transações Correntes. Além disso, como no modelo de contágio, havia informação assimétrica entre os agentes econômicos e custos para se obter tais informações, o que estimulava o comportamento de manada quando importantes agentes econômicos saíam do país. Sobre a queda das reservas no Brasil, segundo a Análise do Mercado de Câmbio (1995, p.31):

O resultado das operações financeiras pode ser explicado, dentre outras, por duas razões básicas: a primeira foi o abalo acarretado pela crise mexicana sobre a confiança dos investidores internacionais nos mercados emergentes, que passaram a aguardar uma melhora no quadro econômico desses países e, dessa forma, reduziram suas aplicações; a segunda foi a repercussão junto aos agentes econômicos da adoção, em março último, do regime de bandas cambiais. Essa mudança na política cambial, aliada às medidas de restrição às compras externas, foi, a princípio, recebida como sinal de início de uma série de alterações mais profundas na área de câmbio.

A mudança cambial, com a adoção do regime de bandas cambiais, levou a uma moderada desvalorização do real. O mercado achou pouco e, num ambiente de assimetria de informações e custo relativamente alto para obtê-las, o mercado financeiro internacional achou que o BACEN não assumiria os custos de elevação das taxas de juros para defender o câmbio (modelo de 2ª geração) e fez seu primeiro ataque cambial. Em março de 1995 o saldo negativo do Balanço de Pagamentos foi de US\$4,198 bilhões, enquanto a remessa de divisas pelas contas CC5 foi de US\$2,584 bilhões. A razão Dívida Bruta / Reservas Internacionais subiu de 382,15% no 4º trimestre de 1994 para 452,92% no 1º trimestre de 1995.

De fato, a Grande Crise Asiática de 1997 pegou o mundo de surpresa. Até as famosas agências de risco que avaliam a vulnerabilidade das economias, para orientar os investidores internacionais, não sinalizaram o risco crescente na Ásia, até antes do despontar da Crise na Tailândia. Ainda em junho de 1997, o cenário asiático para investimentos estrangeiros era tido

como positivo e estabilizado, pelas agências de risco. A boa fama dos Tigres Asiáticos não era à toa! Eles formavam a única região econômica, fora os USA, a apresentar alto crescimento econômico com reduzida inflação. Suas políticas fiscais eram saudáveis, do ponto de vista do mercado, e as suas taxas internas de poupança e investimento eram elevadas, influenciando os analistas econômicos a acharem que, mesmo com a diminuição dos fluxos de capitais para a Ásia, o crescimento poderia continuar. Mas, segundo Sachs e Radelet (2001, p.144), houve sinais de risco crescente:

Entretanto, houve diversos sinais de vulnerabilidade financeira crescente durante 1996 e início de 1997. Em alguns casos (por exemplo, déficits em conta corrente, taxa de câmbio sobrevalorizadas e lento crescimento das exportações) esses sinais pareciam meramente sugerir desequilíbrios crescentes e a necessidade de um modesto ajustamento, mas não a iminência de uma grande crise. Em outros casos, indicadores importantes pareciam estar sendo mal-interpretados pelo mercado (por exemplo, a rápida expansão do crédito concedido pelos bancos comerciais e a crescente dívida externa de curto prazo).

Contudo os maiores sinais de aumento da possibilidade de uma crise financeira e cambial vinham da esfera financeira. Os bancos domésticos estavam dentro de um crescente processo de fragilização financeira desde o início dos anos 90 (após o processo de liberalização financeira e cambial dos tigres, com atrelamento de suas moedas ao dólar) pelo fato do crédito bancário liberado por eles ao setor privado ter crescido aceleradamente, e ter sido financiado pelo endividamento junto aos mercados financeiros internacionais (em que havia maior peso de dívidas de curto prazo).

A Crise Asiática começou na Tailândia, em junho, donde resultou na desvalorização do câmbio. A partir de julho, surge de modo implacável, o efeito contágio, e a tendência a não olhar as especificidades de cada país: devido às fragilidades semelhantes entre Tailândia e os países asiáticos, os capitais globalizantes fugiram em massa da Malásia, Indonésia e Filipinas. De agosto a outubro, devido ao pânico financeiro nos mercados caíram na crise asiática da globalização Hong Kong e Cingapura, e até o fim do ano a Coréia foi atingida violentamente. De fato, o efeito contágio é uma variável chave para se entender a crise asiática. Segundo Chesnais (1998, p.301):

Os próprios operadores financeiros profissionais foram os primeiros (...) a se convencerem da incapacidade na qual se encontravam os pequenos países da Ásia para prosseguirem suas exportações, mantendo inalterada, ao mesmo tempo, a ancoragem ao dólar; os mesmos previam então o caráter inevitável das desvalorizações e agiram no sentido de preservar o valor dos capitais cuja administração lhes foi confiada..

A chegada da crise asiática ao Brasil encontrou a economia brasileira com um elevado déficit em conta corrente por causa do câmbio sobrevalorizado. O Brasil, naquele momento, encontrava-se muito vulnerável, ou seja, bastante dependente dos fluxos de capitais de curto prazo. A crise brasileira de 1997 foi importada da Ásia por causa do efeito contágio, onde as semelhanças entre as economias brasileiras e do Leste asiático (déficit em conta corrente elevado, câmbio sobrevalorizado, dívida externa de curto prazo relativamente alta), num contexto de mercado com as características de assimetria de informações e coleta de informações custosa, levaram os investidores a julgar que o que acontecia na Ásia também aconteceria no Brasil – a desvalorização cambial – acarretando o efeito de manada na saída de capitais do Brasil. Além destes componentes dos modelos de 3ª geração – assimetria de informações, comportamento de manada, informações custosas para analisar o país isoladamente, semelhanças entre as economias: isto tudo que leva ao efeito contágio – há o componente do modelo de 2ª geração, ou seja, a questão de o mercado financeiro internacional achar que o governo não subiria os juros para defender o câmbio por que este seria muito custoso em termos de recessão, desemprego e endividamento estatal. Segundo Prates (1998, p.38):

O Brasil foi o país latino-americano mais afetado pela crise em Hong Kong e pela reversão das expectativas dos investidores em outubro. A Bovespa registrou as maiores quedas, dentre as bolsas da região, determinadas pela venda maciça de papéis por não-residentes e residentes. Por um lado, a intensa valorização das ações das estatais ao longo de 1997 e a alta liquidez desses papéis, nos quais estavam concentradas as aplicações dos investidores estrangeiros, tornaram a Bolsa de São Paulo o principal local do movimento de realização de lucros dos fundos de investimentos internacionais para cobrir perdas nos mercados asiáticos.

Um ataque especulativo feroz atingiu o mercado cambial brasileiro em 28 de outubro, obrigando o BACEN a fazer sete leilões de dólar para defender o câmbio. A fuga de capitais neste dia atingiu US\$4,8 bilhões.

Como a crise prosseguia, o Banco Central brasileiro, em 30 de outubro de 1997, resolveu agir prontamente elevando a taxa de juros em 100%. A taxa Selic saiu do patamar de 21,6% a.a. para atingir 43,4% a.a., a fim de tentar demonstrar a firmeza do BACEN na defesa do câmbio e a

fim de deter a sangria de divisas (além de tentar atrair capitais externos). Logo após a utilização da política monetária para a defesa do real, o governo resolveu prometer aos mercados uma política fiscal bem contracionista, para alimentar boas perspectivas sobre o Brasil. Por fim, o governo resolveu vender muitos títulos atrelados ao câmbio para reforçar a disposição do governo em manter o câmbio fixo. Nestes títulos, o ônus da desvalorização recai sobre o governo, e assim os *policy makers* brasileiros tentavam sinalizar que não se mexeria no câmbio.

Chegado o mês de dezembro, a crise passou, havendo saldo positivo no Mercado de Câmbio, com a volta dos investidores externos à Bovespa. Porém, segundo Sobeet (1997) o fluxo cambial o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes continuou negativo por causa, fundamentalmente, das saídas de divisas pelas contas de não-residentes, as CC5, as quais foram causa de cerca de 85% da perda do volume de divisas no quarto trimestre do ano.

Segundo Prates (1998, p.45):

A evolução dos dois segmentos do mercado de câmbio oficial, nesse período, revelou, assim, os efeitos potencialmente deletérios dos fluxos de capitais que ingressam mediante essas contas, os quais, a despeito do maior risco cambial e da tributação mais elevada, são mais voláteis se comparados às demais modalidades de investimento de portfólio no país cursados pelo mercado de câmbio comercial.

Resta dizer três coisas: que o saldo das contas CC5 no último trimestre de 1997 foi de US\$10.105 milhões negativo; o saldo do Balanço de Pagamentos foi de R\$10.198 milhões negativo, no 4º trimestre; a relação dívida bruta sobre reservas internacionais foi de 383,38% no 4º trimestre contra 314,88% no 3º trimestre.

4.3.2 A CC5 na crise cambial brasileira de 1998-1999: o fim da âncora cambial

Após a crise asiática houve certo declínio de capitais para os mercados emergentes. O estouro da moratória russa mais o risco de *default* da Indonésia, ambos no segundo semestre de 1998, contribuíram para contrair mais os fluxos de capitais para os mercados emergentes. No mês de agosto, a parcela da dívida pós-fixada brasileira alcançou o nível de 60% do estoque total da dívida federal nas mãos dos mercados.

De fato, o *default* russo causou uma forte retração dos fluxos de capitais para o Brasil, determinando forte saída de recursos, o que constituiu um tremendo ataque especulativo. Ao contrário dos fenômenos anteriores (o contágio do Brasil pela Crise Mexicana e pela Crise Asiática), o ataque especulativo de 1998 mostrou-se muito resistente às medidas dos *policy makers* brasileiros. De nada adiantou a alta da taxa de juros doméstica, pois o País perdeu quase metade de suas reservas de junho/98 a jan/99.

Ver tabela 28 e gráfico 23

TABELA 28

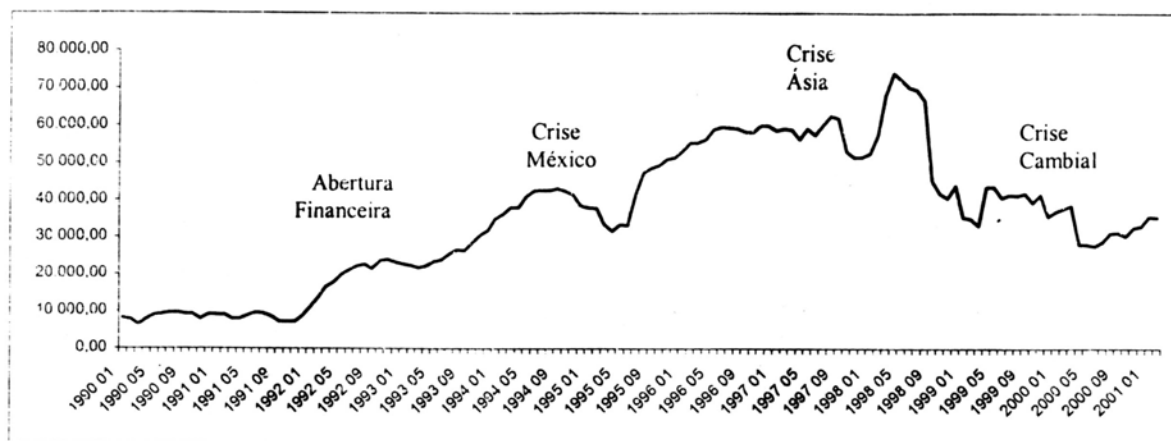
Análise do Mercado de Câmbio (Reservas Internacionais)

Fim de Período	Conceitos	
	Caixa / 1	Liquidez / 2
1990	8,75	9,97
1991	8,55	9,41
1992	19,01	23,75
1993	25,90	32,20
1994	36,47	38,81
1995	50,45	51,84
1996	59,04	60,11
1997	51,36	52,17
1998 jan	52,48	53,10
Fev	57,42	58,78
Mar	67,77	68,59
Abr	73,85	74,66
Mai	71,95	72,83
Jun	70,06	70,90
Jul	69,37	70,21
Ago	66,48	67,33
Set	44,99	45,81
Out	41,56	42,39
Nov	40,29	41,19
Dez	43,62	44,56
1999 jan	35,18	36,14
Fev	34,64	35,46
Mar	32,87	33,85

Fonte: BACEN (1999)

GRÁFICO 24

Evolução das Reservas Internacionais – Mensal em US\$ milhões (1990 – 2001)



Fonte: SOUZA (2003).

O gráfico 24 mostra que, a partir de setembro de 1998, há uma queda monumental nas reservas brasileiras, que nunca mais voltaram aos níveis de pré-crise.

Diante da gravidade da situação, o governo consegue, em outubro de 1998, fechar um acordo com o FMI no valor de US\$ 41 bilhões. O governo brasileiro em troca se comprometia a estabilizar a dívida líquida em níveis inferiores a 50% do PIB de 2001 e conseguir superávits primários crescentes de 3% - 3,3% do PIB para o triênio 1999-2001.

Antes de analisar a crise cambial brasileira com a luz dos modelos de crises cambiais, a dissertação mostrará como os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira foram se deteriorando em meio à Crise Russa.

A piora nos fundamentos da economia brasileira se deu por causa destes fatores: a queda das exportações; o menor crescimento econômico dos parceiros comerciais brasileiros; a diminuição dos preços dos *commodities*; restrição das linhas de crédito às exportações; a queda do nível de investimento e do crescimento econômico; o aumento do desemprego, (estas três causas estão ligadas ao aumento da taxa de juros); o aumento do déficit público por causa do peso da alta dos juros (o país gastou com juros, em 1998, 8% do PIB, contra gastos de 5% do PIB em 1997); o déficit nas contas correntes de 4% do PIB; a taxa de câmbio sobrevalorizada; a queda veloz das reservas cambiais.

Verificou-se, então que o *spread* sobre os empréstimos dados à economia brasileira cresceu muito, sendo sinal do temor do capital financeiro internacional sobre a situação do País. Segundo Paula e Oreiro e Silva (2003, p.105):

Em agosto de 1998, a economia brasileira viveu novamente momentos de instabilidade, agora provenientes do contágio da Crise Russa. A conjugação desses fatores internos com a conjuntura externa desfavorável, a despeito do programa de assistência financeira coordenado pelo FMI, levou os agentes econômicos a apostar que a política cambial do governo não seria capaz de reverter a trajetória de rápida queda nas reservas internacionais a partir de setembro de 1998.

Assim, o ataque especulativo ao real continuou firme, com as reservas caindo velozmente, em que pese os US\$9 bilhões que o governo conseguiu em dezembro de 1998 junto ao FMI. A crise continuou forte em janeiro de 1999, acarretando a mudança do regime monetário cambial, substituindo-se a banda cambial pela taxa de câmbio flexível com o sistema de metas de inflação: era o fim da âncora cambial do real, que durara cinco anos.

A crise cambial brasileira de 1998-1999 tem aspectos dos modelos de 1^a, 2^a e 3^a gerações. Segundo Molan (2000, p.45):

Ao introduzir as incertezas ou um prêmio de risco, permitindo o financiamento de déficits fiscais através da emissão de títulos, os modelos de primeira geração prevêem elevação das taxas de juros nos momentos anteriores à desvalorização. O câmbio esperado eleva-se em decorrência do aumento na probabilidade de desvalorização conforme aproxima-se o momento do ataque.

É possível verificar isso no caso do Brasil pelo gráfico 25, onde o câmbio esperado eleva-se muito perto das crises asiática e russa.

GRÁFICO 25

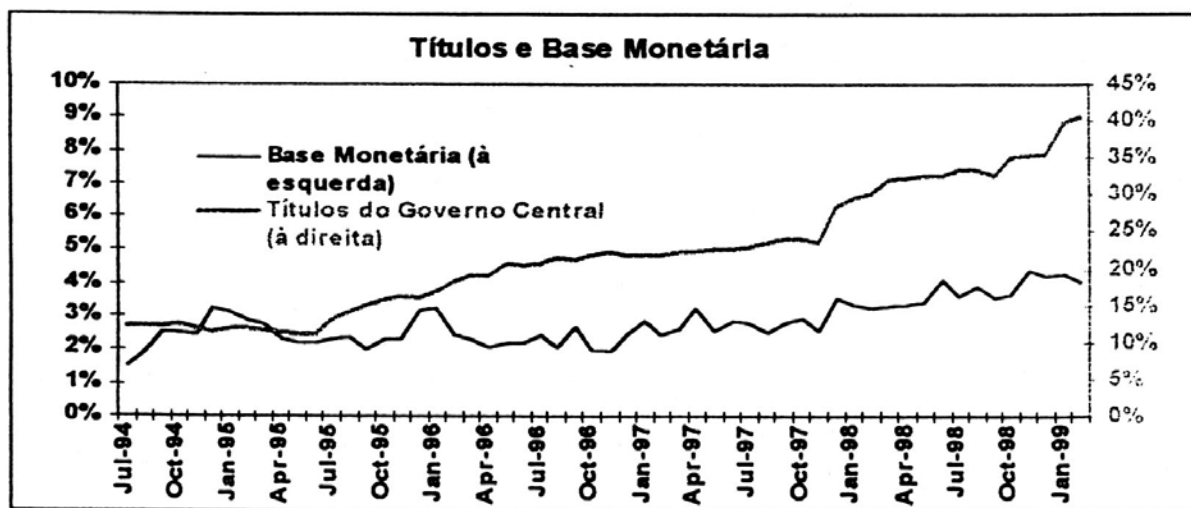
Expectativa de desvalorização do real



Fonte: MOLAN (2000). *Apud*: BM&F (1999)

Já o gráfico 25 indica a preferência do BACEN por financiar o déficit público via emissão de títulos. As reservas do BACEN em dólares iniciam a queda a partir de agosto, quase seis meses antes do colapso do câmbio, em janeiro de 1999.

GRÁFICO 26



Fonte: MOLAN (2000). *Apud*: BACEN (1999)

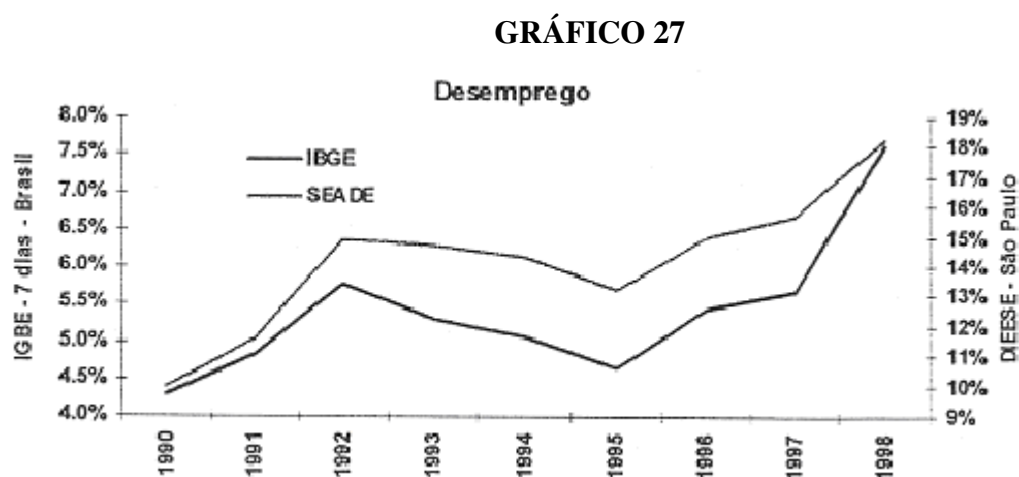
Molan (2000, p.39) nos diz que:

A política fiscal, portanto, apresentou significativa inconsistência em relação ao regime cambial, reduzindo a credibilidade da política econômica. (...) O desajuste das contas públicas teria representado causa do ataque especulativo na medida em que implicou em deterioração das contas externas e elevou a expectativa de expansão monetária futura.

Ver-se-á agora as influências na Crise Brasileira dos elementos dos modelos de segunda geração.

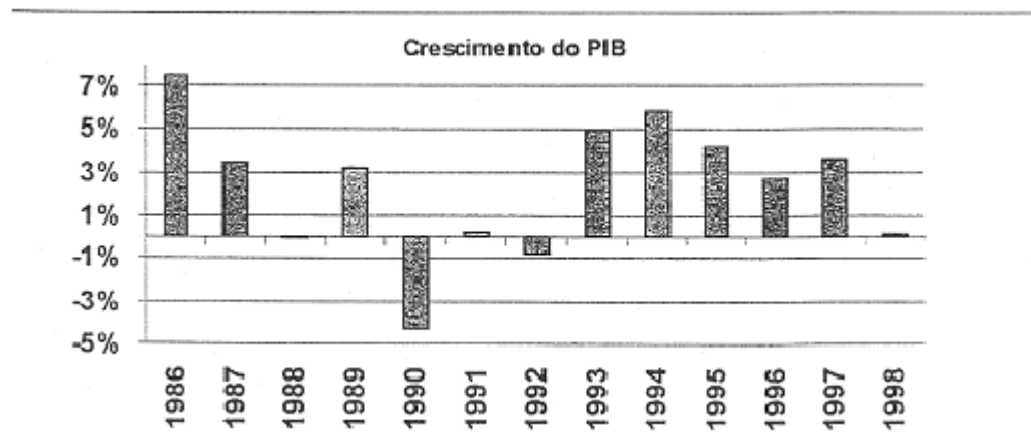
Os elementos dos modelos de 2ª geração que contribuíram para o despontar da crise brasileira de 1999 foram: o desemprego crescente; o quadro recessivo; o grau elevado da dívida do governo, predominantemente via títulos indexados; o déficit na balança de transações correntes.

Os gráficos abaixo se relacionam com esses fatores, indicando piora nos fundamentos macroeconômicos.



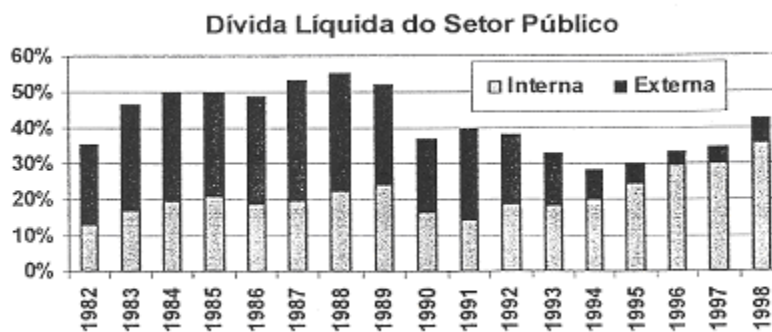
Fonte: MOLAN (2000). Apud: IBGE (1999)

GRÁFICO 28



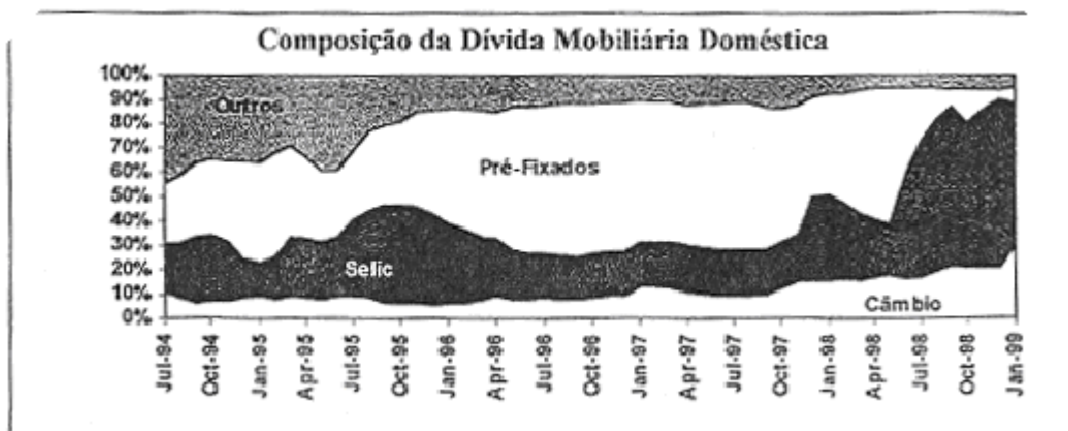
Fonte: MOLAN (2000). Apud: IBGE (1999)

GRÁFICO 29



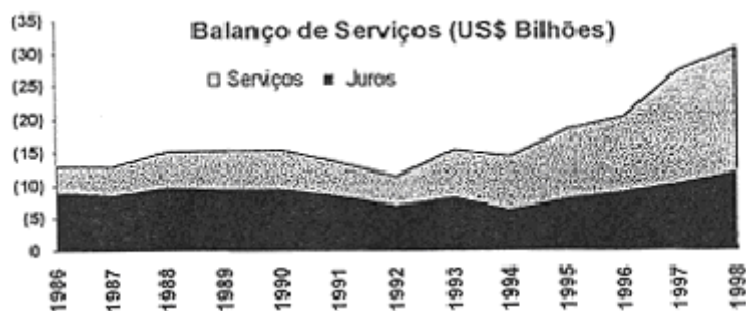
Fonte: MOLAN (2000). Apud: BANCO DO BRASIL (1999)

GRÁFICO 30



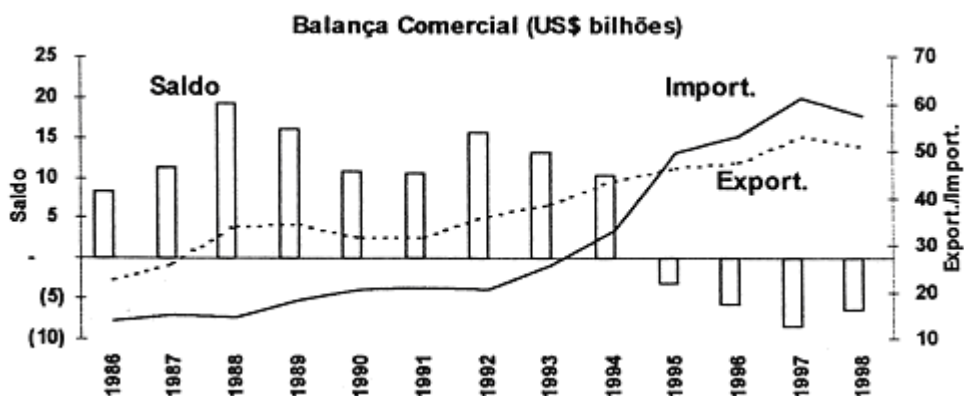
Fonte: Molan (2000).

GRÁFICO 31



Fonte: Molan (2000).

GRÁFICO 32



Fonte: Molan (2000).

Nesse ambiente macroeconômico adverso, com desemprego crescente, baixo nível de atividade econômica, elevando o endividamento público e o déficit em conta corrente, os mercados julgaram que o governo não teria um compromisso firme de elevar por muito tempo a taxa de juros para defender o câmbio, pois os custos disto seriam enormes. Assim de acordo com a lógica dos modelos de 2ª geração, precipitou-se o ataque especulativo.

Mas a questão fundamental que explica a crise cambial é justamente a conjugação dessa deterioração dos fundamentos macroeconômicos com a questão do efeito contágio da Crise Russa. Segundo a teoria do efeito contágio, os mercados de câmbio estão bem vulneráveis à questão do efeito contágio e foi isso o que aconteceu com o mercado de câmbio brasileiro em 1998-1999.

O que ocorreu no Brasil foi que os mercados financeiros internacionais, ao perceberem situação parecida do Brasil em relação à Crise Russa e à Crise Asiática – câmbio fixo, déficit alto

na balança de transações correntes e fragilização financeira da economia e do Estado se houvesse subida muito alta da taxa de juros para defender o câmbio – em um ambiente de informações assimétricas entre os agentes e de altos custos para se poder ter melhores informações sobre o Brasil (tentando diferenciá-lo), resolveram apostar que os *policy makers* brasileiros iriam desvalorizar a taxa de câmbio, e iniciaram o ataque especulativo. Surge, então, o efeito manada, em que os investidores que se julgam menos informados seguem os primeiros que deixaram o País. Assim, vai-se criando uma situação muito difícil de reverter. O Brasil buscou e conseguiu ajuda financeira do FMI e aumentou as taxas de juros, mas não conseguiu deter as fugas de capitais. Finalmente, em janeiro de 1999, o real se desvaloriza como previra²¹ o mercado financeiro internacional.

No período da crise, enquanto o déficit do Balanço de Pagamentos foi de US\$34.380 milhões, as fugas de capitais pela CC5 foram de US\$17.466, ou seja, mais da metade do saldo negativo do Balanço de Pagamentos foi explicado pelas remessas via CC5. Resta dizer que no momento da desvalorização do real, o índice dívida bruta/reservas internacionais era de 648,36% (1º trimestre de 1999), enquanto o índice pré-crise (2º trimestre de 1998) era de apenas 311,46%. Tal índice sinaliza aquilo que ocorreu: com o ataque especulativo de 1998-1999 o Brasil perdeu praticamente metade de suas reservas de dólares.

²¹ Na verdade, foi o mercado que causou a desvalorização do real.

CONCLUSÃO

A principal defesa e justificativa da CC5 era que, ao elevar a mobilidade de capital do Balanço de Pagamentos Brasileiro, ela iria atrair capitais externos numa proporção maior que a saída de capitais do Brasil, elevando as reservas do Banco Central. Porém, como visto na dissertação, no período de 1991-1998, houve uma sangria de recursos pela CC5 de mais de US\$83 bilhões.

Foi visto na dissertação que a CC5 permite uma grande facilidade para se remeter dólares para o exterior e que isso serve para contestar políticas keynesianas de pleno emprego. Relembrando: se o governo abaixar muito as taxas de juros (para padrões de países emergentes) para estimular o investimento, os investidores rentistas nacionais e estrangeiros vão desfazer as suas aplicações em títulos do governo para reaver os reais. Depois eles irão procurar as instituições financeiras não residentes, que têm conta CC5, para fazer a fuga de capitais. Assim, diante desse boicote, o governo não terá alternativa: na falta de controle de capitais, terá que elevar os juros para combater a crise cambial, deixando de lado a política de pleno emprego.

Diante da atual situação em que o Brasil se encontra com o fenômeno das contas CC5, sem as reservas esperadas vindas por elas, e tendo nelas uma porta para as fugas de capitais, quer seja por causa de efeito contágio de crises externas, quer seja por problemas internos da economia, quer seja porque os juros nos EUA cresceram bem, ou ainda por políticas keynesianas de pleno emprego, conclui-se que o atual arranjo institucional das contas CC5 não corresponde aos interesses do país. Visto isto, urge procurar reformular as contas CC5, impondo sobre elas controles sempre que estas forem usadas como forma de diferentes interesses particulares indo de encontro ao interesse coletivo.

Assim, detectado o início de um movimento especulativo pelas CC5 que pudesse desestabilizar o balanço de pagamentos ou possíveis políticas keynesianas, o BACEN não deveria permitir estas transações financeiras cambiais especulativas.

Somente com o BACEN exercendo o direito de intervir nas contas CC5, com controles preventivos de fuga de capitais, o Brasil terá diminuído sua vulnerabilidade externa frente ao capital financeiro e conseguirá recuperar a autonomia da política monetária, para combater o desemprego.

É preciso ainda dizer que doze anos de receituário neoliberal em matéria de política econômica não conseguiram recuperar o crescimento auto-sustentável da economia brasileira, trazendo muito endividamento e vulnerabilidade externa. É preciso, pois, repensar toda a política econômica que vigorou no Brasil neste período, trocando-a por políticas de inspiração keynesianas para se evitar mais uma década perdida. Repensar todo o modelo neoliberal e não somente a CC5, eis o desafio brasileiro no século XXI.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKYÜZ, Y. **On Financial Openess in Developing Countries**. Genebra: Unidad. Material mimeografado.

AMADEO, Edward Jr; DUTT, Amitava Krishna. Os Keynesianos Neo-Ricardianos e Pós-Keynesianos. In: SICSÚ, João; LIMA, Gilberto Tadeu (Org.). **Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e os Keynesianos**. 2003.

ANDRADE, Érika Marques. **Controle de Capital: Uma análise do Caso Brasileiro de 1994 a 2000**. 2002. Dissertação de Mestrado – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

ASSAF, Alexandre Neto. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2003.

AURÉLIO, Marcela Meirelles. **Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento**. Texto para discussão, n.496. Brasília, jul.1997.

AVELLAR, Ana Paula Macedo. **Dívida Mobiliária Federal na Abertura Financeira dos Anos 90**. Campinas: 2001. Dissertação de mestrado.

BACHA, Edmar Lisboa. **Plano Real: Uma Avaliação Preliminar**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 2, n.3. junho. 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Análise do Mercado de Câmbio**. Departamento de Câmbio. Diretoria de assuntos internacionais. 1º trim./1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O Regime Cambial Brasileiro: Evolução Recente e Perspectivas**. Cartilha do Banco Central. Brasília, nov.1993. 23 p.

BATISTA, Paulo Nogueira Jr. O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. **Revista Estudos Avançados**, n.10. 1996.

_____. **Plano Real, Dependência e Dívida Externa**. Conj. de Palestras do Seminário Internacional sobre Dívidas Externas na América Latina e Crise do Sistema Financeiro Internacional. Rio de Janeiro: FGV, 1999.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Plano Real: do Sucesso ao Impasse. **Revista Economia Aplicada**, v.3, n. especial, 1999.

BIANCARELI, André Martins. **Liberalização Financeira, Fluxos de Capitais e Financiamento Externo – 1989-2002**. 2003. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2003.

BRAGA, José Carlos Souza. **Temporalidade da Riqueza**. Campinas: Unicamp (IE), 2000. 342 p.

BRUNS, Juliana Toledo. **Fluxos Externos para a Economia Brasileira entre 1993-99: Uma Análise dos Fatores Determinantes Internos (Push Factors) e Externos (Pul Factors)**. São Paulo: PUC, 2000. Dissertação de mestrado.

CARNEIRO, Ricardo. **O Recuo Tático como Estratégia e a Desestruturação do Estado**. Campinas: Jornal da Unicamp, 2003. Disponível em: <http://www.unicamp.br/unicamp/unicamp_hoje/ju/setembro>. Acesso em 23 jul. 2003.

CARVALHO, Flávia Pereira. **Delfim Neto e o Debate sobre a Política Cambial do Real**. 2001. 32 f. Monografia. Universidade Estadual de Campinas (IE), Campinas, 2001.

CHESNAIS, François. **A Mundialização Financeira**. São Paulo: Xamã, 1998. 334 p.

COSTA, Fernando Nogueira. **Economia em 10 Lições**. São Paulo: Makron Books, 2000. 430 p.

_____. **Economia Monetária e Financeira**. São Paulo: Makron Books, 1999. 341 p.

CURADO, Marcelo Luiz. **Rigidez Comercial, Movimentos de Capitais e Crise Cambial**. Campinas: Unicamp, 2001. Tese de doutorado.

DAVIDSON, Paul. Resgatando a Revolução Keynesiana. In: SICSÚ, João; LIMA, Gilberto Tadeu (Org.). **Macroeconomia de Emprego e de Renda: Keynes e o Keynesianismo**. São Paulo: Manole, 2003. 556 p.

FERRARI FILHO, F. **Da Triade Mobilidade de Capital, Flexibilidade Cambial e Metas de Inflação à Proposição de uma Agenda Econômica Alternativa: uma Estratégia de Desenvolvimento para Economia Brasileira a Luz da Teoria Pós-Keynesiana**. Porto Alegre, 2002. 27p.

FRANCO, Gustavo. O Plano Real em Perspectiva de Médio Prazo. In: VELLOSO, J. P. dos Reis (Org.). **O Brasil e o Mundo**. V.2. São Paulo: José Olympio, 1998.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. **A Abertura Financeira no Governo FHC: Impactos e Consequências. Economia e Sociedade**. N.17, Campinas, SP: Fundap, 2000.

GIAMBIAGI, Fábio; CARVALHO, José Carlos. As Metas de Inflação: Sugestões para um Regime Permanente. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, jul./set. 2002.

GIAMBIAGI, Fábio. **Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso – 1995-2002**. Texto para discussão, n.93. BNDES, 2003.

GONÇALVES, Reinaldo. Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. In: BAUMAM, Renato (Org.). **O Brasil e a Economia Global**. Editora Campus, 1998. 138 p.

HIGA, Ana Paula Harumi. **Impactos da Abertura Financeira no Mercado de Capitais Brasileiros – 1991 a 1997**. 1998. 121 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego do Juros e da Moeda**. São Paulo: Pioneira, 1964. 328 p.

LACERDA, Antônio Corrêa. Abertura Comercial e Governo Collor. In: REGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria (Org.). **Economia Brasileira**. Ed: Saraiva, 2002. p. 181-216.

LAPLANE, Mariano et al. Internacionalização e vulnerabilidade externa. In: **Desnacionalização: mitos, riscos e desafios** (org) LACERDA, Antônio Correia. Ed. Contexto, 2003.

MEIRELLES, Marcela Aurélio. **Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento**. Texto para discussão, n. 496. Brasília: IPEA, 1997.

MODENESI, André de Melo. **Plano Real: da Âncora Monetária à Âncora Cambial**. Texto para discussão. UFF: Economia, 2000.

MOLAN, Maurício Tehdi. **Ataques Especulativos: A Experiência Brasileira. Participação do FMI na Crise Cambial**. São Paulo: FGV, 2000. Dissertação de mestrado.

NETO, Delfim. O Plano Real e a Armadilha do Crescimento Econômico. In: MERCADANTE, Aloízio (Org.). **O Brasil Pós-Real**. Campinas, SP: Unicamp, 1997.

OLIVEIRA, Gesner. **Brasil Real: Desafios da Pós - Estabilização na Virada do Milênio**. São Paulo: Mandarin, 1996. p. 35-103.

OREIRO, José Luis; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da Economia Brasileira. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando (Org.). **Agenda Brasil**. São Paulo: Manole, 2003. 359 p.

PASTORI, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e Estabilização: Algumas Lições da Experiência Brasileira. **Revista Brasileira de Economia**, 1999. p. 3-40.

PAULA, Luiz Fernando; OREIRO, José Luiz; SILVA, Guilherme Jonas Costa. Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Propostas de Política. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luiz; PAULA, Luiz Fernando (Org.). **Agenda Brasil, Políticas Econômicas para Crescimento com Estabilidade de Preços**. São Paulo: Manole, 2003.

PEREIRA, Paulo Miguel. **Paridade de Juros, Fluxo de Capitais e Eficiência do Mercado de Câmbio no Brasil: Evidência dos Anos 90**. 23º Prêmio BNDES em Economia. RJ, 2001.

PIRES DE SOUZA, Francisco Eduardo. A Política de Câmbio do Plano Real (1994-1998). Especificidades da Âncora Brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 5. UFRJ - Instituto de Economia, jan./jul. 1999.

_____. **O novo regime cambial brasileiro e suas conseqüências para a Política Econômica**. Texto para Discussão, n. 18. Rio de Janeiro: BNDES, 1993.

PMDB subordina apoio ao governo à mudança na política econômica. **Jornal de assessoria de Comunicação e Imprensa da UNICAMP**. Campinas, valor – 1 Caderno – mar. 2004.

PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A Economia Brasileira na Década de Noventa**. 1997. 192f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

PRATES, Daniela Magalhães e Freitas; PENIDO, Maria Cristina. **Emissões Brasileiras no Mercado Financeiro Internacional nos Anos 90**. São Paulo: Fundap, 1997.

_____. **Investimento de Portfólio no Mercado Financeiro Doméstico**. São Paulo: Fundap, 1998.

ROCHA, Ângela de Miranda Coelho. **Vulnerabilidade Externa e Crise Cambial: Uma Análise de Três Casos**. Dissertação de mestrado. Unicamp, 2000.

SACHS, Jeffrey; RADELET, Steven. O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático. In: KRUGMAN, Paul. **Crises Monetárias**. São Paulo: Makron Books, 2001. 417 p.

SCHWARTSMAN, Alexandre. **Contas CC5 – Valor Econômico**. Disponível em <<http://www.4.bcb.gov.br/?pcimp20040827>>. Acesso em: 27 de agosto de 2004.

SICSÚ, João; CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais**. 2002.

SICSÚ, João. Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1. Jan./mar. 2002.

SICSÚ, João; OLIVEIRA, Sidney de Castro. Taxa de Juros e Controle da Inflação no Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando (Org.). **Agenda Brasil**. São Paulo: Manole, 2003. 359 p.

SICSÚ, João. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1. Jan./mar. 2002.

SIMÕES, Luiz. **Pela Ética na Gestão do Sistema Financeiro Nacional**. Editora Loyola, 2000.

SINGER, Paul. Uma Alternativa de Política Econômica. In: PAULA, João Antônio (Org.). **A Economia Política da Mudança**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003. 251 p.

TONANI, Andréia. **O Brasil e o Fluxo de Recursos Externos na Década de 1990: Crescimento Econômico e Estabilidade de Preços**. 2001. 92 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Porto Alegre, 2001.

TOSCANO, Idalvo. **As Contas CC5: Um caso particular de flexibilidade no Mercado Cambial**. 2002.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Revista, v.32, n. 89. Brasília, jul./set. 2001.