



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

FERNANDO D'ANGELO MACHADO

**MOBILIDADE DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA
DO BRASIL: A NOVA QUALIDADE DA DEPENDÊNCIA
FINANCEIRA (1990:2010)**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO APRESENTADA
AO INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP
PARA OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM
CIÊNCIAS ECONÔMICAS.**

PROF. DR. PLÍNIO SOARES DE ARRUDA SAMPAIO JUNIOR – ORIENTADOR

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA
DISSERTAÇÃO DEFENDIDA POR FERNANDO D'ANGELO
MACHADO E ORIENTADA PELO PROF. DR. PLÍNIO
SOARES DE ARRUDA SAMPAIO JUNIOR.**

A handwritten signature in blue ink, reading "Plínio Soares de Arruda Sampaio Junior", is written over a horizontal line. The signature is cursive and includes a large, stylized initial "V" at the end.

CAMPINAS, 2011

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR
Maria Teodora Buoro Albertini – CRB8/2142 –
CEDOC/INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

M18m	<p>Machado, Fernando D'Angelo, 1983- Mobilidade de capitais e vulnerabilidade externa do Brasil: a nova qualidade da dependência financeira (1990-2010)/ Fernando D'Ange- lo Machado. – Campinas, SP: [s.n.], 2011.</p> <p>Orientador: Plínio Soares de Arruda Sampaio Junior Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.</p> <p>1. Economia – Brasil. 2. Dependência.3. Crise financeira. 4.Fluxo de capitais. 5. Neoliberalismo. I. Sampaio Junior, Plínio Soares de Arruda, 1957-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.</p>
12-011-BIE	

Informações para Biblioteca Digital

Título em Inglês:Capital mobility and external vulnerability: a new quality of financial dependence (1990-2010)

Palavras-chave em inglês:

Economics - Brazil

Dependency

Financial crises

Capital flows

Neoliberalism

Área de Concentração: Ciências Econômicas

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Plínio Soares de Arruda Sampaio Junior

Daniela Magalhães Prates

Marcelo Dias Carcanhoto

Data da defesa: 20-12-2011

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: FERNANDO D'ANGELO MACHADO

**“Mobilidade de Capitais e Vulnerabilidade Externa do
Brasil: a nova Qualidade da Dependência
Financeira (1990:2010)”**

Defendida em 20 / 12 / 2011

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. PLÍNIO SOARES DE ARRUDA SAMPAIO JUNIOR
Orientador – IE / UNICAMP



Profa. Dra. DANIELA MAGALHÃES PRATES
IE / UNICAMP



Prof. Dr. MARCELO DIAS CARCANHOLO
UFF

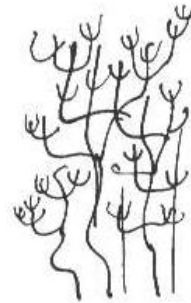
Agradecimentos

Aos meus pais, Carlos Augusto e Conceição, a quem devo o que de mais importante há em minha formação, os valores e a visão crítica. Ao meu irmão Rafael, pelo companheirismo e pelas correções ortográficas. A toda a minha família, avós, tios, tias e primos. Ao prof. Plínio de Arruda Sampaio Jr. pela orientação e pelas valiosas críticas.

Agradeço a Arita, pelo companheirismo, e a Marília e Paloma pela hospitalidade. A Bruno de Conti, grande amigo, pela ajuda, discussões e conselhos. Aos amigos Pedro Rossi e Jaim Júnior, fregueses no futevôlei, e também Adrián, Juan, Rodrigo, Gabei, Diego, Clara, Glaucia, todos companheiros da República do Apolo, agradeço pelos bons momentos. Agradeço também aos atuais companheiros da República Paysandu, Leandro e Quinze, aos colegas e amigos da Unicamp, Flávio Arantes, Marco Antonio, Luciana Seabra, Gustavo Aggio, Luciano Mattos, Vitarque, Henrique e Leandro, e aos amigos da UFRJ, Rodrigo e Daniel Milan.

Gostaria de expressar também minha gratidão aos professores Marcelo Carcanholo (UFF-RJ), Denise Gentil (UFRJ), Daniela Prates, Antonio Carlos Macedo, Rodolfo Hoffman, ao Tony da Cantina e aos funcionários Alex, Fátima, Marinete, Cida, Alemão e Daniel do Instituto de Economia da Unicamp. Finalmente, agradeço também ao CNPQ pelo auxílio financeiro.

ESCUÇAQUI ALMAS
DO OUTRO MUNDO,
OBSERVEM SÓ MINHA
CARA DE INDIGNAÇÃO...



COMO É QUE
É SE INDIGNAR
MESMO, GENTE?



ALGUÉM
LEMBRA, AÍ?



ÊTA NÓS,
HEIM?



Mobilidade de Capitais e Vulnerabilidade Externa do Brasil: a nova qualidade da dependência financeira (1990-2010)

RESUMO:

O objetivo da dissertação é avaliar a mudança quantitativa e qualitativa no grau de vulnerabilidade externa do balanço de pagamentos do Brasil a crises de fuga de capital de 1990 a 2010, tendo em vista a maior facilidade de movimentação e transferência dos estoques de riqueza do país. Tal mudança está associada à forma de integração da economia ao mercado externo e às reformas neoliberais, que acarretaram em uma maior integração do Brasil no mercado financeiro internacional e nos fluxos de investimento direto. A maior mobilidade dos capitais, produtivos e financeiros, alterou o perfil e o comportamento do capital internacional, o que está refletido na maior volubilidade do passivo externo e, em alguma medida, do estoque interno de riqueza. Levando em consideração as profundas mudanças no capitalismo contemporâneo, o estudo passa pelas transformações estruturais da economia e pelas mudanças que alteraram seu grau de abertura financeira e, assim, elevaram o potencial de saída dos estoques de riqueza do país, com sérias consequências sobre a dependência financeira do país.

Palavras Chave: Vulnerabilidade Externa, Mobilidade de Capitais, Capital Internacional, dependência financeira, dívida externa, economia brasileira.

Capital Mobility and External Vulnerability: a new quality of financial dependence (1990-2010)

Abstract:

This dissertation aims to examine the quantitative and qualitative changes in the Brazilian balance of payments' vulnerability degree to capital flight crisis, from 1990 to 2010, related to the greater facility of transferring wealth stocks. These changes are associated to the implementation of neoliberal reforms and to the financial opening and integration of national economy to foreign markets, which resulted in a higher degree of international integration in Brazil. The higher capital mobility, either productive or financial, changed international capital profile and behavior, what is reflected in the increased volatility of foreign liabilities and, to some extent, of domestic stock of wealth. Considering the profound changes in the contemporary capitalism, the work deals with economic structural changes and with the alterations in the degree of external financial liberalization, which increased capital flights risk, with serious impacts over financial dependence.

Key words: External Vulnerability, Neoliberal Regime, Capital mobility, financial dependence, external debt, Brazil.

Índice de Quadros, gráficos e Tabelas

Quadros

Quadro 1. Resumo da legislação cambial básica	21
Quadro 2 -Principais Medidas de Liberalização externa no Período 2003-2010	50
Quadro 3 - Principais Medidas de Liberalização externa – Transações de entrada (2003 -2010)	51
Quadro 4 - Medidas de Liberalização Externa – Transações de Safda (2003-2010)	55
Quadro 5 - Principais medidas de abertura Financeira de nível III (Convertibilidade da Moeda) no período 2003-2010	57

Gráficos

Gráfico I - Estoque de Passivo Externo brasileiro – Dívida Externa e IED (1980 a 1990)	65
Gráfico II – Balanço de Pagamentos Brasileiro (1980 a 2010)	67
Gráfico III– Necessidade de Financiamento Externo (1980 a 2010)	69
Gráfico IV – Fluxo de Investimentos Estrangeiros entre 1980 e 2010	75
Gráfico V – Passivo Externo “Líquido” e Passivo Externo Financeiro Líquido (1995-2011) - US\$bilhões	78
Gráfico VI – Composição do Passivo Externo Brasileiro	80
Gráfico VII – Estoques de Investimento estrangeiro em carteira – (1995-2010)	83
Gráfico VIII – Investimento estrangeiro em carteira – estoque e fluxos (1999-2010)	85
Gráfico IX – Gráfico Liquidez Externa(1995-2010) -R\$ Bilhões	88
Gráfico X – Meios de Pagamento Ampliados - (1995-2010) Saldo em final de período – R\$ Bilhões	90
Gráfico XI – Meios de pagamento ampliados % do PIB	91
Gráfico XII – Indicador de mobilidade dos Capitais (1981-2010)	92

Tabelas

Tabela I – Indicadores de Solvência Externa (1994-2010)	87
---	----

Anexo I

Quadro 6 – Rubricas do balanço de pagamentos que compõe o IIFC	111
Tabela II – Indicadores de Liquidez Externa (1994-2010)	112
Tabela III – Passivo Externo (1995-2010) – US\$ Bilhões	112
Tabela IV - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: Média entre 81 e 2010 - contas selecionadas	113
Tabela V – Fluxos Financeiros (1981 a 2010)	113
Tabela VI - Serviço do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2010)	114
Tabela VII – Meios de Pagamento Ampliados – Composição do M4 – R\$ bilhões	115
Tabela VIII - Indicadores de Endividamento Externo - % (1980 a 1999)	115
Tabela IX - Indicadores de Endividamento Externo - % (2000 a 2010)	116
Tabela X - Indicadores de Endividamento Externo -Razão (1980 a 2010)	116
Tabela XI – Títulos da DPMFi detidos por Não Residentes	117
Tabela XII – Passivo Externo de Curto Prazo (1995-2010) – US\$ bilhões	118
Gráfico XIII - Investimento Estrangeiro Direto/PIB e Transações correntes/ PIB (1979-2011)	119
Gráfico XIV - Transações Correntes e IED líquido – 1979 a 2011	119
Gráfico XV – Passivo Externo e Fluxo de Rendas (1994-2010)	120
Gráfico XVI – Balanço de Pagamentos (% do PIB) - (1980 a 2000)	120
Gráfico XVII – Taxa de câmbio - Dólar americano (venda) u.m.c./US\$ (1994-2011)	121
Gráfico XVIII – Índice da taxa de câmbio real (IPCA) - Jun/1994=100 - Dólar americano (1988-2011)	121

Anexo II

Quadro 7. Liberalização financeira externa do Brasil - Resoluções do Banco Central do Brasil de 2005 a 2010	122
Quadro 8. Liberalização financeira externa do Brasil – Circulares do BCB de 2005 a 2010	127
Quadro 9. Liberalização financeira externa do Brasil – Outros (2005 a 2010)	130

Mobilidade de Capitais e Vulnerabilidade Externa do Brasil: a nova qualidade da dependência financeira (1990-2010)

Introdução	1
Capítulo I	
O Capital Internacional e a nova era do Capital Liberalizado	5
1.1 <i>Introdução</i>	5
1.2 <i>O conceito Caiopradiano de Capital Internacional</i>	5
1.3 <i>Internacionalização produtiva, crise e globalização neoliberal</i>	8
1.4 <i>Considerações Finais</i>	17
Capítulo II	
Alterações no marco regulatório relativas à movimentação externa de capital no Brasil (1980- 2010)	19
2.1 <i>Introdução</i>	19
2.2 <i>Os Pilares Básicos da Legislação relativa a movimentação externa de capital</i>	20
2.3 <i>O início de Fato da Liberalização Externa (1987-1998)</i>	25
2.4 <i>Medidas de abertura externa após a crise cambial e aprofundamento do processo de abertura externa (1999-2010)</i>	42
2.5 <i>Considerações Finais</i>	58
Capítulo III	
A nova dimensão da Vulnerabilidade Externa da economia brasileira	61
3.1 <i>Introdução</i>	61
3.2 <i>A Dependência do capital Externo</i>	63
3.3 <i>O Passivo Externo Brasileiro</i>	72
3.4 <i>Indicadores de Endividamento externo</i>	86
3.5 <i>A mobilidade dos estoques de riqueza internos</i>	89
3.6 <i>Considerações finais</i>	94
CONCLUSÃO	97
Referências Bibliográficas	101
ANEXO I – Gráficos, Quadros e Tabelas	111
Anexo II - Principais Medidas de Abertura financeira (2003 a 2010)	122
<i>Resoluções do Banco Central do Brasil</i>	122
<i>Circulares do Banco Central do Brasil</i>	127
<i>Outros</i>	130

Introdução

A evolução econômica de um país é fortemente influenciada pelo seu padrão de inserção internacional. Este padrão, por sua vez, é estabelecido a partir de certas características estruturais determinadas no processo de formação econômica do país. A economia brasileira tem um histórico de profundas relações com o exterior e de grande dependência em relação ao capital internacional. A configuração das relações do Brasil com o exterior influencia a forma da vulnerabilidade da economia frente a crises e a mudanças no cenário econômico internacional.

Durante a década de oitenta, o funcionamento da economia mundial passou por diversas transformações, resultantes da reação à crise mundial da década de setenta. Essas transformações nos levaram a um regime que procura incessantemente ampliar a liberdade do capital, através da disseminação de políticas neoliberais ao redor do mundo. O movimento reflete a ofensiva do capital contra o trabalho, bem como um processo de progressivo comprometimento da capacidade do Estado para realizar políticas públicas destinadas a defender a economia popular e os interesses nacionais. Como consequência da incerteza engendrada pela crise de superprodução, o movimento de internacionalização do capital entrou numa nova fase, impulsionado pela integração internacional dos mercados financeiros e pela liberalização que levou à progressiva abertura dos mercados nacionais.

A onda de políticas neoliberais atinge o Brasil no fim dos anos oitenta, quando o país aplica as recomendações de política econômica dos organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), e inicia seu processo de abertura comercial e financeira. Todavia, é a partir da década de noventa que o processo de liberalização e as reformas no sentido de uma maior abertura financeira são de fato implementadas. Os fluxos de capitais para a economia brasileira e outros países periféricos voltam a ganhar força em um ambiente de maior liberdade de capitais e de maior liquidez internacional. Esse é um período de muitas transformações que se configura como um período de transição para um novo modelo de funcionamento da economia, um modelo de economia de mercado, onde é distinta a forma de participação do Estado na economia.

Ao longo de sua história, a economia brasileira apresentou diferentes padrões de inserção internacional, que variaram conforme a forma de interação da nossa economia com a economia mundial. As transformações sócio-econômicas e técnico-produtivas ocorridas na economia brasileira a partir dos anos noventa, juntamente com a política econômica e social

implementada pelo Estado, conferiram ao capitalismo brasileiro determinadas características estruturais que permitem o reconhecimento da vigência de um novo “modelo”, ou “padrão”, de desenvolvimento capitalista no país.

Quando o movimento de liberalização se aprofunda na década de noventa, o capital financeiro vai se configurando como condutor do processo de mudanças da economia. As mudanças reforçam o caráter privatista do modelo de economia de mercado, com uma maior mobilidade de capitais e uma importância crescente do mercado financeiro. O aumento da liquidez internacional funciona como um estímulo à internacionalização do capital e intensifica a tendência à valorização da moeda doméstica e aos déficits crescentes em conta corrente. A maior mobilidade dos capitais também coloca novos desafios para o gerenciamento do balanço de pagamentos e para a implementação de políticas públicas.

O novo modelo de política econômica e a liberalização financeira da economia tiveram como consequência uma mudança nas condições de entrada, permanência e saída de capitais. Esses dois movimentos acabaram alterando o grau de substitutibilidade dos estoques de ativos e passivos externos e internos e, assim, a vulnerabilidade externa do país.

A dívida externa foi o centro dos debates entre economistas que procuraram analisar a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira durante os anos oitenta e noventa. Para alguns economistas essa dimensão financeira da questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira perdeu importância na década de dois mil na medida em que o Estado Brasileiro reduziu seu endividamento em moeda estrangeira e acumulou um elevado montante de reservas internacionais. Contudo, o crescimento dos estoques de riqueza com perfil de capital internacional, ou seja, com mobilidade espacial, horizonte de valorização internacional e com uma relação oportunista com o espaço econômico nacional, recolocou a questão da vulnerabilidade externa em novos termos. Tanto o elevado crescimento do passivo externo brasileiro e a mudança de sua composição quanto o crescimento dos estoques de riqueza passíveis de um ataque contra as reservas fizeram emergir uma nova forma de dependência financeira na economia brasileira. A hipótese central do trabalho, portanto, é a de que houve uma mudança quantitativa e qualitativa na vulnerabilidade da economia brasileira entre os anos oitenta e dois mil, que se deve à maior mobilidade dos capitais nacionais e internacionais.

Nesta dissertação pretende-se percorrer um trajeto que passe por aspectos históricos e teóricos e que possibilitem a melhor compreensão das transformações da economia brasileira e da

forma de sua vulnerabilidade externa. No capítulo I, o principal objetivo será o de caracterizar o capital internacional segundo Caio Prado, caracterização que servirá de instrumento para a análise da questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Na segunda parte do capítulo I analisam-se as transformações da economia mundial com a mudança do padrão de acumulação e a alteração da forma de circulação internacional do capital. A análise passa pelo processo de mundialização do capital com o foco voltado para a lógica de movimentação do capital que se estabelece.

No capítulo II, procurar-se-á descrever a evolução recente do aparato normativo relativo à movimentação externa de capital e analisar como essas alterações impactaram o grau de abertura financeira da economia brasileira e, assim, a mobilidade de capitais internos e externos ao longo dos últimos 30 anos, destacando os principais marcos do processo da liberalização financeira externa.

No capítulo III, o esforço será o de mostrar a mudança quantitativa e qualitativa que ocorre na forma em que se apresenta a dependência financeira do país, com base na observação das mudanças nas condições de entrada, permanência e saída de capitais, considerando as alterações no comportamento dos capitais ligadas à importância crescente do mercado financeiro na economia brasileira e à crescente mobilidade de capitais. A vulnerabilidade externa agora adquire uma nova forma, que se deve tanto ao crescimento do passivo externo e à necessidade crescente de financiamento da conta corrente quanto ao aumento da mobilidade do passivo externo e dos estoques de riqueza internos. Ou seja, a maior mobilidade dos capitais, internos e externos, deixa o país mais suscetível a crises decorrentes de fugas de capitais.

CAPÍTULO I

O Capital Internacional e a nova era do Capital Liberalizado

1.1 Introdução

O objetivo deste trabalho é discutir a vulnerabilidade externa da economia brasileira frente às mudanças no cenário econômico internacional de crescente mobilidade de capitais. O trabalho propõe-se a debater as transformações ocorridas na forma da vulnerabilidade externa brasileira nas décadas de 1990 e 2000. Para tanto, se faz necessária uma revisão teórica e histórica que procure equacionar a relação do capital internacional com o espaço econômico nacional e fornecer um panorama das transformações do cenário econômico internacional.

A fim de equacionar o marco teórico do trabalho, partiremos do conceito de capital internacional de Caio Prado para analisar a relação do capital internacional com o espaço econômico nacional, no item 1.2. E, no item 1.3, para entender o contexto que condiciona o cenário econômico internacional e as mudanças econômicas e institucionais que se iniciam nos anos 80, examinaremos as transformações da economia mundial e o processo de progressivo aumento da mobilidade dos capitais que impactou de forma significativa a dinâmica da economia e das finanças internacionais. O item 1.4 traz as considerações finais.

1.2 O conceito Caiopradiano de Capital Internacional

A evolução dos países da periferia dentro do sistema capitalista sempre se apresentou diversa daquela dos países do centro. Segundo Caio Prado, essa diversidade pode ser percebida nas formas de organização de classe, das relações de produção e trabalho e no grau de desenvolvimento das forças produtivas. Pode ser percebida, também, pela posição periférica e complementar que essas economias ocupam dentro do sistema econômico mundial¹.

Em sua análise do Brasil, Caio Prado parte de uma perspectiva que considera que o país sofre as contingências do sistema econômico internacional de que é parte dependente e subordinada, a ele se adaptando². Segundo o autor, a posição subordinada do Brasil relaciona-se com a dependência de capitais e investimentos estrangeiros³. Para ele, é através do investimento

¹ É por isso que, segundo Caio Prado Jr, “Não se deve analisar o Brasil a partir dos modelos utilizados para os países desenvolvidos, cuja evolução histórica foi desde seu principio tão diversa” (Prado Jr., 1966:78).

² Para Caio Prado, “[O subdesenvolvimento] Envolve sobretudo a posição periférica e complementar que certos países ocupam no sistema do capitalismo. É essa posição que faz deles, países subdesenvolvidos e os caracteriza como tal.” (Prado Jr., 1960, p.192) Ainda, é preciso considerar que “[o]s países que ocupam respectivamente o centro e a periferia do atual sistema internacional do capitalismo estão grandemente distanciados uns dos outros, tanto pela estrutura orgânica de sua economia, como sobretudo pela natureza das questões e dos problemas que neles se propõem” (Prado Jr., 1960, p.214).

³ Para Caio Prado, a exportação de capital acompanhava as profundas transformações vividas no capitalismo e, quando de sua análise, não deveria ser confundida com uma simples transferência de capital, onde a propriedade e a produção do excedente

“que se realiza o controle capitalista da produção e das atividades econômicas em geral” e, “(...) é o fator capital que constitui o elemento estimulador e controlador da atividade econômica”. O autor argumenta ainda que, após o advento do imperialismo, “é (...) através da projeção internacional do capital orientado e dirigido pelos centros do sistema (...) que se realiza a dominação sobre os países periféricos do nosso tipo” (Prado Jr., 1955:85). Por isso, o autor destaca que “[a] expansão internacional, longe de constituir mera inversão de capitais excedentes em busca de aplicação no exterior, é sobretudo instrumento de controle e domínio econômicos” (Prado Jr., 1945:326).

A visão de Caio Prado, portanto, “era que as relações imperialistas haviam submetido o país a diversos elementos que condicionavam a estrutura e o desempenho de sua economia” (Colistete, 1991). Para o autor, o controle internacional dos capitais e a precariedade da conjuntura mercantil, associada à pobreza do país e ao caráter secundário do mercado brasileiro no contexto do mercado mundial, são os fatores determinantes da incerteza estrutural⁴ responsável pela instabilidade do processo de acumulação de capital nessas economias⁵. Esta incerteza “delimita as potencialidades do espaço econômico nacional como base de reprodução ampliada do capital” e impede que o mercado interno se firme “como horizonte de acumulação e instância de validação social do circuito de valorização do capital” e que o processo de acumulação de capital subordine-se à vontade da sociedade nacional (Sampaio Jr., 1999:107-120).

Essa elevada incerteza que cerca as economias periféricas manifesta-se nos riscos associados às condições internas de realização do capital e às possibilidades de conversão do lucro em moeda estrangeira e oportunidades de valorização em outras regiões⁶. E, em razão dessa incerteza, o capital internacional⁷ exige o máximo de mobilidade espacial e estabelece um vínculo oportunista com o espaço econômico nacional, que pode ser alterado em função de

econômico desvinculam-se de sua origem” e “nos fluxos de investimentos que foram direcionados para o país estavam embutidas relações de poder e controle exercidas pelos grupos financeiros internacionais.” (Colistete, 1991:176). Caio Prado destaca ainda que “O investimento não constitui senão o ato pelo qual se realiza e se efetiva o controle capitalista da produção e das atividades econômicas em geral; o que quer dizer, de um setor essencial e fundamental da vida coletiva.” (Prado Jr., 1955:P.85).

⁴ Para mais detalhes sobre o conceito de incerteza estrutural, ver Sampaio Jr.(1999:119)

⁵ Sampaio Jr.(1999:116-117), coloca a questão nos seguintes termos: “Na sua concepção [Caio Prado], a precariedade da conjuntura mercantil é explicada por duas ordens de fatores. De um lado, a mobilidade espacial do capital internacional não permite que o mercado interno se firme como instância estratégica da concorrência intercapitalista. De outro, a presença de uma superpopulação relativa permanentemente marginalizada do mercado de trabalho bloqueia os mecanismos de socialização dos frutos do progresso econômico, o que restringe o processo de ampliação e diversificação do mercado consumidor”.

⁶ Além disso, como bem destaca Sampaio Jr. (1999:423) “(...) a discrepância entre a riqueza acumulada nas mãos do capital internacional e a capacidade de gerar divisas significava uma forte elevação na dependência financeira e uma mudança de qualidade e no grau de incerteza cambial da economia brasileira”.

⁷ Na caracterização de capital internacional, Caio Prado Jr. refere-se tanto ao capital mercantil quanto ao capital financeiro.

mudanças nas condições internas, externas e/ou nas condições para a conversão dos lucros em moeda internacional. E isto porque “como o capital internacional só se realiza quando se transforma em moeda conversível, a extrema vulnerabilidade do balanço de pagamentos das economias subdesenvolvidas torna-se uma fonte adicional de imprevisibilidade que solapa a confiança da iniciativa privada internacional no futuro de seus negócios” (Sampaio Jr.,1999:109).

Ao exigir mobilidade e manter a perspectiva internacional de valorização, o capital internacional, sempre atento às oportunidades em outros campos, mantém aberta a possibilidade de, a qualquer momento, deslocar-se para outros setores de atividade e/ou até mesmo para o exterior, em regiões onde haja melhores oportunidades de lucro⁸. Desse modo, se as oportunidades existentes em outras praças se tornarem mais interessantes, eles tendem a redefinir unilateralmente seus vínculos com esses espaços econômicos. Isto ocorre também porque “o capital internacional tem fortes incertezas quanto à melhor distribuição espacial de seus investimentos” e, na perspectiva do capital internacional, o espaço econômico das economias periféricas “não passa de um mero apêndice do mercado global” (Sampaio Jr.,1999:108).

Desse modo, pode-se definir o conceito Caiopradiano de capital internacional a partir de duas idéias fundamentais: o nexos volátil do capital com o espaço econômico nacional e o horizonte de valorização internacional, segundo Sampaio Jr.(1999:105, rodapé):

“Caio Prado utiliza a idéia de ‘capital internacional’ para qualificar a falta de nexos do capital com o espaço econômico nacional e não para designar a nacionalidade da pessoa jurídica que controla o capital. Portanto, um capital de origem nativa poderia perfeitamente ser enquadrado na categoria de capital internacional se seu horizonte de acumulação extrapolasse as fronteiras do espaço econômico.”

O capital internacional é, assim, caracterizado pelo seu horizonte de acumulação internacional e pela sua mobilidade e nexos extraordinariamente voláteis com o espaço econômico nacional, o que é explicado pelo controle internacional do capital e pela precariedade da conjuntura mercantil. A implicação da extensa e contundente atuação do capital internacional e da incerteza que assola o espaço econômico periférico é a ocorrência de um tipo de formação social que fica a mercê dos ritmos e das necessidades impostas pelo movimento de reprodução ampliada do capital internacional. É a incerteza, portanto, que provoca instabilidade no processo

⁸“(…) a política financeira de qualquer empreendimento comercial é norteada unicamente por interesses estritamente comerciais que no caso das empresas estrangeiras que operam em países como o nosso, tem seu centro nevrálgico e decisório muito distante de nós. A perspectiva dessas empresas é internacional, e basta que em qualquer parte do mundo se apresentem oportunidades mais favoráveis – e isso sempre pode ocorrer e efetivamente ocorre nesta permanente variação da conjuntura que caracteriza a vida econômica moderna – para que as atenções e capitais de empresas internacionalmente organizadas se desloquem do nosso país. Os riscos e prejuízos que isso representa para a estabilidade e normalidade das atividades econômicas de países dependentes como nós, são consideráveis.” (Prado Jr., 1958:38)

de acumulação de capital nesses espaços, com sérios impactos sobre a estrutura econômica e sobre o tipo de vínculo que se estabelece entre o capital internacional e o espaço econômico nacional. Como destaca Sampaio Jr.(1999:120)

A impossibilidade de previsões razoavelmente seguras quanto à trajetória futura da economia faz com que a expectativa de longo prazo de valorização da riqueza capitalista se transforme em um caleidoscópio ultra sensível. Por isso, o modo de organização do capital tende a assumir a forma mais líquida possível e a racionalidade burguesa tende a adquirir um caráter particularmente especulativo.

No plano teórico cabe, portanto, enfatizar a contribuição do conceito caiopradiano de Capital Internacional para a análise dos impactos da atuação desse capital sobre a estrutura da economia nacional, sobre o caráter oportunista da produção e sobre a incerteza do espaço econômico periférico. Este conceito é útil também para compreensão das limitações do país para escapar às sobredeterminações do capitalismo mundial⁹. Em sua análise, Caio Prado chega a conclusão de que, em função do controle internacional do capital e da precariedade da conjuntura mercantil, uma economia dependente se encontra muito mais vulnerável a mudanças bruscas, determinadas por agentes externos. Mudanças essas que podem significar uma readequação do perfil da economia e estão sujeitas às necessidades do mercado internacional em termos de mercadorias e objetivos dos grandes investidores internacionais. A vulnerabilidade externa decorreria, deste modo, do fato de que “[n]o sistema capitalista, são as decisões dos detentores particulares de capital que dispõem da vida econômica dos povos” (Prado Jr., 1958:39).

1.3 Internacionalização produtiva, crise e globalização neoliberal

No pós guerra, o rumo que a economia mundial seguiu foi determinado pela postura e objetivo de dominação dos Estados Unidos. Nesse período, os Estados Unidos já se mostravam como uma “força dirigente no sentido de uma ordem de comércio liberal e de liberdade de investimento internacional” (Panitch e Gindin, 2005:50) e procuravam se articular de forma a estabelecer sua supremacia¹⁰. Segundo esses autores, na época da entrada dos EUA na Segunda Guerra Mundial houve um grande consenso nos círculos capitalista e estatal de que a reconstrução de um sistema de livre-comércio global seria prioridade máxima para o mundo pós-

⁹ “Ao sintetizar as circunstâncias históricas, externas e internas, que influenciam a formação das expectativas de longo prazo de valorização do capital, esta noção nos permite caracterizar de forma mais adequada a extrema vulnerabilidade das economias subdesenvolvidas às vicissitudes da economia internacional e a influência desta situação sobre a conjuntura mercantil e as formas de organização da produção.” (Sampaio Jr.,1999:119)

¹⁰ Gill (2005) e Panitch e Gindin (2005)

guerra¹¹. A conjugação de forças do período culminou na ordem monetária de Bretton Woods, que estabelecia taxas de câmbios fixas, controles de capitais e uma maior autonomia de política econômica doméstica no que se refere à moeda e ao crédito. Ainda assim, Bretton Woods marca o início de um período de avanço na internacionalização do capital importante na construção das bases do desenvolvimento capitalista posterior. Como destacam Panitch e Gindin, (2004:23):

A reconstrução da ordem mundial capitalista do pós-guerra foi uma resposta direta da parte dos estados capitalistas avançados ao fracasso prematuro da globalização. Mediante a infra-estrutura de Bretton Woods, que estabelecia uma nova ordem liberal de comércio, a lógica dinâmica da globalização capitalista foi desencadeada mais uma vez. Durante a breve “idade de ouro” do pós-guerra, a globalização capitalista foi reavivada - mediante a aceleração do comércio, do investimento estrangeiro direto e da crescente internacionalização financeira.

A atuação internacional dos Estados Unidos, muito marcada pela penetração econômica através dos investimentos diretos, procurou integrar internacionalmente a economia dos países. Essa integração tomou forma primeiro, nos países centrais, de investimentos diretos dos EUA através do Plano Marshall¹² e, depois, com o progressivo fortalecimento e aumento da competitividade da economia desses países, de investimentos cruzados. Ao falar sobre esse processo, Panitch & Gindin (2004:42) destacam que “[a]s corporações norte-americanas, em particular, estavam se convertendo em redes de conexão transnacionais entre provedores, financistas e mercados de consumo (fortalecendo assim uma ordem comercial liberalizada como meio de assegurar redes internacionais de produção ainda mais estreitas)”.

O movimento de internacionalização levou à formação de redes de finanças e produção integradas que superavam fronteiras. Essas redes integradas fortaleceram a interdependência entre os países e também fizeram com que os países estabelecessem entre si

¹¹ “Na época da entrada dos EUA na Segunda Guerra Mundial houve um grande consenso nos círculos capitalista e estatal de que a reconstrução de um sistema de livre-comércio global seria prioridade máxima para o mundo pós-guerra. (...), Roosevelt disse em setembro de 1942 (...) ‘Nestes tempos devemos saber como fazer o uso completo da vitória’. O que ele queria dizer com isso é que, distintamente do final da Primeira Guerra Mundial, o governo dos EUA agora ‘conquistaria seus aliados de maneira mais iluminada, exigindo concessões econômicas de natureza legal e política ao invés de buscar futilmente o pagamento de seus empréstimos de guerra’ (7). Os editores das revistas *Fortune*, *Time* e *Life*, em uma afirmação conjunta em 1942, pediram por um ‘novo imperialismo estadunidense’, cujo objetivo seria ‘promover e desenvolver o empreendimento privado, ao remover as barreiras à sua expansão natural’, e ao criar “um contexto expansionista no qual tarifas, subsídios, monopólios, regime trabalhista restritivo... e todas as outras barreiras a uma posterior expansão possam ser removidos’. Esta visão era surpreendentemente similar àquilo que posteriormente seria chamado de neoliberalismo, em que ‘o livre comércio universal’ era visto como ‘o objetivo primordial de um mundo racional’ (8)” (Panitch e Gindin, 2005:53).

¹² Para Panitch e Gindin (2004:42) “...o fator determinante para fortalecer os novos laços imperiais durante o pós-guerra foi o investimento estrangeiro direto como mecanismo principal da exportação de capital e integração internacional”. Segundo Gill (2005:27) “Do Plano Marshall em diante os EUA tomaram iniciativas para tornar os territórios estrangeiros mais permeáveis aos capitais móveis.” Nos países subdesenvolvidos a integração se deu pela via do investimento unilateral em setores estratégicos e a penetração do capital internacional nessas economias contribuiu para a perpetuação da relação de dominação.

vínculos institucionais mais estreitos¹³. A internacionalização dos circuitos do capital viria a dar origem a uma economia mundial estreitamente integrada. A internacionalização da produção foi acompanhada pela internacionalização dos bancos que, além de dar suporte à internacionalização da produção, procuravam absorver os excessos de dólares do Balanço de pagamentos dos Estados Unidos. A internacionalização dos bancos americanos e europeus permitiu que eles fugissem às regulações nacionais, como os controles de capitais e tetos de taxas de juros nos Estados Unidos. Esse comportamento teve como consequência a emergência dos euromercados¹⁴ e o surgimento de um circuito financeiro “internacionalizado”. Este movimento já sinalizava o início de um processo que resultaria num estágio mais avançado da internacionalização do capital.

Na década de setenta, o padrão de acumulação entrou em crise. A lucratividade do capital foi fortemente pressionada pela intensificação da competição e a saída de capitais dos Estados Unidos levou os países a questionarem a convertibilidade do ouro em dólar. Isto, junto ao aumento da especulação com as moedas pelo euromercado, acabou levando ao fim da conversibilidade do dólar em ouro ainda no início da década de setenta.

A manutenção da crise durante a década de setenta levou os Estados Unidos a elevar a níveis altíssimos as taxas de juros em 1979. Esse aumento da taxa de juros marcou o início da vigência de um novo padrão de acumulação. O inédito aumento tratou de estabelecer uma disciplina econômica interna nos Estados Unidos, ao mesmo tempo em que “conduziu a uma reestruturação vital do trabalho e da indústria e atraiu a confiança necessária que os mercados de dinheiro e os bancos centrais estavam procurando” (Panitch e Gindin, 2004:44). Com isso, o governo dos Estados Unidos procurou remover os obstáculos à acumulação do ponto de vista do capital¹⁵. A alta da taxa de juros veio acompanhada da abertura do mercado de capitais e estimulou a entrada de capitais nos Estados Unidos ao mesmo tempo em que contribuiu para que o dólar recuperasse sua força. Esse movimento, que buscava restaurar as condições de

¹³ “O Estado dos EUA não apenas ditou aos estados europeus como estruturar suas opções no período pós-guerra como também a reprodução do capitalismo europeu dependeu de sua integração internacional. Portanto, ele ‘internacionalizou’ tais estados com relação a seus objetivos e responsabilidades consequentes.”(Panitch e Gindin, 2005:53)

¹⁴ Esta grande inovação [o *mercado de euromoedas*] ganhou importância durante o início dos anos 1960, quando injeções excessivas de dólares na circulação internacional pelo crescimento contínuo de déficits de saldos de pagamentos dos Estados Unidos buscavam um novo circuito de absorção. Composta de depósitos e empréstimos bancários em moedas centrais *fora* do seu país de emissão original (...), esta rede de bancos globais ultrapassou o alcance dos bancos centrais. (...) possibilitou que bancos e seus clientes driblassem as regulamentações nacionais, mais notadamente os controles de capital e tetos de taxas de juros nos Estados Unidos. (Guttmann, 2008:16)

¹⁵ Para Panitch e Gindin (2005:61) “O que o *shock* Volcker criou em termos de políticas, tratava-se de limitar o crescimento da oferta de moeda e permitir que as taxas de juros subissem a qualquer nível – e a qualquer custo econômico de curto prazo – que fosse necessário para quebrar a inflação e a força dos trabalhadores”. Ele destaca ainda que “o tema real não foi tanto o de encontrar a política monetária correta, mas sim reestruturar as relações de classe.”

rentabilidade do capital financeiro tanto nos Estados Unidos como fora dele ¹⁶, representou um compromisso com a reprodução do capital e marcou o novo modelo de política econômica que passa a vigorar a partir da década de oitenta. Para Panitch & Gindin (2005:64):

Foi nessas bases que o estado dos EUA reconquistou a confiança de Wall Street e dos mercados financeiros de maneira mais geral. Isto se provou o pivô da reconstituição do império estadunidense por liberar a nova forma de domínio social posteriormente chamada de “neoliberalismo” promovendo a expansão de mercados e usando sua disciplina para remover as barreiras à acumulação que as conquistas democráticas prévias tinham alcançado. Como veículos para a forma mais móvel de capital, os novos mercados financeiros contribuíram fortemente para a universalização do neoliberalismo nos '80 e '90.

O novo modelo dominado pela lógica das finanças ganha força a partir da revolução conservadora dos Governos Reagan nos EUA (1981-1988) e Thatcher na Inglaterra (1979-1990). Esse modelo foi implementado a partir de reformas cujo objetivo era expandir o horizonte do processo de acumulação e de circulação internacional do capital e levar adiante a privatização e internacionalização dos mercados. A partir de então as mudanças, sejam elas de comportamento ou regulatórias, têm sido, em grande medida, formatadas pelos interesses do setor financeiro ¹⁷. Essas mudanças dizem respeito tanto à estrutura e operação dos mercados financeiros quanto ao comportamento das empresas não financeiras e à política econômica (Palley, 2007). O novo sistema que emerge, associado ao novo padrão de acumulação, tem como características regimes de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Como destaca Prates (2002):

A emergência do ambiente de livre mobilidade de capitais foi, por sua vez, o determinante em última instância do colapso do regime de paridade fixas de Bretton Woods, substituído por um regime de câmbio flutuante ou flexível. Como destaca Eichengreen (1996), estas duas dimensões estão intrinsecamente vinculadas: a tendência de aumento da flexibilidade cambial no pós-guerra constitui uma conseqüência inevitável da crescente mobilidade de capitais.

A maior mobilidade dos capitais impulsionou o desenvolvimento das finanças, que se aceleram da década de oitenta em diante, transformadas por uma combinação de

¹⁶ O capital financeiro era quem mais havia sofrido com a crise geral da lucratividade ‘Porque o capital – e não apenas o capital financeiro com sua aversão natural à inflação – também era forte é que as contradições se tornaram intensas. As finanças se sentiram pressionadas duplamente na década de 70. Não foram afetadas apenas pela crise geral na lucratividade, mas a forma que esta crise tomou afetou particularmente os ativos financeiros. Enquanto o capital industrial aumentou os preços para proteger seus lucros – apoiado pelas políticas fiscal e monetária do estado que buscavam acomodar a situação -, a inflação resultante desvalorizou as posses financeiras.’ (Panitch e Gindin, 2005:58)

¹⁷ “[A]o liberalizar (...) seus próprios mercados financeiros, este [Estados Unidos] não apenas aprofundou a força doméstica e liquidez de tais mercados, como apoiou sua internacionalização posterior. Foi isso que nesse momento sustentou o dólar como moeda internacional e tornou os títulos do governo dos EUA tão bem vistos como (na verdade, por pagarem juros, melhores que) o ouro. A solução da crise da década de 70 por meio do fortalecimento do poder estrutural das finanças, portanto, reforçou a capacidade do estado dos EUA de reavivar o capitalismo global.” (Panitch e Gindin, 2005:63)

desregulamentação e internacionalização. Essas transformações determinaram as novas condições econômicas para a forma de integração do capitalismo mundial.

Outra mudança importante que ocorre nesse período é a participação mais intensa e ativa dos investidores institucionais no mercado de capitais e sua transformação em importantes atores nesse mercado. A maior participação desses investidores e o crescimento do mercado para controle corporativo contribuíram para o estabelecimento de uma lógica financeira especulativa, que prioriza resultados de curto prazo, e colaborou para o estabelecimento de um novo *modus operandis* do mercado de capitais. Com essas mudanças, a geração de crédito, o financiamento das empresas e, portanto, o crescimento da economia, passaram a estar muito mais subordinados ao mercado financeiro e, assim, sujeitos às conseqüências da instabilidade do seu humor. Essa subordinação ao mercado ocorreu junto à redução do horizonte dos investimentos de modo geral e à alteração da forma das relações de crédito nas economias¹⁸.

Este movimento que aponta para a redução dos controles sobre os movimentos de capitais e para a maior liberalização e integração dos sistemas financeiros nacionais com o exterior ganhou força nos anos noventa, encabeçado pelas grandes potências. A maior integração dos sistemas financeiros passa pela interligação dos diferentes mercados de câmbio, de obrigações e de ações. Como destaca Cintra (1998) “a liberalização monetária e financeira, seguida pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pelos instrumentos derivativos constituíram um espaço financeiro verdadeiramente global, hierarquizado a partir do sistema financeiro americano”.

A crescente mobilidade de capitais, ao lado de um sistema de câmbio flutuante, criou novas demandas para os agentes que promovem a circulação internacional do capital¹⁹. A

¹⁸ A passagem de um regime de acumulação para o outro e as transformações subseqüentes redefiniram as relações de poder e o papel dos diferentes agentes na economia. O crescimento dos mercados de capitais e a securitização estimularam a colocação direta de papéis de dívida, criando um acesso direto entre as empresas e o mercado. A colocação de títulos diretamente no mercado afetou a atividade dos bancos. Em suma, ao punir, com medidas regulatórias, as atividades de crédito bancário, deixando livre as operações nos mercados de títulos, o Acordo de 1988 [do Brasil com os credores da dívida externa] desencadeou reações dos bancos no sentido de minimizarem suas exposições em crédito, privilegiando a participação nos processos de securitização (emissão de títulos). Nesse movimento, os bancos internacionais foram se constituindo cada vez mais em bancos universais ou "supermercados de serviços financeiros", desenvolvendo um amplo conjunto de atividades complexas e diversificadas.” (Cintra apud Prates, 2002). Nesse contexto de finanças liberalizadas, a conduta dos bancos, agora em muito determinada pela dinâmica financeira, tem colaborado para a intensificação dos ciclos econômicos. Durante a fase ascendente do ciclo os bancos subestimam riscos, expandem o crédito e estimulam o endividamento. O crédito sustenta a inflação de ativos que estimula ainda mais o endividamento dos agentes (Prates, 2002). A atuação dos bancos, portanto, colabora para que tanto a expansão quanto as crises sejam mais agudas.

¹⁹ A “mundialização do capital” e a internacionalização dos circuitos de valorização do capital estimularam o uso e a criação de novos instrumentos para o gerenciamento da circulação internacional do capital. Para Prates (2002:81), “Uma parcela importante dessas inovações financeiras esteve associada à flexibilização das transações financeiras em termos de prazo, taxas de remuneração e moedas de emissão para viabilizar as operações num ambiente instável e globalizado”. Essas mudanças estão

desregulamentação dos mercados e a ampliação dos riscos incentivaram o aumento do uso de inovações financeiras, na medida em que a lógica especulativa intrínseca aos mercados de capitais liberalizados e globalizados se acentuava²⁰. A atuação dos investidores institucionais, dos bancos e das multinacionais no mercado financeiro internacional contaminou “as diversas modalidades de fluxos de capitais: investimento direto externo (IDE), fluxos de crédito bancário e investimentos de portfólio” (Prates:2002:96). A contaminação desses fluxos e a ligação entre esses fluxos e o mercado financeiro elevou a liquidez desse tipo de investimento e contribuiu para que eles adquirissem um caráter de curto prazo²¹. Isso quer dizer que esses fluxos também se tornaram mais voláteis e sujeitos a instabilidade. O desinvestimento se tornou mais fácil mesmo para os investimentos na forma de IDE e empréstimos, graças às inovações do mercado financeiro e a lógica que passa a reger o investimento de uma forma geral. Essas transformações e as novas modalidades de criação e circulação ajudaram a determinar um novo padrão de crescimento²². O crescimento do mercado de câmbio neste período foi impressionante, o volume de transações neste mercado cresceu consideravelmente ultrapassando em muito o montante das transações ligadas às trocas de mercadorias. Para Prates (2002:80) “A imprevisibilidade da evolução das taxas de câmbio estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo e voláteis que, por sua vez, acentuaram ainda mais a volatilidade do mercado de divisas”. Os riscos associados às transações internacionais aumentaram, elevando a

relacionadas à maior liberdade do capital e às alterações no sistema monetário e financeiro, que passou a funcionar com um sistema de taxas de câmbio flexíveis e permitiu a entrada dos investidores institucionais no mercado. Esses novos instrumentos procuravam atender os agentes na sua tentativa de se protegerem contra os riscos associados às taxas de juros e câmbio flutuantes. “O impacto da inflação, das taxas reais de juros baixas e dos lucros estagnados sobre as instituições financeiras estadunidenses na década de 70 acelerou as transformações qualitativas desses anos, que cada vez mais foram contra as velhas medidas regulatórias bancárias do New Deal. Isso foi o que despertou a ‘revolução dos serviços financeiros’ global.” (Panitch e Gindin, 2005:59). As mudanças tecno-financeiras que aí se originaram alteraram a forma e o modo de inserção internacional do capital.

²⁰ “[D]esde a desregulamentação dos mercados mundiais, as instâncias tutelares controlam apenas o bom desenvolvimento das operações. A utilização dos derivativos é, assim, totalmente livre: qualquer um pode negociar e ninguém se preocupa mais em saber se o operador tem realmente a necessidade dele para cobrir um risco, e nem mesmo se a contraparte é financeiramente capaz de cobrir este risco. Assim, esses derivativos se multiplicam com uma velocidade fulgurante nas Bolsas especializadas, o conjunto garantido por fórmulas científicas.” “Por isso hoje há mais derivativos em circulação do que ativos subjacentes tangíveis que se supõe que eles cubram. Logicamente, cobrindo mais riscos do que os que cobrem estes riscos (espécie de resseguros de seguros), e a bolha financeira cresce mais.” “O pior é que esses derivativos, cujo número aumenta de maneira exponencial, são negociados amplamente a descoberto. De fato, a maioria dos derivativos é negociada entre as partes, no balcão (over the counter), ou seja, sem nenhum controle e sem necessidade de prova de solvência.” “Assim, se os derivativos se baseiam em ativos tangíveis de um valor que cresce incessantemente (fala-se de valor nocional dos derivativos), o dinheiro real depositado de fato para negociá-los vem tendo uma queda relativa contínua.” “Na verdade, o valor nocional dos derivativos tem um aumento de 10 trilhões de dólares por ano só nos Estados Unidos, enquanto o valor mercantil relativo não pára de diminuir.” (Toussaint 2002:97-99).

²¹ (...) [O]s investimentos de portfólio – compras e vendas de ações e títulos de renda fixa, além das fronteiras -, que constituem os fluxos de capitais característicos do sistema financeiro internacional globalizado, têm uma natureza inerentemente especulativa, pois são motivados por ganhos de curto prazo e não por considerações de longo prazo, que resultam, por sua vez, em intensas oscilações dos preços dos ativos e do câmbio. O aumento da importância dessa modalidade de fluxo a partir dos anos 80 esteve diretamente associado à atuação dos investidores institucionais (Prates: 2002:97).

²² Nesse processo, a revolução tecnológica foi fundamental para abertura de novos caminhos e para o desenvolvimento de mecanismos de transferência e liquidação privada. Ver Guttman (2008)

demanda por novas formas de proteção por parte tanto das empresas quanto das instituições financeiras²³.

A liberalização dos fluxos de capitais e a integração dos mercados financeiros tiveram como resultado a elevação da volatilidade de todos os tipos de fluxos de capitais. O uso generalizado dos mecanismos de alavancagem proporcionados pelo emprego desses instrumentos contribuiu “para elevação da fragilidade financeira e dos riscos sistêmicos, disseminando desequilíbrios, inicialmente localizados, além das fronteiras e dos segmentos de mercados” (Prates, 2002:103). A centralidade do mercado financeiro engendrara maior instabilidade ao funcionamento do sistema e a complexidade dos instrumentos e a profundidade e extensão dos mercados provocaram o aumento da instabilidade em todo o sistema econômico²⁴. Além disso, o crescimento do mercado financeiro levou à concentração de grandes massas de liquidez nas mãos dos principais agentes do mercado financeiro²⁵. A grandiosidade do mercado, a maior mobilidade dos capitais e o grande volume de liquidez concentrado em alguns agentes do mercado permite que eles movimentem grandes volumes de capital com certa facilidade.

Rude (2005:87), analisando as dimensões políticas desse processo, destaca que, através do neoliberalismo, o capital financeiro estabeleceu uma nova forma de dominação que se apoia na instabilidade financeira e na insegurança econômica. Para ele, “[a] introdução de contingências financeiras na operação da lei do valor criou um capitalismo caracterizado por uma turbulência financeira e econômica profunda e persistente, e ao fazê-lo, mudou a forma com que

²³ A maior incerteza impulsionou o crescimento do mercado de derivativos de balcão. Os derivativos serviram, de um lado, como forma de os agentes se protegerem das variações das taxas de câmbio e de juros mas, por outro, ampliaram o poder de alavancagem dos agentes e o espaço para especulação. Os derivativos, portanto, ao mesmo tempo em que possibilitam o gerenciamento dos riscos por parte dos agentes, potencializam e agravam a instabilidade dos mercados. O crescimento significativo do mercado de derivativos contribui tanto ampliando as possibilidades de gestão de recursos como também seu poder desestabilizador. A generalização do uso de derivativos de balcão na década de noventa teve como consequência o aumento da fragilidade financeira associada aos riscos de crédito. Como observa Belluzzo (2007) “A ‘securitização’ dos empréstimos bancários e o uso intenso dos derivativos ampliaram, para o bem e para o mal, o papel das flutuações da liquidez no desempenho dos mercados financeiros”.

²⁴ “Finalmente, vale mencionar o papel fundamental das agências de ratings na dinâmica recente dos mercados financeiros globalizados. Como destaca Orléan (1999), em princípio, a função primordial dessas agências é avaliar a capacidade de pagamento dos devedores e tornar pública e homogênea essa informação. Para isso, elas dispõem de informações mais amplas e de uma maior expertise na apreciação dos riscos de crédito, relativamente às instituições financeiras. Contudo, essas agências, além de se comportarem de forma semelhante aos demais participantes dos mercados financeiros, reforçam, ao invés de amenizar a dinâmica coletiva intrínseca a esses mercados, contribuindo para o contágio mimético da desconfiança” (Prates, 2002:103). Assim como os derivativos, as agências de *rating* e os fundos de hedge, cuja função seria de amenizar os riscos sistêmicos decorrentes da dinâmica coletiva intrínseca a esses mercados, acabaram tendo seu comportamento contaminado pela lógica especulativa do mercado e acabaram contribuindo, assim, para o contágio mimético da desconfiança nos momentos de crise.

²⁵ “As massas de capital líquido das empresas e a poupança das famílias estão cada vez mais concentradas sob o comando de grandes investidores institucionais. São fundos de pensão, fundos mútuos e fundos de hedge que - operando em vários praças financeiras - usam intensamente a técnica de “alavancar” posições em ativos” (Belluzzo, 2005).

o capitalismo se reproduz”. O autor destaca ainda o papel fundamental da instabilidade para a reprodução das relações sociais capitalistas e imperiais. Para Rude (2005:87):

A instabilidade não é apenas um fenômeno econômico. Ela é tanto modelada quanto modela as relações sociais capitalistas e imperiais que constituem o sistema econômico mundial e é, portanto, essencialmente política. Ela mantém e reestrutura as relações sociais capitalistas e imperiais ao disciplinar e punir as classes ou nações subordinadas envolvidas, da mesma forma com que o fazem a polícia e os militares locais. As armas usadas não são cassetetes ou bombas, mas crises financeiras e suas estagnações decorrentes.

A incerteza derivada da livre mobilidade de capitais teve como consequência uma maior instabilidade. Essa instabilidade revela-se funcional ao mercado pois é usada para manter as nações reféns do mercado. A maior mobilidade dos capitais e sua concentração permitem que o mercado use a instabilidade para disciplinar as nações que não adotam políticas favoráveis à reprodução do capital financeiro, sob a ameaça de punição na forma de crises financeiras e estagnação econômica²⁶. Estabelece-se, dessa forma, com a liberalização e a internalização das relações de produção capitalistas, um sistema econômico onde as crises financeiras, ou as ameaças de crise, determinam o ritmo da atividade econômica e da mudança no centro, bem como na periferia.

As diversas crises financeiras deflagradas na década de noventa refletiram essa maior instabilidade engendrada pela dinâmica dos fluxos financeiros, determinada pelas tendências ditadas pelos mercados financeiros internacionais. As crises tiveram grandes impactos principalmente nas economias dos países menos desenvolvidos que nesse período tomaram medidas para se inserir no mercado financeiro internacional. A entrada massiva de fluxos de capitais em busca de valorização financeira e atraídos pelas oportunidades abertas pelo ajuste estrutural²⁷ que acompanhou a integração financeira desses países foi determinante para a detonação das crises. Na maioria dos países o ajuste estrutural acarretou em aumento das taxas de

²⁶Rude (2005:93). Para o autor, o aumento da mobilidade dos capitais e da instabilidade ocorre atrelado ao surgimento de novas formas de regulação. Os Estados Unidos tiveram um papel de liderança no estabelecimento do regime de supervisão e regulação internacional. O regime de supervisão e regulação internacional tem como função assegurar que a instabilidade não inviabilize a acumulação de capital (e a livre circulação de capitais) e seja administrada de maneira a estender e reproduzir o capitalismo global. Rude (2005) destaca ainda que “[a]s políticas de regulação, supervisão, e de fonte de empréstimos como último recurso que foram executadas desde o início da década de 90 (...) desempenharam um papel (...) importante em manter o capitalismo global sob o domínio dos EUA”.

²⁷ Os programas de ajuste estrutural previam medidas de estabilização, numa primeira fase, e a implementação de reformas estruturais propriamente ditas numa segunda fase. Encontram-se entre as medidas de estabilização a liberalização dos preços, a privatização da infra-estrutura, a austeridade fiscal e a desindexação dos salários. As reformas estruturais dizem respeito à abertura comercial, à liberalização do sistema bancário e à reforma tributária e trabalhista. Essas reformas têm como objetivo reestabelecer as condições para a acumulação do capital, dando maior mobilidade aos capitais e reforçando a força do capital frente ao trabalho. Elas também procuram integrar o mercado interno dessas economias ao circuito internacional de valorização do capital, principalmente através do fortalecimento do papel dos mercados financeiros.

juros, política monetária restritiva, mudança do regime cambial, liberalização financeira e privatizações. A integração financeira trouxe consigo uma situação de fragilidade macroeconômica e financeira doméstica.

As crises da década de noventa tiveram uma importância estratégica pois “revelaram completamente a natureza neoliberal da instabilidade” (Rude, 2005). Os países atingidos pelas crises haviam seguido à risca o receituário neoliberal. Também haviam liberalizado recentemente tanto seus sistemas financeiros domésticos como suas contas de capital e adotado políticas fiscais e monetárias restritivas. A maioria deles estava com inflação, poupança e taxas de investimento baixas e altas taxas de juros. As crises colocaram em cheque a capacidade de reprodução do capitalismo nesses moldes, o que provocou uma reação que envolveu os diversos países desenvolvidos e organismos multilaterais. Contudo, a resposta à crise foi a aplicação de medidas “que iriam mais fortalecer que mudar o regime de políticas existente”(Rude, 2005:95). O grande impacto das crises direcionou o foco das reformas para o controle das crises e “as reformas que tais autoridades implementaram em resposta às crises – ‘A Nova Arquitetura Financeira Internacional’ – não mudaram nada essencial”. Os responsáveis pelas políticas continuaram a acreditar na eficiência e racionalidade dos mercados financeiros, reafirmaram seu desejo de criar uma economia global plenamente internacionalizada, e renovaram seus esforços para manter a lucratividade dos bancos e das finanças²⁸. Ou seja, as reformas pós crise reafirmaram a supremacia dos mercados e o compromisso das instituições internacionais e dos países centrais com a internacionalização e liberalização dos mercados²⁹.

²⁸ Essas medidas procuravam melhorar a regulação e supervisão dos sistemas financeiro e monetário. Dentre elas estavam mudanças relacionadas a atividades dos bancos com fundos de hedge e a regulação dos centros financeiros *off shore*. Também foram tomadas medidas com vista a melhorar o gerenciamento dos empréstimos e reduzir os fluxos de capitais especulativos de risco à periferia. Rude (2005:96) destaca que “[s]eis princípios orientaram as medidas de reforma que os líderes do G7 apoiaram na época [da Reunião do G7 de junho de 1999 em Colônia]. Eles eram: primeiro, que uma maior transparência e melhores códigos de conduta reduziriam a severidade de crises financeiras futuras; segundo, que uma regulação mais extensiva sobre os mercados financeiro e bancário teria o mesmo efeito; terceiro, que os lapsos de informação e de regulação mais sérios se encontram na periferia ao invés de no centro industrializado; quarto, que as economias da periferia deveriam continuar a liberalizar suas contas de capital, apesar das conseqüências possíveis; quinto, a integração das mesmas economias nos mercados de capital internacionais exigiria que elas apresentassem políticas monetárias e fiscais austeras; e sexto, que os passos que já tinham sido dados para aumentar as capacidades e políticas disponíveis de gerenciamento de crises eram suficientes para da conta das crises financeiras futuras.”

²⁹ Harvey (2004:106) observa que “[o] surgimento de um complexo ‘Wall Street- Reserva Federal-FMI’ dentro dos EUA, capaz de controlar as instituições globais e de projetar um vasto poder financeiro ao redor do mundo mediante uma rede de outras instituições financeiras e governamentais, desempenhou um papel determinante e problemático na dinâmica do capitalismo global nos últimos anos.” Para Rude (2005), a capacidade dos Estados Unidos de manter o seu domínio está ligada à sua habilidade para reestabelecer a confiança dos agentes ao implementar as reformas necessárias para a recomposição do sistema. Segundo sua palavras “É por isso que nenhuma compreensão do sistema econômico internacional pode ser alcançada atualmente sem o entendimento da natureza do imperialismo hoje. A globalização neoliberal é um projeto capitalista historicamente radical, uma tentativa de disciplinar as classes e nações subalternas por meio de intimidação econômica. No entanto, na medida em que a tentativa de manter e estender as relações sociais capitalistas por meio de crises econômicas e financeiras recorrentes é uma

O fator catalisador das crises é quase sempre a desconfiança sobre a capacidade de sustentação do processo de acumulação do capital. A crise ocorre justamente para reestabelecer um ambiente propício para a acumulação de capital, ou seja, para remover os obstáculos à acumulação. Em comum nas respostas à crise, países do centro e da periferia, no que se refere às mudanças relacionadas à mobilidade do capital, aplicaram mudanças regulatórias sobre sua movimentação com a preocupação primeira sempre de preservar/ampliar a livre circulação dos capitais.

O aumento da mobilidade dos capitais ocorreu junto ao processo de transformação da forma de circulação internacional do capital e da crescente liberalização financeira dos países. As economias progressivamente passaram a funcionar de acordo com o que “o mercado quer” e, nesse processo, as crises tiveram o papel de disciplinar as economias. Essa forma de disciplinar as economias funciona também no momento de não crise, pois o alto grau de mobilidade adquirido pelo capital e a sua concentração deixa as economias sob a ameaça constante de crise. Dessa maneira, tem-se a consolidação de um novo padrão de circulação internacional do capital, subordinado à lógica especulativa de valorização e centrado no mercado financeiro internacional.

1.4 Considerações Finais

No final da década de setenta a crise provocou profundas mudanças na economia internacional. A partir do início dos anos oitenta o neoliberalismo se estabeleceu como norma política a partir de um movimento liderado pelos Estados Unidos e Inglaterra. O aumento dos juros e a redução da liquidez resultaram na crise da dívida dos países periféricos e criou um ambiente no qual as economias periféricas se viram obrigadas a modificar seu modo de funcionamento. Nesse processo de reorganização da economia mundial, o sistema financeiro foi um dos condutores das transformações deste período em que emerge um sistema financeiro global, com maiores liberdades para o capital.

É a partir da década de oitenta então que o novo padrão de crescimento, determinado pelo novo modelo de gestão da riqueza, extravasa a fronteira dos países centrais e passa a ditar a dinâmica das economias e das finanças internacionais. Neste processo, os Estados da periferia

atividade inerentemente arriscada, o capitalismo neoliberal também é um projeto histórico arriscado, até mesmo radicalmente absurdo: o sistema financeiro global é um sistema caótico que, se deixado à força de seus próprios dispositivos, pode muito bem entrar em colapso. É por isso que as atividades centralizadoras, organizativas e coercitivas do estado capitalista, e sobretudo do estado imperial dos EUA no centro do sistema, continuam a desempenhar um papel tão essencial. Se a instabilidade financeira é um meio pelo qual o capital disciplina o capitalismo mundial, o capital deve encontrar um modo de regulá-lo e controlá-lo, de tornar o sistema financeiro global liberalizado não apenas o suficientemente resistente para sobreviver à sua própria desordem, mas também resistente de um modo que mantenha sua estrutura hierárquica fundamental. O estado capitalista, e especialmente o estado imperial dos EUA, disciplina os disciplinadores financeiros (Rude, 2005:101).

adaptaram-se à globalização pelo viés de novas políticas de atratividade do capital estrangeiro, com a aplicação de um ajuste estrutural que tinha como objetivo reestabelecer as condições para a acumulação do capital, dando maior mobilidade aos capitais e reforçando a força do capital frente ao trabalho. Esse ajuste procurou integrar o mercado interno dessas economias ao circuito internacional de valorização do capital, principalmente através do fortalecimento do papel dos mercados financeiros. Os programas de ajuste estrutural previam medidas de estabilização, numa primeira fase, e a implementação de reformas estruturais propriamente ditas numa segunda fase. Encontram-se entre as medidas de estabilização a liberalização dos preços, a privatização da infra-estrutura, a austeridade fiscal e a desindexação dos salários. As reformas estruturais dizem respeito à abertura comercial, à liberalização do sistema bancário e à reforma tributária e trabalhista. Ou seja, o ajuste estrutural contribuiu para a formatação de um novo modelo ao longo dos últimos anos que reflete uma estrutura produtiva crescentemente internacionalizada onde as finanças ocupam um espaço central na dinâmica econômica³⁰.

Neste novo cenário que emerge, onde é maior a mobilidade dos capitais, uma nova forma de domínio social se estabelece, na qual a instabilidade mantém as nações reféns do mercado e tem o papel de disciplinar e punir as nações que não adotam as políticas favoráveis à reprodução do capital financeiro, sob a ameaça de crises financeiras e estagnação econômica. Rude (2005:83) destaca ainda que:

A liberalização e internacionalização das relações de produção capitalista não aboliram as relações hierárquicas e antagônicas que existem entre o centro e a periferia da economia mundial, entre os poderes imperiais dentro do centro, e entre o capital e o trabalho mundo afora. Simplesmente alteraram o modo em que tais estruturas de dominação se manifestam.

A resposta à crise dos anos oitenta dada pelos países periféricos foi, portanto, a aplicação de políticas que buscavam remover os empecilhos à acumulação e circulação do capital. A reintegração dessas economias ao circuito internacional de valorização do capital passou pela reforma do marco regulatório vigente e pelo fortalecimento dos mercados financeiros. A reforma do marco regulatório vigente do Brasil e as reformas que procuraram intensificar a integração a economia brasileira ao sistema financeiro internacional, com a ampliação das liberdades para o capital, é o assunto do próximo capítulo.

³⁰ A adesão aos programas de ajuste estrutural, que precedeu o retorno dos capitais, portanto, procurou favorecer a circulação internacional do capital através da abertura e integração dos mercados domésticos aos mercados financeiros estrangeiros (Prates, 1999).

Capítulo II

Alterações no marco regulatório relativas à movimentação externa de capital no Brasil (1980- 2010)

2.1 Introdução

Em fins dos anos 1980 o Brasil iniciou uma política de liberalização que, assim como em outros países, pautou-se pela liberalização financeira e comercial, ajuste fiscal visando ao alcance e manutenção de orçamentos equilibrados (incluindo privatizações), estabilização de preços e posterior manutenção da estabilidade como princípio norteador da política econômica.

O grau de abertura financeira refere-se à facilidade para a movimentação do capital e é um dos fatores determinantes da capacidade dos agentes para movimentar o capital para dentro e para fora do país. O objetivo deste capítulo é descrever a evolução do aparato normativo relativo ao grau de abertura financeira da economia brasileira e analisar como essa evolução impactou a mobilidade de capitais internos e externos nos últimos 30 anos³¹. Partindo dos estudos de Hermmann (2002), Carcanholo (2005), Laan (2006) e Prates (2006) e incorporando medidas recentes de abertura da economia, procurar-se-á contribuir para a compreensão do movimento de adesão do Brasil às práticas de liberalização externa com objetivo de atualizar a periodização das etapas da abertura financeira. Segundo Prates (2006:121) a abertura financeira “diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico, envolvendo, assim, tanto a liberalização dos movimentos de capitais quanto a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional”.

A descrição do processo de abertura financeira contida neste capítulo será feita observando-se a taxonomia proposta por Akyüz (1993). O autor distingue três “níveis” de abertura financeira, o primeiro refere-se à entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e a captação de recursos externos pelos residentes; o segundo à liberalização da saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico; e o terceiro se refere à permissão de transações em moeda estrangeira, ou denominadas em moeda estrangeira, no espaço nacional, não existindo uma ordem hierárquica entre os níveis de abertura³².

³¹ Para descrição do processo de desregulamentação financeira neste período ver Hermann (2002 e 2010), e para uma descrição e análise do processo de abertura comercial, ver Laplane, Sarti, Hiratuka e Sabbatini (2000) e Miranda (2001).

³² Para uma descrição mais detalhada da taxonomia, ver Prates (1997:85-95).

A descrição terá como foco ações de caráter estrutural que mudaram o grau de abertura financeira da economia e, assim, o nível de substitutibilidade entre ativos e passivos domésticos e externos³³. A intenção é permitir, pela descrição da evolução do aparato normativo e da análise de medidas estruturais, a observação do sentido (longo prazo) das transformações³⁴.

As mudanças no marco regulatório ocorridas fizeram parte das mudanças do padrão de acumulação da economia brasileira. Essas mudanças têm mostrado, pelo menos nos últimos 20 anos, uma tendência consistente no sentido de uma abertura e integração financeira crescente com o exterior.

Na tentativa de organizar cronologicamente as informações para que permitam, de maneira sistematizada, identificar as medidas implementadas em direção à maior abertura da economia, procurar-se-á, neste capítulo, caracterizar as transformações do ambiente institucional entre a década de 1980 e os anos 2000. O item 2.2 apresenta um breve histórico da instituição dos pilares básicos da legislação brasileira que regem a movimentação externa de capital. No item 2.3 o início do processo de abertura financeira é descrito e são listadas as medidas de abertura que acompanharam o processo de liberalização econômica do Brasil entre 1990 e 1998. No item 2.4 descreve-se o movimento recente de aprofundamento da liberalização financeira externa no Brasil, de 1999 a 2010.

2.2 Os Pilares Básicos da Legislação relativa a movimentação externa de capital

Do pós-guerra à década de 1980, as regras cambiais e taxas de câmbio utilizadas para diferentes transações foram objeto de controles e intervenções, oscilando entre maior e menor rigor em razão da conjuntura. Só a partir da década de 1990 observa-se um movimento mais consistente no sentido de uma maior liberalização da movimentação de capitais. O arcabouço legal básico a governar as operações de câmbio no Brasil é antigo e foi sobre ele que as modificações recentes no grau de abertura foram feitas. Os pilares normativos do arcabouço cambial estão listados no quadro abaixo:

³³ As medidas estruturais “não são revertidas em função de dilemas de curto prazo da política econômica ou de mudanças na direção dos fluxos de capitais.” (Prates, 1997:83)

³⁴ Segundo Prates (1997:10), em relação ao grau de abertura, “é possível distinguir dois conjuntos de políticas: a gestão macroeconômica dos fluxos e o marco regulatório relativo à abertura financeira.” Pretende-se, neste capítulo, dar maior atenção ao marco regulatório relativo à abertura financeira de caráter estrutural. O objetivo não é a descrição exaustiva das mudanças no aparato normativo e sim uma descrição sucinta que leve a compreensão do sentido e do alcance das mudanças implementadas e do processo geral em curso. Por este motivo, serão destacadas apenas algumas medidas de maior impacto e com o objetivo de analisá-las no contexto geral das mudanças.

Quadro 1. Resumo da legislação cambial básica

Norma	Ementa
Decreto 20.451/31	Estabelece regime de monopólio cambial
Decreto 23.258/33	Institui obrigatoriedade de cobertura cambial
Decreto 9.025/46	Proíbe compensação privada de câmbio
Lei 4.131/62	Dispõe sobre o capital estrangeiro no país
Decreto-Lei 857/69	Consolida o “curso forçado” da moeda nacional,
Decreto 55.762	Dispõe sobre os investimentos brasileiros no exterior ³⁵

Fonte: Laan (2006:48), elaboração do autor.

O Decreto 20.451/31 estabeleceu monopólio cambial do Banco do Brasil, dando condições de gerenciar a escassez de fluxos externos. Em 1933, o Decreto 23.258, passa a obrigar os exportadores a vender a moeda estrangeira auferida em suas transações ao Banco Central ou a uma instituição por ele autorizada, “evitando dessa forma uma fuga de capitais, sendo que o artigo 1º subentende o monopólio cambial do BCB (Decreto 20.451/31), o qual delega essa responsabilidade a agentes por ele autorizados” (Laan, 2006). Este Decreto, que dispõe sobre o ilícito administrativo de sonegação cambial, serve de base legal para a exigência de *cobertura cambial* para as exportações³⁶.

A Lei 4.131/1962 disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior. Essa lei regula capitais ingressantes no país e determina que só poderão retornar ao exterior capitais registrados no BCB quando do seu ingresso, sendo sua repatriação limitada ao valor do ingresso original acrescido dos juros pactuados. Tal lei, por um lado, assegurava o direito de retorno aos capitais estrangeiros ingressantes sob forma de moedas conversíveis e também o direito ao envio de juros e dividendos³⁷. Contudo, é importante destacar que ela preserva o poder discricionário das autoridades para disparar, ou reverter, medidas restritivas relativas aos capitais estrangeiros³⁸. A Lei autoriza o Banco Central do Brasil (BCB),

³⁵ O investimento brasileiro no exterior, regido pelo decreto 55.762 de 1965, estabelecia que a aquisição no exterior de empresas cujos ativos estejam preponderantemente no Brasil dependia de autorização da SUMOC, assim como a transferência para o exterior de heranças e de patrimônios de pessoas que transfiram residência para o exterior.

³⁶ Norma recepcionada com força de lei pelo regime constitucional de 1988 (Laan, 2006).

³⁷ “É importante notar que a Lei 4.131/62 *não* é uma lei geral de controles cambiais, ou de regulação de *todas* os fluxos cambiais na conta de capitais, mas uma norma que alcança apenas o capital estrangeiro que ingressa no país para a aplicação em atividades produtivas, direta ou indiretamente através de empréstimos, tal como definido expressamente na própria Lei 4.131. O “registro” no FIRCE *não* é, portanto, uma obrigação imposta a *todas* as movimentações cambiais na conta de capitais, tampouco um direito ser reivindicado pelo titular de quaisquer entradas de divisas; é uma obrigação para algumas movimentações, as quais, a partir do registro, nos termos da Lei 4.131 passam a ter *direitos*, dentre os quais o de retornar à sua origem e enviar dividendos e juros independentemente de autorizações.” (Franco & Neto, 2004:19) Para o autor, “o registro de capitais estrangeiros assiste aos interesses tanto do governo do país recipiente dos capitais como dos detentores desses capitais” (Franco & Neto, 2004:18 nota de rodapé).

³⁸ A Lei autorizava o Poder Executivo, diante à necessidade de economizar as reservas de câmbio, impor encargos financeiros de 10% sobre importações e de até 50% sobre transferência financeira. As importâncias arrecadadas não teriam aspecto fiscal, constituindo apenas reservas monetárias mantidas no Banco Central, sendo utilizadas como disponibilidades cambiais. (Magalhães, 2000:14). Além disso, a lei também autoriza o BCB a vedar a repatriação da totalidade do capital registrado e as

entre outras medidas, a determinar que operações cambiais referentes a movimentos de capital sejam efetuadas em mercado financeiro de câmbio, separado do mercado de exportação e importação, em caso de grave desequilíbrio cambial.

O art.1º do Decreto-Lei 857/1969, que se refere aos pagamentos em moeda estrangeira no país (3º nível de abertura), institui como “nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro” (Decreto- Lei 857/69). Ou seja, esse decreto consolida o curso forçado da moeda nacional.

Logo após o golpe militar de 1964, uma importante reforma econômica foi implementada no sistema monetário-financeiro, com impactos sobre o marco regulatório relativo à movimentação externa de capital³⁹. Essa reforma, que havia sido planejada com base em um diagnóstico que apontava para a carência de poupança interna, procurava atrair recursos externos e incluía medidas de facilitação à entrada de capital internacional, além de estímulos, como a maior facilidade para sua remuneração⁴⁰. Como destacado por Hermann (2002:241) a reforma financeira, apesar de seu caráter claramente intervencionista, teve a presença de dois elementos típicos das políticas de liberalização: a flexibilização dos juros nominais e a ampliação do grau de abertura da economia.

Nesta reforma o governo promoveu uma série de medidas de abertura externa do primeiro nível (*Transações de entrada de capitais*), ao permitir a captação direta de recursos externos, por meio da regulamentação de alguns tópicos da Lei 4.131/62 e da edição da Resolução 63/67 do BCB, que dispôs sobre a captação de empréstimos externos pelos bancos nacionais para repasse⁴¹. Tal resolução foi um importante passo para a ampliação do acesso ao

remessas de lucros e dividendos em excesso a 10% do capital registrado, assim como royalties e assistência técnica em excesso a 5% da receita bruta da empresa (Barbosa, 1995:7).

³⁹ Para Hermmann (2002) “A reforma de 1964-67 no Brasil representou a primeira tentativa governamental de organização do Sistema Financeiro Brasileiro. Face as condições de operação à época, essa reforma teve por objetivo explícito constituir, formalmente, instituições, instrumentos financeiros e regras de operação capazes de desenvolver um segmento privado de intermediação de recursos a médio e longo prazo no país”. Para mais detalhes ver Hermann (2002:p.239).

⁴⁰ A autora destaca ainda que “[a] reforma teve por objetivo explícito constituir, formalmente, instituições, instrumentos financeiros e regras de operação capazes de desenvolver um segmento privado de intermediação de recursos a médio e longo prazo no país. A carência dessas instituições e instrumentos tinha fiado patente no último ciclo de investimentos ocorrido no Brasil, por ocasião do ‘Plano de Metas’ do governo Juscelino Kubstchek (1956-61), cujo financiamento teve como fontes predominantes a emissão de moeda e o capital externo (este último, na forma de empréstimos bancários e investimentos diretos)”. (Hermann, 2002:p.239) Para mais detalhes sobre a reforma, ver Hermmann (2002).

⁴¹ A Lei n.º 4.131 foi alterada em 29.08.64 pela Lei n.º 4.390 e regulamentada pelo Decreto n.º 55.762 de 07.02.65. “Como elementos-chave desta forma legal complementada pela Lei 4.390 de 1964, se notam a estipulação de um imposto progressivo sobre remessas excessivas de lucros e dividendos e equiparados, a proibição da remessa de royalties entre subsidiária e matriz, a

mercado internacional para as empresas de capital nacional. Essa Resolução autorizou a contratação de empréstimos externos para repasse interno, para financiamento de capital fixo ou capital de giro. Nesta operação era permitida a contratação de empréstimos externos por bancos de investimento, de desenvolvimento privado, BNDES e aos bancos comerciais brasileiros autorizados a operar em câmbio, para repasse⁴².

Outra importante mudança na legislação, que veio em 1969, foi a Carta-Circular nº 5 (CC-5), que estabeleceu normas relativas às contas de depósito em moeda nacional de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior. Segundo a CC-5, que regulamentava a remessa de divisas pelos não residentes, a movimentação de saldos em moeda nacional não resultante de moeda estrangeira antes vendidas pelos não residentes dependia de autorização do BACEN (Prates, 1997:119). Então, apesar de ser uma medida de liberalização, por seu intuito de facilitar as remessas, a carta manteve o poder discricionário do BCB. Além disso, segundo o Comunicado FIRCE n.º 10, de 12/09/1969, estavam sujeitas a Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros as contratações de câmbio sob a forma de empréstimos, que deviam ainda ser autorizadas pelo BCB.

No que se refere ao mercado de capitais, na década de 1970 uma série de Leis e Resoluções do Bacen e do CMN foram editadas para estabelecer as regras de funcionamento do mercado de capitais e estimular o investimento, tanto externo quanto interno, no mercado de capitais e novas medidas foram adotadas com a esperança de aumentar a importância relativa do mercado de capitais doméstico⁴³. Em 1975 foi editado o Decreto-Lei 1.401, que instituiu as Sociedades de Investimento de Capital Estrangeiro (SICE)⁴⁴. Em 1976, o governo editou a Lei das Sociedades Anônimas (S.A.) e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A expectativa era dar maior confiabilidade ao mercado de capitais doméstico e elevar sua participação como fonte de financiamento ao criar um órgão fiscalizador e que regulamentaria a

necessidade de autorização do Banco Central para quaisquer pagamentos por royalties e serviços ao exterior e a limitação da dedutibilidade das despesas de assistência técnica aos primeiros cinco anos de produção da recipiente da tecnologia” (Barbosa, 1995:2).

⁴² As responsabilidades globais dos bancos nos empréstimos externos não poderiam exceder a duas vezes o capital realizado mais reservas livres e para a operação era necessária a aprovação do Banco Central (Magalhães, 2000:19).

⁴³ Dentre elas destacam-se: A Lei 4.595 de dez de 1964, que estruturou o Sistema Financeiro Brasileiro; A Lei 4.728 de julho de 1965, que regulamentava o mercado de capitais; A Resolução CMN 16, de fevereiro de 1966, criando as sociedades de capital aberto; A Resolução CMN 39, de outubro de 1966, regulamentando as bolsas e; a Resolução CMN 45, de Dezembro de 1966, que criou os bancos de investimentos (Hermann 2002:p.241 nota de rodapé). Para mais detalhes, ver Hermmann (2002:240-243).

⁴⁴ “[A]s SICE tinham todo seu capital composto por ações ordinárias e seu objetivo era aplicar os recursos captados numa carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. Pelo menos 50% das aplicações deveriam ser realizadas em ações e debêntures conversíveis, emitidas por empresas de capital aberto controladas pela iniciativa privada nacional, adquiridas no mercado primário ou secundário” (Souza Santos, 2005).

emissão de títulos, registros contábeis e fiscais e a divulgação de balanços das empresas. Contudo, estas primeiras tentativas não obtiveram sucesso e o mercado de ações continuou não atraindo recursos externos. A conjuntura internacional era diversa e o contexto macroeconômico mostrava-se também desfavorável ao investimento em ativos de renda variável (não indexados) no Brasil e, por conta disso, durante a segunda metade da década de 1970 os empréstimos bancários sindicalizados continuaram sendo a principal fonte de financiamento externo do país.

Na década de 1980, a grande instabilidade macroeconômica fez a atuação do governo ser “orientada por objetivos de curto prazo”, como “viabilização financeira do setor público e do próprio sistema financeiro”(Hermann, 2002). As mudanças na regulamentação financeira, ainda basicamente a da reforma 1964-67, procuravam reduzir a instabilidade macroeconômica, estabelecer o controle da inflação, minimizar impactos negativos desta e reduzir o desequilíbrio externo⁴⁵. A situação delicada do país e as seguidas crises cambiais levaram o governo a desestimular, em certos períodos, a aquisição de moeda estrangeira, os pagamentos ao exterior e a centralizar as operações cambiais externas no BCB⁴⁶.

Assim, até meados da década de 1980, o Brasil apresentava um quadro de relativa abertura à entrada de capitais externos e certo controle sobre as saídas de capitais. Os instrumentos de dívida permitidos eram basicamente os da Lei 4.131/1962, que permitia o endividamento externo indireto, por empréstimos bancários e diretos com emissão de Euronotas. Os Eurobônus e Fixed Rate Notes haviam sido permitidos na década de 1960 e as floating rates notes, na de 1970, quando a utilização de taxa de juros flutuante tornou-se prática predominante no mercado internacional de capitais como forma de neutralizar a maior instabilidade do câmbio e dos juros vigente após o colapso de Bretton Woods (Prates, 1997:106-107). Em relação à entrada de investimentos estrangeiros, a política que trata dos investimentos estrangeiros diretos, “[a] despeito de dificuldades com a dívida externa, especialmente nos anos 1980, jamais sofreu interferência ou descontinuidade” (Franco & Neto, 2004:18). Ainda assim, é importante notar que na década de 1980 a entrada de investidores estrangeiros no mercado brasileiro estava sujeita a

⁴⁵ Para Hermann (2002:262) “(...) as sucessivas alterações na regulamentação financeira criada em 1964-67 buscaram, essencialmente, minimizar os efeitos danosos do galopante processo inflacionário sobre o setor público e o setor financeiro e, indiretamente, sobre a economia em geral. Nesse período, antes que uma política de desenvolvimento, a gradual desregulamentação do SFB assumiu o caráter de uma política macroeconômica de curto prazo, que visava a dois objetivos centrais: assegurar o financiamento do déficit público persistente e condições razoáveis de sobrevivência ao setor financeiro, em meio ao contexto de alta inflação da época – este último, além de um objetivo em si, era também uma condição para que o financiamento do déficit se viabilizasse.”

⁴⁶ A centralização cambial das operações externas no BCB ocorreu em 1983/4 (Resolução 851, de 29/07/83), e em 1989 (Resolução 1.564, de 16/01/89).

requerimentos de diversificação e capital inicial, a tributação sobre ganhos de capital e algumas possuíam duração determinada. Em relação à entrada de investidores no mercado de capitais doméstico, apesar de certo avanço na liberalização no período, as medidas que procuraram incentivar investimentos estrangeiros em valores mobiliários brasileiros não tiveram grande impacto devido à “retração de todas modalidades de investimento e empréstimos externos para os países latino-americanos após a crise da dívida externa, em 1982.” (Prates, 1997)

Em suma, até o movimento de liberalização ser iniciado em 1987, o controle sobre o capital estrangeiro previa que não poderia haver remessas que não fossem correspondentes a ingressos prévios, excetuando-se lucros, juros e royalties que, na lógica da Lei 4.131/62 “recompensavam a permanência” do capital estrangeiro no país. A autorização para remeter (repatriar) o capital estrangeiro, ressalvados juros e dividendos, estava limitada à receita cambial prévia. Para os *outros* capitais, inclusive os de propriedade de brasileiros, as normas definidoras da conversibilidade estiveram sujeitas, sucessivamente, às decisões do Banco do Brasil, Conselho da SUMOC e CMN, normas essas, em geral, restritivas, mas ocasionalmente sujeitas a liberalizações (Franco & Neto, 2004:31). Existiam ainda tarifas e limites sobre as transferências unilaterais e pagamentos aos serviços fatores.

2.3 O início de Fato da Liberalização Externa (1987-1998)

Os anos 1980, que ficaram conhecidos como o período da crise da dívida (ou os anos perdidos), se caracterizaram como o período onde ocorre o desmonte de um padrão de acumulação de capital. As mudanças no marco regulatório do fim desta década, que vão no sentido da transição para o novo padrão, estão inscritas nesse contexto de crise e início de transição.

A partir de 1987, a política financeira do país voltou a integrar uma política de desenvolvimento econômico, cuja orientação liberalizante foi mantida nas décadas de 1990 e 2000, apesar das mudanças de governo ocorridas desde então. Mesmo com as primeiras mudanças tendo sido implementadas ainda no fim da década de 1980, é na década de 1990 que de fato se implementa o projeto mais amplo de reformas estruturais no país. Neste momento ganha força o projeto liberalizante de longo prazo cujo escopo incluiu reformas estruturais na economia - com abertura financeira e comercial externa, liberalização interna e uma política de

estabilização - e também uma reforma do Estado⁴⁷. Neste amplo projeto de reformas estruturais, o aumento do grau de abertura financeira do país foi estratégico⁴⁸. A estratégia econômica adotada nas reformas seguiu, em linhas gerais, recomendações dos organismos multilaterais consolidadas no chamado “consenso de Washington”⁴⁹.

Este projeto teve impactos importantes sobre a forma de inserção internacional do país e sobre sua vulnerabilidade externa⁵⁰. As mudanças no marco regulatório desse período ocorreram junto ao retorno dos fluxos de capitais para o país. As reformas, o processo de liberalização financeira externa e o excesso de liquidez internacional favoreceram o fluxo de capitais externos no início da década de 1990. Na verdade, dois movimentos convergiram contribuindo para o retorno dos capitais estrangeiros no início da década de 1990, um interno e outro externo. O movimento interno é o político, que inclui a opção pela maior abertura externa (comercial e financeira). O externo é o gerado pelo florescimento da nova ordem internacional e sua propagação para a periferia, onde o excesso de liquidez internacional cumpriu um papel importante. Estes movimentos configuraram o cenário de retorno dos fluxos de capitais para o país.

2.3.1 As primeiras medidas de liberalização do câmbio (1987 e 1993)

O processo de reformas neoliberais se inicia em 1987, quando o governo brasileiro toma as primeiras medidas de liberalização do sistema financeiro doméstico e de expansão das possibilidades de residentes e não residentes realizarem transações financeiras entre o Brasil e o resto do mundo. Em relação aos fluxos financeiros com o exterior, pode-se dizer que foi promovida uma verdadeira revolução no marco regulatório (Prates, 1997:104).

⁴⁷ O processo de liberalização interna, ou seja, integração dos segmentos dos mercados (bancário e de capitais) também teve início nesse período. Esse processo, que acarreta na dissolução das barreiras existentes entre esses mercados, eleva a liberdade dos capitais internamente, aumentando o potencial de transmissão das instabilidades oriundas do mercado financeiro para os demais segmentos.

⁴⁸ Carcanholo (2002:167) destaca que o processo de abertura para o capital estrangeiro deve ser analisado em conjunto com o intenso processo de liberalização financeira, pois a desregulamentação financeira ocorrida no país ao longo dos anos 90 criou condições mais favoráveis para a atuação do capital internacional. Sobre o processo de desregulamentação do mercado financeiro interno, Cano (2000: 249-250) e Carcanholo (2002:167).

⁴⁹ A adesão ao Consenso de Washington, portanto, não foi apenas a aceitação de uma condicionalidade “técnica” referente à renegociação da dívida externa mas, muito além disso, representou a opção de um projeto de longo prazo que, além de uma política de estabilização, abrangeu reformas estruturais na economia, no Estado e na forma de inserção internacional do país. **O neoliberalismo tardio dos anos 90 é o que marca a nossa história recente e deixará como herança problemas estruturais que, sem uma nova opção de política de inserção internacional, sofrerão, no máximo, mudanças formais.** (Carcanholo, 2002:133) grifo meu.

⁵⁰ Para uma avaliação global de todo o conjunto de reformas veja-se Cano (2000).

A observação do processo de liberalização cambial revela que, apesar das profundas mudanças no primeiro e segundo níveis de abertura externa⁵¹, muito pouco mudou em termos de lei. Isto porque, na reforma do marco regulatório brasileiro em busca da plena conversibilidade da conta de capitais, o artifício utilizado pelos diversos governos, para que não fosse necessário passar pelo Congresso e por uma discussão em nível nacional, foi fazer as alterações no marco regulatório via medidas infralegais e levá-las ao seu limite⁵². Esse artifício evitou uma reflexão mais aprofundada sobre os impactos econômicos das ações e sobre o projeto de país que se almeja. Nesse processo ficou visível a “autonomia de modificação do grau de abertura externa por parte do BC” e do CMN (Laan, 2006:45). A revolução normativa que ocorre neste período está refletida no “fato de que no período 1988/93 houve cinco vezes mais resoluções e circulares na área cambial do que nos 18 anos precedentes acumulados” (Barros e Mendes, 1994:185).

Esse movimento de liberalização financeira externa – essencial para a retomada do acesso aos capitais externos no renovado cenário de abundante liquidez internacional – já faz parte do contexto de abertura que caracterizará os anos 1990. A seguir será apresentado um breve resumo das alterações do marco regulatório relativo à abertura financeira entre 1987 e 1993, segundo a taxonomia definida por Akyüz (1993).

2.3.1.1 Liberalização das entradas de capitais entre 1987 e 1993

Nas décadas de 1960 e 1970, o crédito externo foi, por longo período, barato e abundante. Na década de 1980, a crise reduziu drasticamente o crédito para países periféricos. Mesmo com a redução do crédito, nesta década o mercado de crédito bancário continuou sendo mais importante que o de dívida direta, ainda incipiente. Isto porque a redução do custo da emissão de títulos só iria ocorrer na década de 1990, com a liberalização e o reingresso do país no mercado de capitais⁵³. Até o fim dos anos 1980, portanto, os empréstimos bancários permaneceram como principal fonte de financiamento externo. É na década de 1990 que a forma de financiamento externo do país começa a ser modificada e os empréstimos bancários começam a perder espaço. O aumento da demanda por títulos de países periféricos, que ocorre com a

⁵¹ Para Carcanholo (2005), mesmo apresentando avanços, como a permissão para transações com títulos públicos indexados ao câmbio e créditos com correção cambial, o avanço no terceiro nível de abertura foi menor por continuarem proibidos depósitos e empréstimos em moeda estrangeira no sistema bancário local tanto para residentes quanto para não-residentes. Ele destaca que, por causa disso, mesmo com o avanço da abertura em relação às transações de entrada e saída de capitais, com a conseqüente elevação do grau de abertura financeira no período, a liberalização financeira brasileira na década de 90, por não ter avançado em relação a conversibilidade da moeda, se mostrou menos intensa do que a de países como Argentina e México.

⁵² A base da liberalização externa foi quase inteiramente estabelecida via circulares e resoluções do BCB (Laan, 2006).

⁵³ De acordo com Prates (1997:112) “[A] predominância dos fluxos de portfólio (ações e títulos de renda fixa) vis-a-vis os empréstimos bancários consolida-se ao longo da década de oitenta nos países centrais e passa a abranger a América Latina apenas no início dos anos noventa, com as mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais.”

expansão do mercado internacional de securities, reduz o custo da emissão de títulos tornando esse tipo de financiamento economicamente viável⁵⁴. O grande afluxo de capitais externos para a economia brasileira se deu, em grande medida, através da colocação de títulos de dívida direta no mercado internacional de capitais e via investimento estrangeiro.

As alterações na legislação que possibilitaram esse maior acesso ao mercado internacional envolveu “a expansão do leque de instrumentos financeiros à disposição de instituições financeiras e não-financeiras, e a alteração nos prazos mínimos de captação e na tributação incidente” (Prates, 1997:105). Apesar do mercado de capitais ter sido fundamental nesse processo, é importante destacar que a ampliação do acesso às fontes externas de financiamento ocorre tanto no mercado de capitais quanto no mercado de crédito.

Uma das primeiras medidas de abertura do primeiro nível foi a autorização do BCB para os Fundos de Conversão de dívida em investimento com a Resolução 1460/88⁵⁵. O objetivo era canalizar parte dos recursos oriundos das conversões da dívida externa em capital para o mercado acionário. Para esses recursos havia um prazo mínimo de permanência de 12 anos. Essa medida só surtiria efeito em 1994, com a aprovação de regras específicas que ajudaram a consolidar a configuração desse tipo de investimento.

Em 1990 ocorre a permissão para emissão de *commercial papers* por instituições financeiras brasileiras, com a resolução nº1.743 de 31/07/90. Em 1991 vieram novas mudanças na legislação visando estimular a colocação de papéis no exterior, como a resolução nº1.847 de 30/07/1991 que isentou a colocação de papéis do Imposto de Renda sobre os juros e demais custos associados para transações com um prazo superior a 2 anos⁵⁶.

⁵⁴ Segundo Prates (1997) “Na década de setenta os empréstimos bancários eram a modalidade de crédito externo mais barata e abundante. O financiamento da emissão de títulos era caro devido a escassez de demanda.(...) A expansão do mercado internacional de securities ocorre ao longo dos anos 80, sendo que apenas na década de noventa esse mercado torna-se acessível às instituições dos países periféricos. Ou seja, apesar de viável em termos legais, a emissão de euronotas e eurobônus no mercado internacional tornou-se uma opção de financiamento para as empresas brasileiras com custos relativamente baixos – em relação as fontes de financiamento interno e aos empréstimos bancários externos – apenas na presente década, com o reingresso no mercado internacional de capitais (Prates, 1997:106).

⁵⁵ Os Fundos de Conversão foram autorizados pela Resolução BCB 1.460/88. Eles objetivam canalizar parte dos recursos oriundos das conversões da dívida externa em capital para o mercado acionário. O prazo mínimo de permanência é de 12 anos. A aprovação de regras específicas, em 1994, consolidaram a configuração atual desse tipo de investimento. As quotas são transacionadas no exterior e devem ser adquiridas por indivíduos ou companhias estrangeiras, fundos ou outras entidades de investimento coletivos. A colocação ou comercialização das cotas no mercado doméstico é proibida. Pelo menos 70% da carteira dos fundos deve ser investida em ações emitidas por companhias abertas e adquiridas na bolsa de valores, em mercados de balcão oficiais ou por subscrição. Os fundos remanescentes podem ser investidos em títulos da dívida pública federal, ou outros valores mobiliários emitidos por companhias abertas (Magalhães, 2000:37).

⁵⁶ A mudança fundamental introduzida pela Resolução nº1.853 do CMN de 31/07/91 foi facultar a emissão destes instrumentos às instituições financeiras “nos termos e nos fins previstos pela resolução 63 de 21/8/67”, ou seja, os recursos captados devem servir de funding para empréstimos domésticos às empresas corrigidos pela variação do dólar comercial.

Em 1991 foram editadas as resoluções 1809, 1834 e 1848, que representaram um grande passo para ampliação dos instrumentos de captação e também atuaram no sentido da maior abertura financeira. A Resolução 1809 facultou a captação de recursos externos mediante emissão de certificados de depósito em moeda estrangeira por parte de bancos brasileiros de capital nacional, desde que visando a capitalização de suas agências, filiais e/ou subsidiárias no exterior. A Resolução 1834 permitiu a captação de recursos no exterior com o estabelecimento de vínculos de exportações, *Export Securities*, para pagamento antecipado em até 360 dias, da própria tomadora, de sua controladora, de suas controladas ou de outras empresas que tenham a mesma controladora. A determinação dos prazos para a antecipação da receita e para contratação do câmbio variou conforme a conjuntura⁵⁷.

Uma outra medida relevante relacionada ao mercado financeiro internacional foi a edição da Circular 2199 em 16/07/1992, regulamentando a emissão de Títulos e debêntures conversíveis em ações e facultando a colocação de opções de compra de ações (*warrants*) no exterior por instituições residentes⁵⁸.

As mudanças na legislação desse período e a ampliação do leque de instrumentos de captação externa seguiram uma clara tendência de ampliação da abertura financeira e tiveram como objetivo “adequar o marco regulatório doméstico ao novo modelo de financiamento internacional, ancorado na securitização das dívidas e na dissolução das fronteiras entre os segmentos de renda fixa e variável e entre os mercados de crédito e de capitalização (dívida “indireta” e direta, respectivamente), que resultaram no surgimento de novos instrumentos, como títulos e debêntures conversíveis em ações e empréstimos conversíveis em títulos” (Ferreira & Freitas, 1990 e Ferreira, 1995 apud Prates, 1997:106).

Em relação à entrada de investidores estrangeiros, um dos primeiros movimentos nesse sentido foi a implementação da Resolução 1.289/1987, que criou vários instrumentos de investimentos disponíveis aos não-residentes no Brasil. Esta resolução disciplinava “o funcionamento e a administração das Sociedades de Investimento-Capital Estrangeiro (SICE), já regulamentadas pelo artigo 1.401, os Fundos de Investimento-Capital Estrangeiro (FICE) e as carteiras de Títulos de Valores Mobiliários-Capital Estrangeiro (CTVM), pelos anexos I, II e III a

⁵⁷ Ver Magalhães (2000:21-23).

⁵⁸ “Um instrumento que ganhou importância ao longo da década de oitenta são os bônus com warrants. Este tipo de papel combina um rendimento fixo com a conversibilidade parcial ou total do título em algum ativo, como ações, commodities, índices de bolsas de valores. A parte conversível pode ser negociada separadamente nos mercados secundários” (Ferreira, 1995 apud Prates, 1997:108)

esta resolução, respectivamente.” (Prates, 1997:112/113). A regulamentação dos investimentos de portfólio estrangeiro através de instituições constituídas no país foi feita pelos anexos I e II (SICE e FICE). Como destaca Prates (1997:113)

Os FICE ou Anexo II são fundos de investimentos em títulos e valores mobiliários organizados sob a forma de condomínio aberto (fundo aberto), constituídos no Brasil, cujas cotas podem ser adquiridas apenas por estrangeiros. Esta modalidade de investimento é mais atrativa que as SICES devido às menores exigências legais envolvidas na sua constituição e administração e da eliminação do período mínimo de permanência no país, mas também está subordinada a critérios de diversificação – no mínimo de 50% do capital deve ser investido em ações emitidas por companhias listadas em bolsa e o restante pode ser investido em títulos governamentais ou outros ativos emitidos por companhias de capital aberto – e sua duração é fixada na constituição do fundo.

Estes fundos abriram uma via de acesso para investidores estrangeiros e se constituíram como um importante canal para a entrada de recursos externos nas bolsas, representando um passo relevante no processo de abertura financeira⁵⁹. O anexo III regulamentava o investimento de portfólio no país por fundos fechados criados e com cotas no exterior (*country fund*). Esses fundos não poderiam ampliar o volume de capital captado e estavam sujeitos a critérios de diversificação (no mínimo 70% deve ser investido em ações emitidas por companhias de capital aberto listadas nas bolsas de valores ou nos mercados de balcão e o restante pode ser investido em títulos governamentais ou outros ativos emitidos pelas Sociedades Anônimas) (Prates, 1997:113).

A velocidade das mudanças foi intensificada a partir de meados de 1991, na gestão Marcílio Marques Moreira, quando a orientação liberal da política econômica foi reforçada (Prates, 1997:104). Destaca-se a abertura do mercado financeiro nacional aos investidores estrangeiros conforme as diversas modalidades de investimento de portfólio.

Antes da liberalização da entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, os Fundos FICES ou Anexo II constituíam a principal porta de entrada de recursos externos nas bolsas de valores. A entrada direta de investidores institucionais⁶⁰ estrangeiros no mercado acionário doméstico, livre de restrições, através do

⁵⁹ Contudo, segundo Prates, no final da década de oitenta 26 fundos estavam em funcionamento e o volume de recursos administrados não era significativo (Prates, 1997:113).

⁶⁰ São passíveis de registro como investidores institucionais, segundo a Instrução n.º 169 de 02.01.92 da CVM, os bancos comerciais, bancos de investimento, associações de poupança e empréstimos, custodiantes globais, sociedades e/ou entidades que tenham por objetivo a distribuição de títulos e valores mobiliários e, além desses, desde que com ativos superiores a US\$ 5 milhões, os fundos de pensão, as companhias seguradoras, as instituições sem fins lucrativos e qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiros e de capitais e que não seja constituída em benefício exclusivo de uma única pessoa física. (Magalhães, 2000:36)

mercado de câmbio comercial, foi autorizada em maio de 1991, pela Resolução 1832, que regulamentou as Carteiras de Valores Mobiliários mantidas no país por investidores estrangeiros ao incluir o Anexo IV como parte da Resolução 1289. Com isso, foi permitido às instituições financeiras não residentes adquirir qualquer tipo de título de renda variável negociado no mercado brasileiro sem precisar criar pessoa jurídica específica para este fim. Foram eliminados ainda requerimentos de diversificação, de capital inicial e os investimentos passaram a ter duração indeterminada. Além disso, foram isentos de impostos lucros e ganhos de capital e adotado o percentual de 15% do IR para a renda a ser remetida ao exterior. Para Prates (1997: 114), este anexo absorveu o anexo II e “tornou-se a principal modalidade de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores domésticas a partir de então”. A autora destaca ainda que “sua instituição significou a flexibilização dos canais de investimento de portfólio estrangeiro nas bolsas de valores domésticas” (Prates, 1997: 114). Assim, investidores institucionais tiveram acesso a investimentos de carteira antes só permitidos de forma coletiva, aumentando o fluxo de capitais estrangeiros na bolsa de valores⁶¹.

A Resolução 1848 autorizou os investimentos de capitais estrangeiros em ações negociados nos EUA (ADRs) e outros mercados (GDRs). Em 1992, a Resolução 1927 regulamentou esse tipo de investimento estrangeiro no país, incluindo como parte da Resolução 1289 o Anexo V, que autoriza e disciplina investimentos estrangeiros por Recibos de Depósito⁶². Esta modalidade de investimento oferece algumas vantagens ao investidor estrangeiro, como facilidade para negociar na bolsa local do investidor, uso da moeda local no investimento e, em alguns casos, obrigatoriedade de apresentação de resultados segundo normas dos órgãos reguladores locais⁶³. Em 1992, outra medida de sentido liberalizante, a Resolução 1927, permitiu

⁶¹ Para detalhes ver Magalhães (2000:36) e Prates (1997)

⁶² Conhecidos também como “Depositary Receipts”. Prates (1997:109) observa que “o processo de emissão de ADR ou GDR é bastante complexo e envolve, além da empresa emissora das ações, duas instituições financeiras – a custodiante das ações, sediada no país de origem da empresa e a depositária, que emite o DR no exterior.” Na emissão de American Depositary Receipts (ADR) e de International Depositary Receipts “uma instituição no Brasil aceita, em custódia, as ações adquiridas no mercado secundário ou de emissão primária das companhias abertas. Depois, estabelece um acordo com um banco estrangeiro - instituição depositária - para este emitir certificados - DRs - representando as ações em custódia. “Os Depositary Receipts podem ser convertidos nas ações que, nesse caso, deve ser negociadas no país de origem. Esta reversibilidade das operações abre a possibilidade de ganhos de arbitragem por parte do investidor estrangeiro, obtidos a partir da diferença entre o preço do DR no exterior e da ação no mercado local. Os proprietários de DR também têm direito aos dividendos e bonificações associados às ações representativas.” (Prates 1997:109)

⁶³ Prates (1997:109) destaca que os investimentos estrangeiros por meio de recibos de depósitos, anexo V, ou sua entrada na bolsa local via anexos II e IV tem o mesmo impacto cambial positivo sobre as reservas internacionais. Contudo, o anexo V tem o efeito negativo de deslocar uma oferta potencial de recursos para os mercados acionários externos, ao permitir a negociação destes títulos no exterior.

a conversão dos DRs em ações nas bolsas de valores domésticas (e também a conversão de ações em DRs), permitindo, assim, a arbitragem entre preços internos e externos.

Outro incentivo ao afluxo de capitais foi dado com a criação dos Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro. A criação dos fundos mútuos de privatização permitiu a utilização de recursos de créditos e títulos advindos de acordos de reestruturação da dívida externa brasileira ou depósitos em moeda estrangeira no Banco Central do Brasil em leilões de privatização, desde que os recursos correspondentes ao investimento permanecessem no Brasil por um período mínimo de seis anos (com exceção dos recursos novos).

Em novembro de 1993, a autorização e regulamentação do investimento estrangeiro de portfólio⁶⁴, através do Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro (FRFCE) – Resolução 2034, regulamentada pela Circular 2382 – que permitia o investimento dos recursos em títulos do tesouro ou do Bacen (até a faixa de 35%) em títulos de renda fixa de empresas e instituições financeiras sediadas no país (CDBs e quotas do FAF), possibilitou a diferenciação do investimento externo em renda fixa do investimento em renda variável ao impossibilitar o direcionamento de recursos do Anexo IV para o mercado de renda fixa⁶⁵.

A conclusão da renegociação da dívida externa brasileira em 1994 também contribuiu para elevar a confiança dos investidores internacionais na economia brasileira, assim como a adesão ao Acordo de Basiléia⁶⁶ (Res. 2099/94), que afirmava o esforço de enquadramento do mercado brasileiro no mercado financeiro internacional. Estes dois movimentos, junto à

⁶⁴ A partir de agosto de 1993, as autoridades monetárias passaram a implementar restrições para estancar as aplicações de recursos estrangeiros que se canalizavam para renda fixa, pois elas pressionavam o câmbio e levavam à expansão da base monetária, pressionando o governo a emitir títulos para reduzir a liquidez da economia. A primeira tentativa proibiu aos Anexos I a IV realizarem operações com NTN-D (com correção cambial) e demais títulos de renda fixa, bem como a aplicação desses recursos em quotas de Fundos de Investimento em "commodities", que funcionam como fundos de renda fixa (Res.n.0 2.013, de 19.08.93) (Magalhães, 2000:37). Para contornar essas restrições o mercado passou a investir os fundos do Anexo IV em debêntures e NTN como moeda de privatização (Magalhães, 2000:30-31).

⁶⁵ Mesmo com os altos juros da economia brasileira, os investimentos via FRFCE, que davam a possibilidade de investimento em um mix de aplicações de renda fixa com elevada rentabilidade, tiveram a rentabilidade de suas aplicações afetada. Os investimentos em títulos de renda fixa através desses fundos passaram a ser tributados com IOF de 5% e Imposto de Renda. Quando estes recursos ingressavam via Anexo IV incidia sobre eles apenas um imposto de 15% sobre a renda distribuída aos investidores, ou seja, esses recursos estavam isentos de tributação sobre ganhos de capital. (Prates, 1997:115). Em relação às debêntures, foi facultada a possibilidade de utilização das posições detidas pelos investidores estrangeiros na aquisição de quotas deste fundo, sem a necessidade de troca cambial, sobre a qual incidiria novo IOF.

⁶⁶ Neste acordo, “os Bancos Centrais dos países signatários se comprometem a instituir a exigência de uma relação mínima entre o capital próprio dos bancos locais e seu ativo ponderado pelo risco, observando o piso de 8% exigido pelo BIS (Bank for International Settlements), formulador do Acordo”. O Acordo de Basiléia é um dos primeiros componentes de uma extensa rede de regulamentação prudencial de controle dos riscos bancários, que se desenvolveu paralelamente ao processo de liberalização financeira. Essa tendência foi, em grande parte, estimulada pelo BIS, refletindo o reconhecimento dos riscos que acompanham esse processo, mas assumiu contornos específicos em cada país, de acordo com os problemas bancários enfrentados após a liberalização. No Brasil, como veremos, não foi diferente: à medida que avançou a política de liberalização, seus riscos vieram à tona e ensejaram uma série de medidas de regulamentação prudencial (Hermann, 2002:260).

revogação da centralização cambial⁶⁷ que ocorreu em várias etapas até a conclusão definitiva do acordo de renegociação da dívida, em 1994, completaram o esforço de reintegração do país ao mercado financeiro internacional.

Outro passo importante nesse processo foi a abertura das contas CC-5 (que também representou um grande avanço em relação às transações de saída, detalhado mais à frente) que possibilitou o acesso mediante contas de não-residentes ao mercado de câmbio flutuante. Estas contas ofereciam grande rentabilidade por conta do diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais e, além disso, não estavam sujeitas a restrições de tipo de aplicação. Apesar do risco cambial que apresentavam, as contas CC-5 acabaram constituindo-se em um dos principais canais de entrada de capitais de curto prazo.

Algumas das mudanças de regras, não destacadas aqui, representaram muito mais uma tentativa de administração da conjuntura. Contudo, essa administração, nesse modelo político-econômico, se mostrou problemática, uma vez que os investidores internacionais procuravam constantemente novas brechas nas regras de investimento estrangeiro e novos meios de ingressar no mercado para aproveitar as oportunidades oferecidas no país⁶⁸. Para Prates (1997:115-116), as mudanças no marco regulatório referente à abertura financeira na década de 1990 sugerem que as autoridades econômicas acreditavam que os investimentos estrangeiros em ações têm impactos virtuosos sobre bolsas de valores locais, que acabam estimulando a utilização do mercado primário de ações como fonte de financiamento das empresas, e desconsideram os efeitos potencialmente negativos desses recursos, como sua volatilidade e suas conseqüências perversas sobre a instabilidade macroeconômica (principalmente em países periféricos)⁶⁹.

2.3.1.2 Ampliação do segundo e terceiro níveis de abertura financeira (1987-93)

Até 1988, havia restrições a investimentos e pagamentos ao exterior e as taxas de câmbio eram fixadas diariamente pelo BCB. Além disso, havia limites quantitativos a diversas operações no mercado de câmbio. Um dos primeiros movimentos no sentido da abertura externa

⁶⁷ A liberalização total das transações externas referentes aos serviços fatores dependia também da revogação da centralização cambial, o que ocorreu em várias etapas até a conclusão definitiva do acordo de renegociação da dívida em 1994. (Prates, 1997:120)

⁶⁸ Novas formas foram utilizadas pelo mercado para contornar as restrições. Em junho, as contas CC-5 passaram a ser utilizadas devido ao início da abertura das mesmas (via mercado flutuante de câmbio). A partir de agosto, os fundos de Anexo IV passaram a aplicar em FAFs especiais (de grande rentabilidade) e em setembro as emissões de Eurobonds, as operações com contas CC-5 e as operações com Fundos de Privatização (tanto com moedas alugadas quanto com compra final) continuaram a aumentar. Com isso, o governo elevou, em outubro, o IOF incidente sobre os Fundos de Renda Fixa e sobre os Fundos do Anexo IV para 9% e 1%, respectivamente, e proibiu as aplicações em FAFs e em moedas de privatização que dêem renda fixa. (Magalhães, 2000:38)

⁶⁹ A menor tributação sobre o Anexo IV parece estar vinculada a uma determinada visão sobre as características das duas modalidades de investimento de portfólio estrangeiro – ações e aplicações de renda fixa de curto prazo (Prates, 1997:116).

das transações de saída ocorreu ainda em 1988, com a Resolução 1552 do CMN, quando teve início o processo de liberalização do câmbio, com a criação do segmento de taxas flutuantes. Em 1989, as dificuldades cambiais levaram a um recuo no processo de abertura e se estabeleceu, com a Resolução 1564/89, a centralização cambial. Essa resolução determinou que os pagamentos de juros, lucros, dividendo e principal da dívida externa fossem feitos a critério do BCB (Prates, 1997:120). Contudo, esta resolução representou apenas um recuo temporário. O passo seguinte no processo de liberalização do câmbio foi a sua “ampliação no que ficou conhecido como o “mercado de câmbio das taxas flutuantes” (MCTF) apartado do mercado principal, que ficou designado como o “mercado de câmbio de taxas livres” (MCTL) que viria ocorrer na década de 1990 (Franco & Neto, 2004:20). Como destaca Laan (2006:49):

Esse foi o primeiro passo relevante nessa direção da flexibilização das operações passíveis de serem autorizadas pelo BC e cursadas normalmente no mercado de câmbio oficial, criando-se, ainda no Governo Sarney, um segmento específico de mercado, apartado do mercado de câmbio oficial, no qual as pessoas puderam negociar moedas estrangeiras por preços e condições livremente pactuadas. Como observa Marinho (2002, p.94), nesse momento ‘inicia-se, então, uma série de alterações e liberalizações das normas cambiais, permitindo uma maior liberdade de movimentação financeira e de produtos’.

A criação do segmento de câmbio livre em março de 1990 ampliou as condições de acesso ao mercado cambial. Com a instalação de um regime de câmbio dual, o comércio exterior, a conversão de moeda nacional para remessa e a conversão de investimentos e de empréstimos no exterior passaram a ser feitas pelo segmento de câmbio de taxas livres⁷⁰. Essa ampliação do acesso ao mercado cambial ainda contou com a elevação dos limites das posições comprada ou vendida dos bancos comerciais autorizados a operar no mercado de câmbio que atuam no segmento flutuante e possibilitou também o aumento da oferta de divisas provenientes tanto do mercado paralelo como de depósitos brasileiros no exterior⁷¹.

O mercado de câmbio de taxas flutuantes recebeu transações anteriormente cursadas no mercado oficial sujeitas a limites quantitativos, ampliando e liberando substancialmente esses limites. Com a criação do MCTF foi possível a qualquer residente no Brasil, pessoa física ou jurídica, inclusive exportador nacional, constituir disponibilidade no exterior, por operações

⁷⁰ A unificação dos dois segmentos, comercial e flutuante, só veio ocorrer mais tarde, precisamente, a partir de fevereiro de 1999, quando o CMN autorizou a unificação das posições de câmbio dos bancos nos dois mercados (Freitas e Prates, 1998 e Prates, 1999). A medida implicou no desaparecimento do mercado flutuante, que envolvia transações que necessitavam de autorização do Banco Central. A unificação do câmbio aumentou a conversibilidade e, portanto, a liberdade da conta de capital.

⁷¹ Ver Carcanholo,(2005). “Criou-se, assim, um mecanismo formal que funciona como uma ‘ponte’ tanto com o mercado paralelo e como uma ‘ponte’ para o retorno de capitais brasileiros no exterior. Com este mecanismo, passa a haver uma mobilidade (quase completa) entre o mercado paralelo e o sistema oficial de câmbio” (Gonçalves, 1996: 139).

internacionais em moeda nacional e com intermediação de instituições financeiras do exterior (BACEN, 2009:3). Como destaca Laan (2006:51):

Especificamente com relação à conta capital, vale destacar (...) que a relevância do novo segmento se dá não tanto pelos montantes cursados, mas pelo significado simbólico da mudança, com as facilidades concedidas aos investimentos brasileiros no exterior e à respectiva repatriação e remessa de lucros e dividendos através do câmbio flutuante.

Além disso, esse segmento absorveu transações relativas a viagens internacionais e, no ano seguinte, incorporou outros tipos de transações como transferências unilaterais e uso de cartão de crédito internacional, dentre outros. Ou seja, “[c]oncretamente, esse segmento cambial permitiu a ampliação dos limites de operações cambiais e maiores facilidades para investimentos brasileiros no exterior” (Gonçalves, 1996:138). A conversibilidade da conta corrente também foi modificada com a liberalização e regularização de pagamentos a serviços fatores e com a redução de limites quantitativos sobre transações com bens e serviços não fatores⁷².

Em 1991, ocorre a liberalização dos pagamentos de juros e do principal da dívida de médio e longo prazo para os setores privado e público não-financeiro, que revogou a centralização cambial, estabelecida pela Resolução 1564 (que estabelecia que o pagamento de juros, lucros, dividendos e principal da dívida externa seria feito a critério do BCB). Ainda em 1991, a Circular 2051 permitiu a pessoas jurídicas a aquisição de imóveis no exterior e elevou os limites para os bancos darem curso a operações de investimentos brasileiros no exterior sem necessidade de autorização prévia do BCB. Além disso, foram abolidos limites de aquisição de moeda estrangeira para o pagamento de vários tipos de despesas no exterior.

Em 1992, foram editadas mais três medidas visando a ampliação da liberdade cambial e movimentação de capital: a Resolução 1946, a Circular 2242 e a Carta-circular 2259. Essas medidas ampliaram a permissão para operações com moeda nacional por não-residentes ao incluir instituições financeiras nos critérios para abertura de contas de não-residentes (CC-5), permitindo que estas instituições movimentem suas contas sem precisar de autorização do BCB⁷³.

⁷² “Em relação a conversibilidade da conta corrente, um movimento importante foi a progressiva flexibilização dos pagamentos relacionados com serviços fatores. Além da eliminação das restrições à remessa de recursos ao exterior referentes às aplicações de portfólio de investidores estrangeiros (Anexo IV), e a título de royalties e assistência técnica, foram simplificados os procedimentos para remessas de lucros e dividendos e eliminado, em 1992, o Imposto de Renda suplementar sobre essas remessas (Pires de Souza, 1993 em Prates, 1997:120)”. Além disso, a liberalização total das transações externas referentes aos serviços fatores dependia também da revogação da centralização cambial, o que ocorreu em várias etapas até a conclusão definitiva do acordo de renegociação da dívida em 1994.

⁷³ No plano contábil das instituições financeiras já existia a conta-padrão “Depósitos de Domiciliados no exterior”, onde são agrupadas as contas individuais dos não residentes pessoa física e jurídica. No entanto, essa conta estava regulamentada pela Carta Circular nº5 de 1969, segundo a qual a movimentação de saldos em moeda nacional não resultantes de moeda estrangeira antes vendidas pelos não-residentes depende de autorização. Ou seja, existia uma contradição entre o novo regulamento e a carta

O avanço na direção da livre conversibilidade dos depósitos denominados em moeda nacional em contas de instituições financeiras não-residentes potencializa “ainda mais os mecanismos próprios do segmento de câmbio flutuante” (Carcanholo, 2005:131). Essa medida reforçou a liberdade para o envio de capitais e para as remessas de recursos ao exterior por residentes, ampliando a abertura do segundo nível (*outward transactions*)⁷⁴.

Da permissão dada a brasileiros para remeter dólares, independente de ingresso anterior, resulta um ambiente de maior liberdade cambial e de menor controle sobre as remessas, ampliando, assim, a conversibilidade de recursos de brasileiros⁷⁵. Para Franco e Neto (2004) e Laan (2006), a mudança da sistemática de utilização das contas de não-residentes foi um “divisor de águas” em relação ao tratamento prévio dado as saídas de capital e esta mudança no marco regulatório é considerada “*uma das principais inovações desse início de liberalização do regime cambial brasileiro*” e um dos pilares principais da liberalização que se inicia⁷⁶. Segundo Laan (2006:53), a CC-5 tornou-se, a partir da década de 1990 “[a] plataforma genérica para a introdução *de facto* da conversibilidade (...), por onde transitavam recursos de natureza declarada de investimento direto, de capitais de curto prazo ou de disponibilidades quaisquer”. Com isso, um canal específico de remessa de divisas, cujo impacto seria sentido principalmente nos momentos de crise foi aberto. Com as novas regras, o controle sobre as remessas foi reduzido e estas estavam autorizadas independentemente da entrada de divisas em um momento anterior ou de qualquer autorização prévia. Essa ampliação da liberdade cambial é emblemática e reflete o processo de implementação de mudanças estruturais importantíssimas por medidas infralegais (circulares e resoluções).

circular nº5. (Prates, 1997:118). Para resolver esse impasse, o Banco Central alterou o Plano Contábil Padrão incluindo na conta padronizada “Depósitos de Domiciliados no Exterior” uma sub-conta denominada “contas Livres de Instituições Financeiras – Mercado de Câmbio de Taxas flutuantes”. **A movimentação dessa conta não tem restrições e não se subordina às regras da CC-5.** A partir de então, ficou estabelecido que se o não residente não é instituição financeira, a compra de moeda estrangeira só pode ser efetuada se o saldo em moeda nacional de sua conta corrente é contrapartida da venda anterior de moeda estrangeira (CC-5); se o não residente é uma instituição financeira, o saldo em moeda nacional pode ser utilizado para comprar moeda estrangeira sem qualquer restrição (BACEN, 1993 em Prates, 1997:119).

⁷⁴ Como destaca Sicsú (2006:366) “Estas contas foram instituídas em 1992 e representaram uma extraordinária variante das CC-5 originais instituídas em 1969 que tinham um propósito completamente diferente. Para aqueles que, à época, ainda duvidavam daquela possibilidade extraordinária e extravagante ou não entendiam o mecanismo de envio de recursos ao exterior, o BCB em documento (...) esclareceu: “isso significa que se um agente quiser fazer uma remessa para o exterior, basta que deposite cruzeiros reais na conta de uma instituição financeira não residente e deixe que ela faça o resto. Com os cruzeiros reais ela pode comprar moeda estrangeira em banco aqui no Brasil e transferir a moeda para a conta do destinatário no exterior. O novo regime permite uma amplitude para movimentos de capital que não conhecia precedente no país” (BCB, 1993, p. 17, grifos nossos).

⁷⁵ A nova abordagem seria posteriormente “consolidada pela Circular 2.677/96, que aperfeiçoou diversos mecanismos de acompanhamento e controle das movimentações cambiais de não-residentes, revogando, inclusive, a própria Carta-Circular n. 5/69 e também as Circulares de 1992”(Laan, 2006:52).

⁷⁶ Assim, segundo os autores, foi “estabelecido um paradigma de conversibilidade em um assunto no qual, desde os anos 1930, vigoravam controles *ex ante* de modo geral, e para o capital estrangeiro em particular” (Laan, 2006:52).

No período de 1987 a 1993, também foram tomadas algumas medidas relativas à ampliação do terceiro nível de abertura, que se refere à conversibilidade interna da moeda. Destas, a mais relevante e de maior impacto ocorre no início de 1990 com a criação do mercado livre de câmbio. A partir da criação desse mercado, o BCB deixa de comprar/vender divisas à taxa por ele estipulada no intuito de substituir a política de preços administrados ou de minidesvalorização pela política de câmbio flutuante. Segundo Prates (1997:121) a principal consequência dessa medida:

não se relaciona com a determinação da taxa de câmbio mas com a operacionalidade das transações domésticas de divisas. Isso porque o Bacen autorizou posições compradas ilimitadas em moeda estrangeira por parte das instituições financeiras. Em outras palavras, permitiu a retenção de ativos externos por parte de bancos e outras instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, ampliando o grau de conversibilidade interna da moeda para essa categoria de agentes. Como coloca Pires de Souza (1993), uma consequência dessa iniciativa foi a legalização de uma componente de demanda por divisas antes ausente dos mercados de câmbio oficiais: a procura por moeda estrangeira enquanto ativo de reserva. (Prates, 1997:121)

A autora destaca ainda que com a autorização para os bancos assumirem posições compradas no mercado de divisas, estes mercados tornaram-se mais sujeitos a pressões geradas por movimentos de parte das instituições financeiras, motivadas por mudanças nas expectativas⁷⁷, principalmente com a significativa ampliação do limite de posição comprada no biênio 1993-94. A criação do segmento de câmbio flutuante também acarretou uma maior liberdade cambial e permitiu a retenção de divisas ampliando a abertura do terceiro nível. Outra medida nesse mesmo sentido que contribuiu para elevar o grau de conversibilidade interna de moeda para pessoas físicas e instituições não-financeiras foi a ampliação do leque de ativos indexados ao dólar, como *Export Notes* e NTN-cambiais.

2.3.2 As Medidas de abertura externa durante a gestão FHC (1994-1998)

O processo de abertura comercial e financeira externa ganhou força durante os dois mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-1998 e 1999-2002). De 1995 a 2002, as medidas de abertura financeira acompanharam e deram suporte à implementação do plano de

⁷⁷ A autora destaca que, apesar disso, “os movimentos especulativos por parte destes agentes não são capazes de provocar uma crise cambial pois, acima de um determinado limite, o volume de moeda estrangeira adquirido pelos bancos tem que ser depositado no banco central. Esse mecanismo reduziria a vulnerabilidade da autoridade monetária frente a movimentos especulativos destes agentes, já que a maior parte das reservas cambiais eventualmente gastas para contê-los retornariam para sua conta bancária no exterior. Ou seja, a perda contábil de reserva não seria significativa” mas “a elevação do limite de posição comprada no biênio 1993-94 acabou relativizando essa observação.” (Prates, 1997:121).

estabilização monetária, o Plano Real, baseado em âncora cambial, e tiveram um papel importante no plano de estabilização⁷⁸.

Nesse período também foram adotadas medidas que procuraram adaptar a legislação doméstica às transformações em curso no sistema financeiro internacional, inclusive as primeiras medidas de regulamentação prudencial no Brasil⁷⁹. Durante o primeiro ano de governo do Presidente FHC houve um período de redução das entradas de capitais, muito em decorrência da crise Mexicana de 1994, que exigiu do governo a adoção de algumas medidas restritivas e conteve por um breve período a tendência à abertura externa. Contudo, as medidas pontuais, adotadas naquele momento de conjuntura desfavorável (déficits em Transações correntes e reversão das entradas de capitais), pouco atrapalharam o processo de abertura, que voltou a ganhar força já em 1995.

Deste modo, pode-se dizer que as alterações no marco regulatório relativas à abertura financeira desse período tiveram como intuito criar instrumentos de investimentos para não residentes no Brasil, a fim de aproveitar a liquidez do mercado financeiro internacional para viabilizar o financiamento da economia e sustentar os crescentes déficits na conta corrente, em grande medida ocasionados pela liberalização comercial, descritas abaixo no item 2.3.2.1, e também instrumentos para os residentes investirem no exterior, descritos no item 2.3.2.2.

2.3.2.1 Abertura das Transações de entrada de capitais entre 1994 e 1998

Durante o governo do presidente FHC teve continuidade o movimento de ampliação do leque de operações para captação de recursos externos para além das operações de empréstimos bancários e das diversas modalidades de captação de recursos via emissão de títulos no exterior já permitidas. Essa ampliação do leque de operações se deu com modificações relativas a algumas das modalidades de investimento externo já regulamentadas – como as chamadas “operações 63” e as captações via constituição de fundos de investimento específicos⁸⁰. A Extensão das operações de repasse via Resolução 63/67 possibilitou a captação e repasses de recursos externos pelos bancos para pessoas físicas e jurídicas para financiamento de custeio,

⁷⁸ Segundo Prates (1997:102) a acumulação de reservas estimulada pela abertura financeira teve um papel importante na manutenção da estabilização ancorada no câmbio e a pressão competitiva das importações colaborou também para a sustentação do patamar inflacionário.

⁷⁹ Para mais detalhes desse período primeiro conjunto de medidas de regulamentação prudencial pós-liberalização no Brasil ver Hermann (2010:261).

⁸⁰ A captação voltada a aplicações em títulos de empresas deveria ser feita com a criação de fundos mútuos de investimento e tinham a exigência de um mínimo de 75% do capital investido (Hermann, 2005:299)

investimento e comercialização da produção agropecuária (Resolução 2148/95)⁸¹, para financiamento imobiliário (Resolução 2170/96) e para repasses a empresas exportadoras (Resolução 2312/96). Essas resoluções estabeleceram um prazo mínimo de 180 dias para as operações.

Em 1995, a abertura da economia brasileira dá um importante passo no que se refere à entrada de investidores estrangeiros com o fim da distinção entre empresas estrangeiras e nacionais. Essa mudança, inclusive, exigiu, ao contrário da maioria, reforma em nível constitucional. A redefinição do conceito de empresa nacional que aboliu a distinção entre empresas estrangeiras e nacionais, que pode ser considerada um marco na abertura da economia brasileira, foi feita através da Emenda Constitucional n. 6, de 15/08/1995. Essa medida implicou na eliminação das reservas de mercado em diversas áreas e na abertura do mercado de telecomunicações.

Uma das mais importantes medidas de liberalização desse período foi o reforço da abertura do mercado brasileiro com a política de favorecimento à entrada de bancos estrangeiros no país, implementada a partir de meados de 1995. A expansão das instituições financeiras estrangeiras já instaladas no país e a entrada de bancos de investimento constituíram um novo e importante canal para a movimentação de fluxos de capitais com o exterior.

Em fevereiro de 1996, as Resoluções 2247 e 2248 regulamentaram a captação de recursos externos para investimento em empresas emergentes e para investimento imobiliário, respectivamente⁸². As possibilidades de captação de recursos externos foram ampliadas também com a criação dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF's), regulamentados pelo Bacen e, em sua maior parte, relacionados a investimento de renda fixa. Segundo Carcanholo (2005:129) “esses fundos substituíram a estrutura anterior com multiplicidade de produtos, cada qual com normas específicas relativas a composição de carteira, prazo de aplicação e liquidez de quotas.” O autor destaca ainda que a flexibilização permitida na composição das carteiras dos FIF's possui poucas exceções, entre elas a limitação para aplicação em ações ou em quotas de fundos regulamentados pela CVM em 20% do patrimônio total; e a observação das normas de diversificação de risco.

⁸¹ Essa resolução teve sua regulamentação alterada em 1998 pelas resoluções 2.483 e 2.500. Essas resoluções alteravam as possibilidades de aplicação dos recursos e também possuíam caráter liberalizante.

⁸² Hermann (2005:299)

Foram importantes nesse processo de liberalização também as resoluções 2247 e 2248, já citadas, que permitiram a aplicação de recursos estrangeiros em quotas de Fundos mútuos de Investimento em empresas e Fundos mútuos de Investimento imobiliário. Além dessas mudanças, foi derrubado o veto à conversão de créditos correspondente a dívidas de entidades do setor público federal em investimento de bônus e moeda estrangeira por empresas brasileiras financeiras e não financeiras no âmbito do Programa Nacional de Desestatização. Todas essas medidas apontam para a crescente liberalização e abertura à entrada de capitais estrangeiros nesse período.

2.3.2.2 A ampliação do segundo e terceiro níveis de abertura

No campo das transações de saída houve um visível aprofundamento da abertura financeira da economia brasileira a partir de 1994⁸³. Uma mudança importante em relação aos investimentos brasileiros ocorre com a Resolução BCB 2111 de 1994, regulamentada na Circular 2485, que permitiu que a poupança nacional passasse a ser disponibilizada além das fronteiras do país. Essa permissão da disponibilização da poupança além das fronteiras do país foi paradigmática por criar um mecanismo formal, além das CC-5, para tanto.

Outra medida com o mesmo intuito de incentivar o investimento no exterior e incrementar a demanda por dólares foi a ampliação dos limites de US\$ 1 milhão para US\$ 5 milhões para a transferência de recursos ao exterior a título de investimento brasileiro no exterior, por parte de pessoas jurídicas privadas não financeiras⁸⁴. Essa transferência deveria ser feita pelo mercado de câmbio de taxas flutuantes, através de bancos credenciados, e foi autorizada pela Circular 2472, de 31/08/94. Além de alterar o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes, esta Circular também permitiu a aquisição de imóveis, no exterior, por pessoas jurídicas sediadas no Brasil.

Outro importante passo na internacionalização do mercado de ações doméstico, que facilitou o investimento doméstico em empresas estrangeiras, foi a permissão para negociação de

⁸³ Como já destacado, em 1995 houve uma breve pausa nesse processo motivada pelos impactos da crise mexicana sobre o mercado financeiro internacional e, em particular, sobre o mercado brasileiro e outros mercados emergentes. Todavia, a partir de Maio de 1995 os fluxos de capitais em direção aos países emergentes ganharam força novamente e a política de abertura externa foi retomada.

⁸⁴ Esse limite de US\$ 5 milhões era por grupo econômico e o período não poderia ser inferior a 12 meses (Magalhães, 2000:34).”As empresas receptoras de capital estrangeiro que tenham realizado investimentos no exterior ficam impedidas de proceder a remessas a título de lucros, dividendos e bonificações correspondentes a valores apurados com base em receita de equivalência patrimonial resultante de investimento efetuado. Fica também impedido o registro de reinvestimento, em moeda estrangeira, das capitalizações de lucros decorrentes das receitas de que se trata. Nos casos de venda ou dissolução do empreendimento externo deve a empresa promover, sob comprovação, imediato retorno ao País dos recursos transferidos, acrescido dos resultados apurados com a alienação do investimento no exterior” (Magalhães, 2000:38).

ações de empresas não residentes nas bolsas de valores locais em 1996 (Resolução 2318). Para tanto, foram criados os Brazilian Depositary Receipts (BDR), cuja negociação seria feita por um sistema semelhante ao usado para negociações de ações de empresas brasileiras no exterior (ADRs e GDRs). Esse instrumento, portanto, estabeleceu um novo meio para os residentes aplicarem seus recursos em empresas estrangeiras⁸⁵.

Além disso, as transações de saída também foram facilitadas com a desregulamentação praticamente total do mercado de câmbio flutuante feita em maio de 1996 pelo Bacen. A Circular 2685 ampliou o leque de serviços não-fatores cujos pagamentos ficaram isentos de limites que, desde 1994, já estavam liberados para venda de divisas a viajantes, para operações de transferências unilaterais e para pagamentos de alguns tipos despesas relacionadas a serviços não-fatores (Circular 2494)⁸⁶.

A desregulamentação das saídas de capital foi complementada pela liberalização da conta de não residentes. A circular 2677 de abril de 1996 regulamentou a abertura e movimentação das contas CC-5, consolidando praticamente toda a legislação em vigor relativa a tais contas e revogando a Carta-Circular nº 5/69, que deu origem às contas CC-5. Com isso, todos os limites quantitativos à remessa de recursos ao exterior, com base na conversão de saldos de contas tituladas por não-residentes, para transferências unilaterais e pagamentos de serviços não-fatores veiculados no mercado flutuante de câmbio, foram eliminados. Ficou apenas uma exigência de registro para as operações com moeda estrangeira no país acima de US\$10.000⁸⁷. Além disso, a transferência de patrimônio (como compra de imóveis) passa a ser feita sem necessidade de registro no BCB (Prates, 1997:11). Segundo Hermann (2005:301), diversos tipos de operação financeira passaram a “engrossar” as remessas de recursos pelo mercado flutuante com a liberalização de 1996.

Em 1997, a Resolução 2356/97 autorizou pessoas físicas e jurídicas, fundos mútuos de investimento e outras entidades de investimento coletivo residentes, domiciliados ou com sede no Brasil, a realizarem investimentos em "Depositary Receipts", negociáveis no mercado

⁸⁵ Os BDRs só entraram em funcionamento na bolsa de valores de São Paulo na década de 2000, após a edição da Resolução 2763/00, que disciplina esse tipo de investimento.

⁸⁶ Esta Circular havia eliminado o limite de US\$ 4 mil para venda de divisas a viajantes, para operações de transferências unilaterais e para pagamentos de alguns tipos de despesas relacionadas a serviços não-fatores

⁸⁷ “No caso das instituições financeiras, a conversibilidade em dólar dos saldos das contas em moeda nacional já era garantida desde 1992 (Carta-Cir. 2259/92) e assim permaneceu. Para titulares pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, a conversibilidade não é automática, mas pode ser obtida através de um crédito para um banco não-residente – ou seja, desde que a remessa de valores pretendida seja feita a crédito deste banco que, então, tem direito à conversão e remessa dos valores em dólares (Bacen, 2001d)” (Hermann, 2005:301).

internacional, com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas brasileiras (arbitragem e proteção contra o variação do dólar). Em relação à abertura do terceiro nível, destaca-se no período a Circular 2.787/97 que estabeleceu novos limites para a posição vendida de câmbio. Esses limites, que seguem, em linhas gerais, a regulação prudencial de Basiléia, procuram estabelecer controles de risco para os bancos.

2.3.3 *Súmarío e Conclusões*

No período de 1990 a 1998, os fluxos de capitais mesmo apresentando uma tendência clara de retorno para o país, assim como para os países periféricos em geral, se mostravam instáveis. Essa instabilidade levou o país a adotar, em determinados momentos, controles sobre as entradas de capitais, além de algumas medidas restritivas tributárias e de composição de capital. Contudo, essas medidas tinham caráter temporário, tendo sido estabelecidas apenas para responder a conjunturas específicas, em particular a interrupção dos fluxos internacionais de capitais ocasionadas por crises financeiras. Nesse período, portanto, o país se mostrou em uma transição para um modelo onde há maior liberdade para entrada e saída de capitais e onde a atuação do governo restringiu-se basicamente à administração de conjunturas desfavoráveis, através de aplicação de tarifas e restrições ditas sempre de *caráter temporário*.

2.4 Medidas de abertura externa após a crise cambial e aprofundamento do processo de abertura externa (1999-2010)

2.4.1 *A Crise Cambial e as novas medidas de liberalização financeira externa (1999 a 2002)*

O amplo processo de abertura comercial e financeira da década de 1990 elevou o grau de integração da economia brasileira com o mercado financeiro internacional. Com isso, o país foi progressivamente tornando-se mais sensível às mudanças do mercado financeiro internacional. Após passar por dois graves episódios de dificuldades cambiais (março de 1995 e outubro de 1997), o país sofreu uma terceira crise cambial, iniciada em agosto de 1998, que levou à flexibilização do regime cambial em janeiro de 1999⁸⁸. A adoção do regime de câmbio flutuante elevou a influência do mercado sobre a taxa de câmbio e tornou mais complexo seu controle.

⁸⁸ Segundo Hermann (2005:303) “O ataque especulativo desfechado contra o real em fins de outubro de 1997, tal como o de 1995, não foi motivado prioritariamente por problemas domésticos, mas sim como efeito-contágio de outra crise cambial – a crise do sudeste asiático, iniciada em julho na Tailândia, Indonésia e Filipinas, atingindo mais tarde também a Malásia e a Coréia.” Segundo a autora, “(...) [O] ataque especulativo de outubro-novembro de 1997 no Brasil deve ser creditado, **fundamentalmente, ao elevado grau de mobilidade de capital que passou a caracterizar o mercado financeiro nacional** a partir da política de liberalização financeira – especialmente a partir da abertura de 1994-96 – e, paradoxalmente, à posição favorável dos ativos brasileiros (em termos de cotação e liquidez) no mercado financeiro internacional.” (Hermann, 2005:307) *grifos meus*.

A adoção do modelo de livre flutuação da taxa de câmbio (Res. 6.565/99), uma das primeiras medidas do segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), ocorreu meses antes da adoção de um novo regime de política macroeconômica. O novo regime, implementado logo após a adoção do regime de câmbio flutuante, estabeleceu uma política monetária regida por um regime de metas de inflação e uma política fiscal orientada por metas de superávit primário e pela Lei de Responsabilidade Fiscal⁸⁹.

Além da flexibilização do regime cambial, que decretou o fim do regime de bandas cambiais⁹⁰, outros passos importantes na direção da maior facilidade para movimentação externa de capital foram as diversas medidas voltadas à flexibilização dos investimentos estrangeiros e a adesão do Brasil à disciplina do artigo VIII do Estatuto do FMI, que veda restrições aos *pagamentos* feitos em transações em conta corrente. Essa medida, entre outras coisas, institucionaliza a liberdade para remessa de lucros e dividendos. Ou seja, nesse período a liberdade para movimentação do capital estrangeiro foi ampliada e a saída de capitais nacionais facilitada. As principais medidas de abertura financeira do período são descritas a seguir.

2.4.1.1 Liberalização das Transações de entrada de capitais entre 1999 e 2002

A política de aprofundamento da liberalização financeira externa do período contou com novas medidas para facilitar a captação de recursos externos. Seguindo essa linha, o BCB editou as resoluções 2625/99 e 2683/99⁹¹, logo substituídas pela Resolução 2770/00. A resolução 2770 passou a definir os critérios para as operações de repasse de recursos externos e eliminou as exigências de autorização e direcionamento compulsório⁹², além substituir a Resolução 63/67 e também revogar 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. Para Biancareli (2003:07):

⁸⁹ Política fiscal tinha como objetivo o controle permanente do endividamento do setor público.

⁹⁰ “[A] divisão do mercado cambial entre os segmentos comercial e flutuante foi mantida apenas para efeito de registro, **mas a apuração dos saldos das operações foi unificada (Res. 2588/99)**, facilitando o ajuste das instituições financeiras aos limites de posição comprada e vendida fixados pelo Bacen” (Hermann, 2005:318).

⁹¹ A resolução 2625/99 permitia a captação de dólares no mercado internacional por bancos e agentes financeiros para aplicação na economia nacional. A resolução 2683/99 permitiu às instituições financeiras e às sociedades de arrendamento mercantil a captação de recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico e eliminou a exigência de prazo mínimo nas operações de empréstimo externo. Essa medida foi muito importante por permitir as Instituições financeiras transitarem de um tipo de investimento para outro, elevando a liberdade do capital externo ingressante.

⁹² Resolução 2770, 30/08/00 Revoga e substitui a antiga Resolução 63/67. As operações de repasse de recursos externos passam a ser regidas pelos seguintes critérios: a) são liberadas as captações destes recursos sem a prévia autorização do Bacen, exceto se o tomador do empréstimo no Brasil for o setor público; b) os recursos podem ser captados por meio de empréstimos ou emissão de títulos no exterior; c) os recursos captados devem ser aplicados em empréstimos no país, mas são autorizadas operações de repasse interfinanceiro para instituições financeiras da mesma espécie da tomadora dos recursos no exterior; d) o banco repassador deve conceder ao tomador doméstico idênticas condições de custo da dívida originalmente contratada em moeda estrangeira, sendo autorizada apenas a cobrança de comissão de repasse (Hermann, 2010:263).

A desregulamentação nessa área atinge (...) o seu desfecho pela Resolução 2770, de 30 de agosto de 2000, que consolida as mudanças revogando todos os instrumentos normativos que disciplinam as emissões de títulos de renda fixa no exterior. Tanto as exigências de autorização como as de direcionamento compulsório, estavam abolidas.

Mais do que um instrumento de desburocratização, essa resolução representou para os bancos e para as demais instituições financeiras uma ampliação da liberdade no que se refere à captação e movimentação de recursos. Essa Resolução eliminou a exigência de autorização do BCB para qualquer tipo de captação de recursos, tornando o regime declaratório. A exigência constante na Resolução 2770 era que o custo do repasse para o tomador doméstico deveria ser o mesmo do empréstimo original em moeda estrangeira, acrescido apenas de uma comissão de repasse⁹³.

Nesse processo de substituição do controle efetivo dos fluxos, uma medida de caráter regulamentar, a Circular 3.027/01, que instituiu e regulamentou o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a e exportações, tem sido muitas vezes apresentada como medida de aumento de controle⁹⁴. Na verdade, ela em nada afetou o controle dos fluxos mas apenas sua apuração ao exigir o registro das operações junto ao Bacen. A obtenção de empréstimos continuou a não depender de aprovação prévia do BCB, desde que os empréstimos estivessem dentro das condições gerais da operação e em conformidade com os padrões estabelecidos pelo BCB⁹⁵.

Em relação à liberalização da entrada de investidores estrangeiros no mercado nacional, em janeiro de 2000, após a unificação dos segmentos comercial e flutuante do câmbio, a aquisição direta de títulos de renda fixa, públicos e privados, por investidores estrangeiros foi permitida pela Resolução 2689/00⁹⁶. Tal resolução também extinguiu os anexos I, II e IV da Resolução 1289/87, ficando só os Anexos III (Carteira de Títulos e Valores Mobiliários - Capital

⁹³ “Quanto às operações de repasse, como observam Prates e Freitas (1999: 88-89), antes da crise cambial de 1999 os prazos dos empréstimos domésticos eram bem menores que os do empréstimo externo a ser repassado (respectivamente, de 90 dias e dois anos, em média) e os *spreads* dessas operações eram, em geral, superiores a 10 pontos percentuais sobre a taxa paga no exterior (mais correção cambial). Havia, portanto, um descasamento de prazos e juros *a favor* dos bancos nestas operações. Além disso, a legislação em vigor, quase sempre, permitia a aplicação dos recursos ainda não repassados no mercado interbancário e em títulos públicos, inclusive os indexados à taxa de câmbio. Essa condição foi, teoricamente, modificada pela Resolução 2770/2000” (Hermann, 2005:322).

⁹⁴ Ver Franco e Neto(2004) e Sicsú(2006).

⁹⁵ Os empréstimos deveriam, por exemplo, cumprir limites de mercado para a taxa de juros registrada na operação.

⁹⁶ A Circular 2.963/00 e a Instrução CVM 325, de 2000 complementaram a Resolução 2.689. Com essa Resolução a movimentação dos recursos dos investidores estrangeiros, que depende de abertura de uma conta especial: a chamada “**conta 2689**”, pode se movimentar entre diferentes modalidades de aplicações (de investimento em portfólio para investimento direto e vice-versa, ou de empréstimos em investimento, etc.) sem a necessidade de um novo contrato de câmbio (Rossi, 2011:5).

Estrangeiro) e V (operações com ADR) negociados diretamente no mercado estrangeiro. Esta resolução aboliu a segmentação do mercado de capitais para investidores estrangeiros, permitindo-lhes livre trânsito de uma modalidade de aplicação à outra sem necessidade de retirada dos recursos do país (com pagamento de IR) e reingresso (com pagamento de IOF), tal como permitido a investidores locais (Hermann, 2005:318). Assim, o investimento estrangeiro passa a ingressar no país diretamente para o mercado em questão, sem a necessidade de constituição de fundos específicos. Esta resolução liberou para os investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais, dos mercados financeiros e de capitais, disponíveis no país e, assim, liberalizou também a entrada de investidores estrangeiros nos mercados de derivativos.

O capital externo, com essa nova regulamentação, não precisa mais declarar o tipo de aplicação que pretende fazer. Esta medida, que representou o fim das restrições para transferência de recursos de investidores estrangeiros de uma aplicação para outra, e cujo sentido era simplificar a regulamentação sobre o investimento externo de portfolio, significou a reafirmação do compromisso do país com a liberalização do fluxo de capital externo. Também possibilitou a realização de investimentos de portfolio por pessoas físicas ou jurídicas não-institucionais residentes no exterior criando, assim, acesso direto a pessoas físicas com residência ou domicílio no exterior e para pessoas jurídicas não institucionais (Laan, 2006:59).

2.4.1.2 A ampliação do segundo e terceiro níveis de abertura entre 1999 e 2003

Tanto a unificação dos segmentos comercial e flutuante quanto a definição do regime cambial brasileiro como regime de flutuação livre, afetaram o segundo e terceiro níveis de abertura. Apesar da manutenção de um sistema dual de câmbio, com a reforma ocorre a unificação das posições cambiais dos bancos (Resolução BCB 2.588, de 25/01/1999) e o nivelamento do preço nos dois mercados⁹⁷. Além disso, foram eliminadas exigências para várias transações e a conversibilidade da conta de capital foi ampliada.

A unificação reforçou o processo de liberalização da conta de capitais, contribuindo para ampliação da conversibilidade de recursos de brasileiros, cuja livre movimentação independente de ingresso prévio ou registro havia sido consolidada com a Circular 2.677/96. A liberalização foi reforçada com outras medidas tomadas, que também facilitavam a saída de

⁹⁷ [D]ada a existência ainda de uma série de fatores impeditivos da comunicação da taxa flutuante com a taxa controlada do MCTL, o país conviveu com esse sistema dual até março de 2005, ainda que em 1999, tenha ocorrido a comunicação dos mercados, com a unificação das posições cambiais dos bancos (Resolução BCB 2.588, de 25/01/1999), igualando-se o preço nos dois mercados (Laan 2006:51).

capitais brasileiros ao exterior. As circulares 3013, de 23/11/00 e 3037, de 31/05/01 do BCB elevaram o teto para investimento no exterior de pessoas jurídicas não financeiras de USD 1 milhão para USD 5 milhões para transferências a esse título sem necessidade de autorização prévia. Outra medida com o intuito de facilitar o investimento brasileiro no exterior foi a resolução 2763/00, que disciplinou os investimentos brasileiros no exterior através do mecanismo de Certificados de Depósito de Valores Mobiliários ("Brazilian Depositary Receipts" – BDRs).

Ocorreram ainda avanços relacionados à conversibilidade da conta corrente. A adesão formal às exigências do FMI em 1999, que acontece com a aceitação do Artigo VIII dessa Instituição (seções 2, 3 e 4), é uma importante marca desse processo de “efetivação” da conversibilidade da conta corrente⁹⁸. Para Franco e Neto (2004:22-23) a adesão do Brasil à disciplina do Artigo VIII do FMI estabeleceu definitivamente a conversibilidade das transações da conta corrente, deixando claro que a fronteira para as tendências liberalizantes na regulamentação cambial reside na conta de capitais.

Em relação ao terceiro nível de abertura, pode-se dizer que a liberalização tem avançado de forma mais lenta. Ainda assim, podemos destacar medidas tomadas que vão nessa direção. A permissão concedida a empresas dos setores de energia, petróleo e gás em processos de privatização para manutenção de depósitos em moeda estrangeira no país (Resolução BCB 2644/99) é um exemplo. Essa Resolução permitiu, às empresas desses setores, a abertura e movimentação de contas em moeda estrangeira no país (conhecidas como “Conta 2644”) e os fundos depositados nessa conta poderiam ser livremente investidos no mercado internacional. Segundo Laan (2006:61) “ainda que tenha sido uma medida voltada para um setor econômico específico, não deixa de configurar uma flexibilização importante dos dispositivos do Decreto-Lei 857/69, interpretados hoje como normas que restringem o uso da indexação cambial – textualmente, ‘práticas que restrinjam ou recusem o curso da moeda nacional’”⁹⁹. Por permitir o

⁹⁸“O Fundo cobrava a redução do IOF de 2,5% para não mais do que 2%, nas operações de câmbio para pagamento de despesas com cartão de crédito no exterior, e a eliminação da exigência de contratação prévia de câmbio em pagamento de importações. Em resposta, em 28.10.99, mas com vigência apenas a partir do dia 30.10.99, a exigência de contratação prévia de câmbio para importações foi revogada (Circular 2.948). Da mesma forma, a alíquota de IOF para compras com cartão de crédito no exterior seria reduzida para não mais do que 2%, a partir de 01.02.2000, medida que se consumou com a edição da Portaria do MF no. 458, de 09.12.99. Todas informações gentilmente fornecidas pelo Dr. José Linaldo Gomes de Aguiar, Chefe do Departamento de Relações Internacionais (DERIN) do Banco Central do Brasil.” (Franco e Neto, 2004:22)

⁹⁹ Em 2000 a Medida atingiu também as sociedades seguradoras, ressegurador local, ressegurador admitido ou corretora de resseguro, com a Resolução 2.694/00, que dispôs sobre abertura e movimentação de contas em moeda estrangeira tituladas por esses agentes. A Circular 2.971/00 Regulamentou as Resoluções nº 2.644/1999, 2.694/00 e 2.695/00, e divulgou o Regulamento sobre Contas em Moedas Estrangeiras no País. Esse regulamento sofreu mais uma modificação com sentido liberalizante em 2002, com as alterações introduzidas pela Resolução 2.953. Essa Resolução altera normas relativas à abertura, manutenção e

pagamento em moeda estrangeira em situações além das previstas na Lei 9826 (art.6º), a Circular 3075/02, que estabeleceu procedimento para pagamento em moeda estrangeira efetuado por residente no exterior a residente no país em decorrência de venda de produtos com entrega no território brasileiro, pode ser considerada uma medida que vai no mesmo sentido de abertura do terceiro nível. Além disso, a medida é importante por abrir um precedente a pedidos de mesma natureza¹⁰⁰.

No período de 1999 a 2002 destaca-se, portanto, o movimento de abertura à saída de capitais e seus impactos sobre a conversibilidade da conta de capitais e da conta corrente. Franco e Neto (2004:22-23) acreditam que liberalização da conta corrente está completa, e que a conversibilidade da conta de capitais avança da forma “gradual e consistente”. Já Freitas e Prates (2001:5), acreditam que “o processo de liberalização e desregulamentação da conta de capital do Balanço de Pagamentos foi finalizado” em 2000. Para Motta (2003:16 apud Laan 2006:54) “apesar de o Brasil não ser um país com total liberdade cambial, dado o controle de câmbio centralizado pelo BCB, com a liberalização dos últimos anos quase todo tipo de transferência para o exterior encontra uma forma de ser cursada”. Na verdade, como mostrará o item 2.4.2.2, a liberalização de transações de saída continua a ser aprofundada nos anos seguintes e as poucas restrições e controles restantes estão sendo progressivamente extintos.

2.4.2 Aprofundamento e consolidação da Abertura financeira (2003-2011)

Durante a gestão do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (2003-10) os pilares básicos do modelo político-econômico da gestão anterior foram mantidos e a política econômica baseada no tripé câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário foi sustentada¹⁰¹. Em relação à liberalização financeira externa, as medidas tomadas durante os dois mandatos do presidente Lula não apenas ajudaram a consolidá-la como também contribuíram para sua ampliação e aprofundamento.

O exame das mudanças institucionais relativas à abertura financeira desse período revela que a onda liberalizante do período não teve caráter apenas incremental, trazendo consigo

movimentação de contas de depósitos e dispõe sobre a contratação de correspondentes no País por parte de instituições financeiras.

¹⁰⁰ Além dessas medidas devem ser destacadas também a circular 2947/99, que eliminou o limite de posição vendida (déficit) de câmbio para as instituições financeiras, e a circular 2948/99, que eliminou a exigência de contratação antecipada de câmbio para contratos de importação inferiores a 360 dias.

¹⁰¹ Filgueiras e Gonçalves (2007) definem esse modelo, vigente a partir de 1999, como Modelo Liberal Periférico. Giambiagi (2011) destaca que “do ponto de vista da condução da economia, há mais elementos em comum entre a gestão de FHC no seu segundo governo (1999/2002) e o período de governo de Lula - especialmente o primeiro - do que entre o segundo governo FHC - marcado pelo ajuste fiscal e pelo câmbio flutuante - e o primeiro - caracterizado pela existência de déficit primário e pela rigidez da administração da taxa de câmbio.”

novos canais institucionais para a movimentação dos fluxos de capitais para o exterior e o aprofundamento da abertura financeira. Algumas das mudanças mais marcantes relativas à liberalização financeira externa desse período foram a instituição do novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) e a redução para zero da alíquota do Imposto de Renda dos investidores não residentes nas aplicações em títulos públicos federais (Lei 11.312/06).

Segundo Laan (2006:65), com o RMCCI “o País experimenta seu mais avançado passo em direção à livre movimentação de capitais (...) além de deixar em aberto e sinalizar que a regulamentação cambial está sempre em evolução, particularmente, no sentido de uma maior liberdade cambial”. O RMCCI marcou o fim da divisão do mercado de câmbio em dois segmentos (livre e flutuante), instituindo o mercado único no qual são celebrados todos os tipos de operações, independente de sua natureza. Essa medida atingiu diretamente o regime cambial, o método de fixação da taxa de câmbio e sua dinâmica de ajustamento. A instituição do RMCCI, ao consolidar o novo modo de funcionamento do mercado cambial, dificultou o estabelecimento de controles sobre a movimentação de capitais, pois, com a unificação dos mercados torna-se mais complicado separar os fluxos de divisas referentes ao comércio e a investimentos diretos dos referentes aos fluxos financeiros (que antes entravam pelo mercado de taxas flutuantes). Ou seja, o estabelecimento de controles sobre o câmbio tornou-se mais complexo, pois ficou mais complicado para as instituições tomarem medidas de controle de fluxos direcionadas, o que significou uma redução da capacidade da autoridade monetária de monitorar os fluxos de capitais¹⁰².

A implementação da nova filosofia cambial com a RMCCI (Resolução 3.265/05) ainda estabeleceu ampla liberdade cambial, eliminando a necessidade de autorizações específicas do Bacen, o que pode ser considerado uma das modificações mais relevantes do período. Essa medida contribuiu sobremaneira para a liberalização tanto das transações de entrada como das de saída de capitais¹⁰³. Portanto, com a unificação, o CMN definiu como regra geral o fim de limites e restrições para compra e venda de moeda estrangeira e para transferências internacionais de

¹⁰² Para uma discussão mais aprofundada ver Sicsú, (2006:367)

¹⁰³ Segundo a nova regulamentação do mercado de câmbio, quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira podem ser realizados no mercado de câmbio, inclusive as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao País e aplicações no mercado financeiro. Dessa maneira, pessoas físicas e jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira, de qualquer natureza, sem limitação de valor, via celebração de contrato de câmbio com os agentes autorizados, inclusive para aquelas operações que só podiam ser feitas via CC-5 (Laan,2006).

reais, passando a vigorar os princípios da legalidade, da fundamentação econômica e do respaldo documental¹⁰⁴.

Medidas complementares de liberalização foram tomadas no decorrer da gestão Lula. Ainda em 2005, a Resolução 3.334 do BCB autorizou as transferências do e para o exterior relativas a aplicações dos fundos de investimento classificados como fundos de dívida externa, constituídos nos termos da regulamentação da CVM, desde que observada a competência do Bacen, para viabilizar a compra e venda de moeda estrangeira pelas instituições financeiras¹⁰⁵.

Em 2008 foi publicada uma outra Resolução do CMN, a 3.568, com o intuito de consolidar as regras e os procedimentos cambiais, além de simplificá-lo¹⁰⁶. Os destaques dessa norma são a permissão para Instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional autorizadas a operar no mercado de câmbio para contratar, mediante convênio, pessoas jurídicas em geral para negociar a realização de Transferências Unilaterais, e as autorizações para operações com moeda estrangeira na modalidade câmbio manual. As operações de câmbio manual com moeda estrangeira em espécie, cheques ou cheques de viagem, foram liberadas para as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio e foi dispensada a apresentação de documentação nas operações de compra e venda de moeda estrangeira até o equivalente a US\$3 mil, ainda que mantida a necessidade de identificação do cliente. Às instituições não autorizadas a operar com câmbio foi permitido efetuar transferências unilaterais e compra e venda de moeda estrangeira na modalidade câmbio manual, limitadas a US\$3 mil por operação. Essa Resolução, portanto, representou um avanço da abertura financeira dos níveis II (transações de saída), por facilitar a saída de capitais, e III (convertibilidade da moeda), por conta da liberalização das operações na modalidade de câmbio manual.

Nesse mesmo sentido, em 2010 foi publicada a Circular 3.493. que, entre outras medidas, permitiu que as instituições financeiras brasileiras não bancárias e autorizadas a operar com câmbio mantenham mais de uma conta em moeda estrangeira em uma mesma praça no Brasil e dispensou a exigência de contratos simultâneos de câmbio nos pagamento de prêmios e

¹⁰⁴ Foram excetuadas dessa regra geral, contudo, as aplicações no exterior no mercado de capitais e de derivativos por pessoas físicas ou jurídicas em geral, bem como as aplicações no exterior por instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e por fundos de qualquer natureza, que passaram a observar regulamentações específicas. Todavia, as restrições para investimentos e aplicações por pessoas físicas e jurídicas em geral foram eliminadas no ano seguinte, permanecendo apenas as restrições de ordem prudencial (Resolução 3.412 de 2006).

¹⁰⁵ Essa Resolução foi revogada pela Resolução 3.452 que, contudo, manteve a autorização para transferências do e para o exterior relacionadas às aplicações por parte dos fundos de investimento. Esta resolução também consolida regras prudenciais relativas à administração de fundos por instituições financeiras.

¹⁰⁶ Para mais detalhes sobre essa resolução veja o anexo II.

indenizações vinculadas a resseguro internacional, quando transitados em contas em moeda estrangeira tituladas pelo setor segurador¹⁰⁷. O Quadro II abaixo mostra as principais medidas de liberação financeira externa de caráter geral, que abarcaram mais de um nível de abertura financeira, entre 2003 e 2010.

Quadro 2 - Principais Medidas de Liberalização externa no Período 2003-2010

	Normativo	Resumo da Ementa
2005	Resolução 3.265	Promoveu a Unificação dos Mercados de câmbio Livre e Flutuante, simplificando o registro das operações em moedas estrangeiras.
2005	Circular 3.280	Divulgou o RMCCI e extinguiu a Exigibilidade referente ao recolhimento compulsório e ao encaixe obrigatório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio.
2005	Resolução 3.334	Estabeleceu normas a serem observadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como alterou e revogou disposições regulamentares e normas editadas pelo Banco Central do Brasil, relativas a fundos de investimento, em decorrência da Lei 10.303, de 2001, ou sem função.
2007	Resolução 3.452	Revoga a Resolução 3.334. Autoriza transferências do e para o exterior relacionadas às aplicações por parte de fundos de investimento, que deverão obedecer aos limites e demais normas prescritos pela CVM no exercício de suas atribuições, sem prejuízo da competência do Banco Central do Brasil. (Revogada)
2008	Resolução 3.568	Disciplina as rotinas e procedimentos do Mercado de Câmbio brasileiro, versando sobre: Autorizações para operações no Mercado de Câmbio; Operações cursadas no Mercado de Câmbio; Obrigações dos agentes autorizados a operar no Mercado de Câmbio; Taxa de Câmbio; e Disposições Gerais. (Revoga as Resolução nº 3.265/05 bem como a Resolução nº 3.452/07).
2010	Circular 3.493	Dispensa a exigência de contratos simultâneos de câmbio nos pagamento de prêmios e indenizações vinculadas a resseguro internacional, quando transitados em contas em moeda estrangeira tituladas pelo setor segurador. Permite que as instituições financeiras brasileiras não bancárias e autorizadas a operar com câmbio mantenham mais de uma conta em moeda estrangeira em uma mesma praça no Brasil.

Fonte: Boletim do Banco Central (vários números) – elaboração própria

Nesse mesmo período foram tomadas diversas outras medidas que complementaram a ampliação do grau de abertura financeira da economia brasileira¹⁰⁸. Em seguida são descritas as principais medidas relativas ao aprofundamento da política de abertura financeira em cada nível de abertura¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Segundo o Banco Central (Relatório anual, 2010), essa medida amplia a concorrência nas negociações de transferências internacionais por meio desses agentes, beneficiando, ao final, os remetentes e recebedores de recursos em moeda estrangeira.

¹⁰⁸ Uma medida que contribuiu para a maior abertura financeira, ao facilitar os movimentos de agentes econômicos externos a utilizar a moeda brasileira como referência em seus negócios, foi a Lei 11.803, de 5 de novembro de 2008. Esta lei buscou “contribuir para a internacionalização do real, formatando a configuração de arcabouço jurídico e regulamentar com vistas a permitir a sistematização de pagamentos de transações em reais no mercado externo, medida indispensável ao aprofundamento da inserção da moeda brasileira no mercado internacional.” (BACEN, 2009). Essa e algumas outras medidas de abertura externa do período encontram-se no Anexo II.

¹⁰⁹ Para um resumo das medidas mais importantes entre 2000 e 2005, ver Prates (2006) e Laan (2006). Para uma pesquisa com todas as medidas desse período, ver Laan (2006:127-135).

2.4.2.1 Medidas recentes de liberalização de entrada de capitais (2003- 2010)

Em relação à liberalização externa das transações de entrada, em razão do grande avanço e da profundidade das mudanças adotadas em períodos anteriores, apesar de terem sido implementadas ainda algumas importantes medidas de aprofundamento desse nível de abertura, grande parte das medidas implementadas nesse período teve como objetivo o aperfeiçoamento da base institucional do mercado de capitais (como, por exemplo, o aperfeiçoamento dos processos de *clearing*)¹¹⁰. O quadro III abaixo resume as principais medidas de liberalização externa relativas às transações de entrada (*inward transactions*).

Quadro 3 - Principais Medidas de Liberalização externa – Transações de entrada (2003 -2010)

DATA	Normativo	Ementa
2006	Circular 3.312	Revoga circular 3265/04 - Facultou a realização de operações compromissadas tendo por objeto obrigações emitidas pela International Finance Corporation (IFC)
2006	Resolução 3.380	Determina as instituições financeiras adequar-se as regras de Basileia II no que se refere a risco operacional.
2006	Resolução 3.382	Faculta a bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira comercial ou de investimento, bancos de desenvolvimento e caixas econômicas o acolhimento de empréstimos em reais, de organismo financeiro multilateral autorizado a captar recursos no mercado brasileiro, sendo estes recursos, obrigatoriamente, direcionados para empreendimentos privados produtivos no território nacional.
2006 2006	MP 281 Lei 11.312	Com essa Lei, os Investidores estrangeiros ficam sujeitos à mesma tributação dos residentes.
2007	Lei complementar nº126 (Artigo 18) Resolução 3.525	Abre o mercado de resseguros do Brasil (ação do PAC). Dispôs sobre a política de resseguro, retrocessão e sua intermediação, as operações de co-seguro, as contratações de seguro no exterior e as operações em moeda estrangeira do setor securitário.
2008	M.P. nº442	Estabeleceu critérios e condições especiais para avaliação e aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central como garantia das operações de empréstimo em moeda estrangeira.
2008 2009	Resolução 3.672 Circular 3.434	Estabeleceu critérios e condições especiais para a realização de operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, e deu outras providências. Regulou as operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Resolução nº 3.672, de 17 de dezembro de 2008.
2010	Resolução 3.844	Consolidou as disposições gerais sobre capital estrangeiro no País relacionadas a registro de fluxos de investimentos diretos, créditos externos, royalties, transferências de tecnologia e arrendamentos mercantis externos.
2010	Resolução 3.845	Dá nova redação ao Regulamento Anexo V à Resolução nº 1.289, de 20.3.1987. Faculta às companhias residentes no País emissoras e/ou ofertantes de DR manter no exterior o produto da sua alienação.

¹¹⁰ As Resoluções 3.347 e 3.380 de 2006, 3.624 de 2008 e 3.691 de 2009 são exemplos disso. Para mais detalhes dessas resoluções ver anexo II.

2010	Circular 3.491	As transferências financeiras do e para o exterior, em moeda nacional ou em moeda estrangeira, relativas aos fluxos de capitais estrangeiros de que trata a Resolução nº 3.844, passam a seguir as regras gerais aplicáveis ao mercado de câmbio brasileiro. Nesse sentido, as transferências devem respeitar os princípios da legalidade, fundamentação econômica e respaldo documental. Essa medida elimina a necessidade de autorizações específicas ou manifestações prévias do Banco Central.
2010	Resolução 3.912 e 3.915	Alterou o art. 1º da Resolução nº 3.912, de 7.12.2010. Ficaram sujeitas à contratação de operações simultâneas de câmbio todas as migrações internas de recursos em reais destinados à constituição de margem de garantia, inicial ou adicional, realizadas por investidor não residente no País, exigidas por bolsas de valores e de mercadorias e futuros. Assim, foi eliminada a possibilidade do investidor não residente ingressar divisas investimento no mercado de renda variável, com incidência da alíquota de 2% do IOF, posteriormente redirecionando esses recursos para o mercado de renda fixa, no qual se aplica alíquota de 6%.

Fonte: Boletim do Banco Central (vários números) – elaboração própria

Entre as medidas de destaque desse período está a Circular 3.312/2006, que facultou a realização de operações compromissadas tendo por objeto as obrigações emitidas pela International Finance Corporation (IFC). Essa medida elevou a abertura ampliando a liberdade de captação de recursos externos. Outra medida a ser destacada é a Resolução CMN 3.525/2007, que elevou a abertura à entrada de investidores estrangeiros abrindo o mercado de resseguros do Brasil para o investimento estrangeiro.

A Lei 11.312/06, que reduziu a alíquota do IR dos investidores não residentes nas aplicações em títulos públicos federais e em fundos de investimento em empresas emergentes de 15% para zero, é outra medida que merece destaque. Essa lei também isentou a cobrança de CPMF nas operações de ofertas públicas de ações de empresas no mercado de balcão, “uma vez que a legislação em vigor já previa a não-incidência desse tributo nas transações realizadas em bolsa de valores” (BACEN, 2006). Essa medida, um incentivo fiscal aos estrangeiros, favoreceu sobremaneira os ingressos líquidos no setor financeiro, principalmente os investimentos estrangeiros em títulos da dívida pública, e contribuiu para a ampliação do superávit no mercado de câmbio, que passou de US\$18,8 bi em 2005 para US\$37,3 bi em 2006 (BACEN, 2006). Esta importante medida teve, portanto, um impacto grande e imediato¹¹¹.

No mesmo sentido, em março de 2010, com a Resolução 3.844, as disposições gerais sobre capital estrangeiro no país, relacionadas ao registro de fluxos de investimentos diretos, créditos externos, royalties, transferências de tecnologia e arrendamentos mercantis externos,

¹¹¹ Em 2008, o Decreto n. 6391 instituiu a aplicação do IOF de 1,5% sobre investimento em aplicações de renda fixa. Nos anos seguintes houve alterações nessa alíquota. Com esse decreto, os recursos dos investidores estrangeiros não podem mais se movimentar entre diferentes modalidades de aplicações (de investimento em portfólio para investimento direto e vice-versa, ou de empréstimos em investimento, etc.) sem a necessidade de um novo contrato de câmbio. “Existe agora, portanto, um ‘controle de informações’ sobre o paradeiro do investimento estrangeiro, em razão da necessidade, derivada da introdução de IOF sobre aplicações em renda fixa em 2008, de um contrato de câmbio simbólico para modificação da modalidade do investimento dos estrangeiros e a eventual aplicação do IOF” (Rossi, 2011:5).

foram consolidadas¹¹². Essa resolução também eliminou a exigência de autorização prévia do BCB para a realização de transferências financeiras para o exterior, mecanismo que permitia à autoridade monetária administrar as saídas de capitais.

Nesse mesmo ano o Banco Central regulamentou disposições e normas já aprovadas, incluindo-as no RMCCI, com a Circular 3.491. Entre as principais inovações instituídas por essa circular estão a eliminação da necessidade de autorizações específicas ou manifestações prévias do BCB para transferências financeiras do e para o exterior, em moeda nacional ou em moeda estrangeira, relativas aos fluxos de capitais estrangeiros de que trata a Resolução CMN 3.844; a desvinculação da moeda estrangeira registrada perante o Banco Central quando do ingresso dos recursos no país, com a moeda utilizada para o efetivo cumprimento das obrigações; e a redução de custos administrativos e burocracia nas operações de câmbio.

Em março de 2010 ocorre, com a edição da Resolução BCB 3.845, uma das mais importantes mudanças do período, relativa à captação de recursos, que atinge também a questão da conversibilidade da moeda. Essa Resolução alterou as regras relativas ao lançamento de *Depositary Receipts* (DRs)¹¹³ e facultou às companhias residentes no país emissoras e/ou ofertantes de DR manter no exterior o produto da sua alienação¹¹⁴. Ou seja, as companhias com sede no país (ou domiciliadas) emissoras ou ofertantes de *Depositary Receipts* (em distribuições primárias, secundárias ou em vendas realizadas no exterior) poderão manter no exterior o produto da alienação. Quando isso ocorre, não há contratação de câmbio e, por conseguinte, não há alteração no fluxo cambial. Pela regra anterior, essas companhias tinham de fechar o contrato de câmbio no prazo de cinco dias, com a respectiva entrada de divisas. Essa medida pode ter impactos sobre a dinâmica dos fluxos gerados pelo lançamentos/alienações de DRs e, por conta disso, esses fluxos podem passar a sofrer uma influência maior das variáveis que guiam os fluxos de capitais em geral (diferencial de juros interno e externo, expectativa de variação da taxa de câmbio e risco de default).

¹¹² Consolidou em um único texto todas as normas relativas ao registro dos fluxos de investimentos diretos, créditos externos, royalties, entre outros, até então dispersos em 60 normas que foram integralmente revogadas. Também foram excluídos da regulamentação 320 textos, entre resoluções, circulares e cartas circulares que ainda estavam em vigor, embora em desuso.

¹¹³ Essa faculdade, entretanto, não se aplica a DR de instituições financeiras, que seguem regras próprias.

¹¹⁴ As alterações incluem a necessidade de realização de operações simbólicas de câmbio para viabilizar a conversão do investimento em DRs em outra modalidade de investimento, tal como resgate de American Depositary Receipts (ADRs) para recebimento das ações subjacentes em conta de não residente - Resolução 2.689/00 - no país, com os efeitos tributários correspondentes. De acordo com a Resolução "O Regulamento Anexo V à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987, passa a vigorar acrescido do seguinte Capítulo II-A (...) Art. 4º-B Para efeito do disposto nos arts. 10 a 12 deste regulamento, o registro em nova modalidade de investimento, relativo aos valores mobiliários correspondentes ao resgate de depositary receipts, fica condicionado à realização de operação simultânea de câmbio, na forma da regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil(...)"

2.4.2.2 Liberalização das Transações de saída entre 2003 e 2010

Em relação às transações de saída (outward transactions), ocorreram avanços importantes no período de 2003 a 2010. Uma série de medidas tomadas pelo governo procurou institucionalizar os procedimentos de saída, desburocratizar os processos, eliminar restrições e limites, além de reduzir a carga de impostos sobre a saída de capitais. Outras medidas tiveram como intuito institucionalizar comportamentos já adotados pelo mercado¹¹⁵.

Todavia, a medida mais importante e de maior impacto no que se refere à abertura das transações de saída foi a já citada Resolução 3.265 de 2005, que alterou a sistemática anterior de funcionamento das transferências internacionais e procurou consolidar a conversibilidade da conta de capitais. Com esta Resolução, o curso direto na rede bancária de operações cambiais não estava mais restrito às operações previamente regulamentadas e todas as operações cambiais passaram a ser permitidas, exceto as sujeitas a regulamentação específica (a exemplo das operações em mercados derivativos no exterior, liberalizadas nos anos seguintes). Com isso, foi permitido a “pessoas físicas e jurídicas (...) comprar e vender moeda estrangeira, de qualquer natureza, sem limitação de valor, via celebração de contrato de câmbio com os agentes autorizados, inclusive para aquelas operações que só podiam ser feitas via CC-5” (Laan, 2006). Ou seja, a resolução instituiu que pagamentos e recebimentos em moeda estrangeira podem ser efetuados no mercado de câmbio, até mesmo as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao país e aplicações no mercado financeiro¹¹⁶. Enquanto as operações de residentes cursadas antes nas CC-5 passam a ser efetuadas no mercado de câmbio normalmente, os recursos próprios de não-residente depositados em contas CC-5 podem ser livremente convertidos em moeda estrangeira para remessa ao exterior (Boletim do Banco Central, 2005)¹¹⁷.

¹¹⁵ A Resolução 3.217/04 do CMN, que faculta a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo, é um exemplo disso. Antes da referida resolução, a operação de liquidação antecipada era feita através de depósito de reais em contas bancárias de instituições não-residentes no país (contas CC-5). Outro exemplo são as Resoluções 3.203/04 e 3.260/05, que discorrem sobre a abertura de contas para brasileiros que se encontrem temporariamente no exterior e sobre a utilização de cartão de crédito para a realização de depósitos nessas contas, que também representaram um avanço da abertura das transações de saída.

¹¹⁶ As transferências internacionais de reais, por seu turno, efetuadas por meio de créditos e débitos realizados em contas de não-residentes(CC-5), não podem mais ser realizadas no interesse de terceiros, dentro da sistemática anterior de trânsito pelas contas de instituição financeira residente ou domiciliada no exterior – atendendo um pleito antigo do mercado(Laan, 2006).

¹¹⁷ Assim, “quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira podem ser realizados no mercado de câmbio, inclusive as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao País e aplicações no mercado financeiro” (Laan, 2006). Desde que realizadas pela rede bancária autorizada a operar com câmbio e com a identificação do agente remetente e do agente destinatário dos recursos (Boletim BCB 2005).

Ainda em 2005 foi publicada outra resolução com sentido de liberalização da conta financeira, nº 3.312, que promoveu uma flexibilização das operações de proteção (*hedge*) no exterior, atendendo ao pleito de agentes do mercado financeiro¹¹⁸. Essa norma procurou eliminar dificuldades operacionais relacionadas à realização direta das operações, admitindo a possibilidade de que essas transferências sejam efetuadas por bancos autorizados a operar em câmbio, além de considerar passíveis de *hedge* as exposições assumidas no país pelos bancos com os clientes titulares dos direitos e obrigações mencionados.

Em 2006, uma das últimas fronteiras da liberalização das transações de saída foi derrubada com a Resolução 3.412, que eliminou a restrição para aplicação exterior no mercado de capitais e de derivativos por parte de pessoas físicas e jurídicas em geral¹¹⁹. A liberalização das transações de saída teve continuidade em 2008, quando os Artigos 8, 9 e 10 da Resolução 3.568 reforçaram a liberalização das transações de saída, autorizando as pessoas físicas e jurídicas residentes no país a comprar e vender moeda estrangeira para fins de constituição de disponibilidades no exterior e de aplicação no mercado de capitais e de derivativos e seu retorno ou reaplicação, sem limite de valor, desde que observadas a legalidade da transação e a regulamentação específica. Abaixo o quadro IV com as principais medidas de liberalização financeira externa das transações de saída entre 2003 a 2010.

Quadro 4 - Medidas de Liberalização Externa – Transações de Saída (2003-2010)

DATA	Normativo	Resumo da Ementa
2003	Circular 3.187	Permite remessas de capital ao exterior através da Transferência Eletrônica Disponível.
2004	Resolução 3.217	Permite a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo.
2004	Circular 3.264	Divulga alterações no Regulamento de Câmbio de Importação; passa-se então a permitir pagamento a curto prazo de importação em qualquer moeda, independente do registrado na DI, e pagamento antecipado.
2004	Resolução 3.250	Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante realização de conferência internacional de ações, por meio de ação ou permuta de participação societária detida por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira.
2004 2005	Resolução 3.203 Resolução 3.260	Dispõe sobre a abertura de contas para brasileiros que se encontrem temporariamente no exterior bem como bem como permite a utilização de cartão de crédito para a realização de depósitos nessas contas.

¹¹⁸ Boletim BCB 2005.

¹¹⁹ Para mais detalhes ver Resolução 3.412, de 2006 no anexo II e Relatório Anual do Banco Central (2006).

2006 2007	Resolução 3.368 Resolução 3.443	Dispõe sobre aplicações, no exterior, de disponibilidades em moeda estrangeira de bancos autorizados a operar no mercado de câmbio. Disciplinou as aplicações em moeda estrangeira no exterior, por parte das instituições bancárias autorizadas a operar em câmbio.
2006	Resolução 3.412	Altera a Res. 3.265/05: Eliminou a restrição para aplicação no exterior, no mercado de capitais e de derivativos, por parte de pessoas físicas e jurídicas em geral. Revoga as Res. 1968/92, 2356/97 e 2763/00, uma vez que esta norma engloba todas as aplicações brasileiras no exterior, sem os requisitos específicos que aqueles normativos exigiam. Foi Regulamentada pela Circular 3.328/06.
2010	Circular 3.491	As transferências financeiras do e para o exterior, em moeda nacional ou em moeda estrangeira, relativas aos fluxos de capitais estrangeiros de que trata a Resolução nº 3.844, passam a seguir as regras gerais aplicáveis ao mercado de câmbio brasileiro. Nesse sentido, as transferências devem respeitar os princípios da legalidade, fundamentação econômica e respaldo documental. Essa medida elimina a necessidade de autorizações específicas ou manifestações prévias do Banco Central.
2011	Resolução 3.965	Permite ao Operador de câmbio remeter cheques para o exterior.

Fonte: Boletim do Banco Central (vários números) – elaboração própria

O Bacen publicou ainda a Circular 3.474/2009 e a Resolução 3.833/2010, que dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior. A Circular 3.492, de 2009, vai nessa mesma linha e procura prevenir à prática de lavagem de dinheiro nas transferências internacionais, determinando que as ordens de pagamentos contenham informações mais detalhadas das operações. Já a Circular 3.491/2010, mais uma a eliminar a necessidade de autorizações específicas ou manifestações prévias do BCB, reforça a liberdade para transferência de capitais para o exterior.

No âmbito do segundo nível de abertura, pouco se avançou em relação ao endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Para Prates (2007), “Esse endividamento amplia a capacidade de alavancagem e, assim, de especulação desses agentes contra a moeda nacional (como mostrou a experiência da Tailândia nas vésperas da crise cambial de 1997)”. Nesse sentido, os avanços restringiram-se à Resolução 3.441/2007, que dispõe sobre a análise pela CVM de pleitos sobre emissões de valores mobiliários no mercado brasileiro por organismos financeiros multilaterais autorizados a captar recursos no Brasil.

2.4.2.3 Conversibilidade da Moeda

Até 2003, a liberalização do terceiro nível de abertura, a conversibilidade da moeda, havia apresentado avanços pouco significativos. Contudo, de 2003 a 2010 o terceiro nível de abertura apresentou alguns avanços.

As medidas de liberalização ligadas à permissão de operações com moeda financeira em espécie (câmbio manual) podem ser consideradas como as mais importantes do período em questão. Em 2008, com a Resolução 3.568, foi permitido às instituições financeiras e demais instituições não autorizadas a operar com câmbio efetuar transferências unilaterais e compra e venda de moeda estrangeira na modalidade câmbio manual, com as negociações limitadas a US\$3 mil por operação. Além disso, foi permitida a compra e a venda de moeda estrangeira entre bancos no País e bancos no exterior, com entrega ou recebimento de moeda nacional na liquidação da operação de câmbio¹²⁰.

Outra medida que merece destaque é a Circular 3.493 de 24 de março de 2010, já citada. Com essa medida foi permitido às instituições financeiras brasileiras não bancárias e autorizadas a operar com câmbio manter mais de uma conta em moeda estrangeira em uma mesma praça no Brasil¹²¹. Abaixo, no quadro V, estão listadas as principais medidas de abertura financeira de nível III do período de 2003 a 2010.

**Quadro 5 - Principais medidas de abertura Financeira de nível III
(Conversibilidade da Moeda) no período 2003-2010 no Brasil**

DATA	Normativo	Ementa
2004	Resolução 3.222	Regulamentou as contas em moeda estrangeira no país.
2005	Circular 3.292	Extintui a exigibilidade referente ao recolhimento compulsório e ao encaixe obrigatório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio.
2005	Circular 3.307	Eliminou o Limite de posição comprada de Câmbio dos Bancos e Caixas Econômicas, portanto, a exigência de depósito no Banco Central do Brasil decorrente do excesso dessa posição.
2006 2007 2007 2007	Circulares 3.333, 3.351 a 3.353 e 3.360 a 3.368; Resolução 3.490	Regulamentação prudencial – adoção das recomendações de Basiléia II (limites para a exposição total em ouro, moedas estrangeiras ou sujeitas a variação cambial).
2006	Resolução 3.399	Dispõe sobre a captação e a realização de depósitos interfinanceiros. Entre outras coisas, autoriza as sociedades corretoras de câmbio a realizar depósitos interfinanceiros.
2008	Resolução 3.657	Alterou a Resolução 3.389/06, que dispõe sobre o recebimento do valor das exportações brasileiras, e a Resolução 3.568/08, que dispõe sobre o mercado de câmbio. Facultou o recebimento em reais das receitas de exportação, independentemente da moeda constante do respectivo registro de exportação no Siscomex. Anteriormente, a norma só permitia o recebimento em reais de exportações com registro efetuado em reais. Além disso, a norma regulamentou parte da Lei 11.803/08, permitindo aos bancos que operam no mercado de câmbio dar cumprimento a ordens de pagamento em reais recebidas do exterior, mediante a utilização de recursos em moeda nacional mantidos em contas de depósito em nome de instituições bancárias domiciliadas ou com sede no exterior.

Fonte: Boletim do Banco Central (vários números) – elaboração própria

¹²⁰ Em 25 de fevereiro de 2011 foi editada a Resolução 3.954 que autorizou casas lotéricas e agências dos Correios a fazer operações de câmbio manual e transferências de pequenos valores, ambas de, no máximo, US\$ 3 mil. A permissão visa a aumentar a possibilidade de se fazer transações cambiais e também amplia a abertura financeira de nível III.

¹²¹ A medida também dispensou a exigência de contratos simultâneos de câmbio nos pagamento de prêmios e indenizações vinculadas a resseguro internacional, quando transitados em contas em moeda estrangeira tituladas pelo setor segurador.

O avanço da liberalização financeira externa foi acompanhado por uma série de medidas de regulamentação prudencial. Assim, uma rede de regulamentação prudencial de controle de riscos foi sendo montada enquanto avançava o processo de liberalização financeira externa¹²². Nesse sentido, o BCB editou normas e procedimentos sobre a exposição a risco cambial para atualizar as normas prudenciais do Sistema Financeiro Nacional¹²³.

2.5 Considerações Finais

Este capítulo teve como objetivo mostrar a evolução do processo de abertura financeira brasileira, desde épocas em que se executavam controles cambiais mais rigorosos até os dias atuais, onde prevalece uma maior liberdade cambial. Observa-se, através da análise das mudanças do marco regulatório uma transformação radical no caráter da legislação cambial. O marco regulatório passa de uma legislação mais restritiva e regulada, no sentido mais estrito, em que qualquer operação dependia de autorização para ser realizada no mercado oficial, para um segundo momento, de caráter muito mais liberal, em que se passa a permitir uma ampla liberdade para as operações com o exterior. Desse modo, a análise da evolução do processo revela ter ocorrido uma ampliação nos três níveis de abertura financeira, ainda que a abertura do terceiro nível tenha avançado menos¹²⁴.

Em relação à abertura das transações de entrada, principalmente a partir da segunda metade da década de 1950, o Brasil tem mantido abertas as portas para a entrada de capital estrangeiro. Mesmo assim, até meados da década de 1980, ainda existiam no país algumas exigências, como requerimentos de diversificação e de capital inicial, tributação sobre ganhos de capital e duração determinada¹²⁵. Após um movimento mais abrupto de abertura entre o fim da década de 1980 e início da década de 1990, as mudanças relativas as transações de entrada

¹²² Nesse sentido, podem ser citadas as Circulares 3.351, 3.352 e 3.353 de 2007 e as Resoluções 3.691 e 3.715 de 2009, todas detalhadas no anexo II. A maior parte delas trata de exposição a risco cambial e limite de exposição cambial

¹²³ Para mais detalhes ver no anexo II detalhamento da Resolução CMN nº 3.622, de 9 de outubro de 2008, Resolução nº 3.689, de 4 de março de 2009 e Circular 3.448 de 2009.

¹²⁴ Além de medidas de abertura financeira da economia brasileira, outras importantes mudanças ocorreram de 1990 a 2010 no que se refere à abertura da conta corrente. Essas medidas também contribuíram para o aumento da mobilidade dos capitais. Uma medida recente muito importante neste sentido foi tomada com a Lei nº 11.371/2006, que flexibilizou a exigência de cobertura cambial nas exportações. Após a publicação da lei, a exigência de cobertura cambial nas exportações foi sendo progressivamente abolida, até que em 2008 foi editada a Resolução 3.548 que permitiu aos exportadores brasileiros manterem no exterior 100% dos recursos relativos ao recebimento das exportações. Essa medida, que permitiu a manutenção no exterior das receitas de exportação, ampliou significativamente a conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos e pode ter desdobramentos negativos sobre o controle do câmbio, pois os fluxos de dólares gerados pelas transações comerciais passam a se subordinar às mesmas variáveis que guiam os fluxos de capitais (diferencial de juros interno e externo, expectativa de variação da taxa de câmbio e risco de default)¹²⁵, o que reduz o raio de manobra da política cambial (Prates, 2006:122 e Sicsú, 2006).

¹²⁵ Os procedimentos de controle cambial estavam presentes na área de serviços e de capitais internacionais. Assim, o Brasil conviveu por décadas com restrições burocráticas para acesso à moeda estrangeira no mercado de câmbio, além da obrigatoriedade de autorizações prévias e posteriores na área de capitais internacionais (BACEN, 2009:2).

passam a evoluir de forma consistente, com progressiva adaptação da legislação doméstica às transformações em curso no sistema financeiro internacional¹²⁶. O resultado desse processo, como será visto no próximo capítulo, é a maior facilidade para entrada e saída de capitais estrangeiros. Em relação às transações de saída de capitais, além de se facilitar o retorno dos capitais estrangeiros, a liberalização dos últimos anos também criou formas para constituição de poupança e disponibilidades financeiras de residentes no exterior. Esse movimento de liberalização das saídas teve início em 1988, com a criação do mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes¹²⁷. Um novo canal foi aberto com a modificação das CC-5, em 1992, e este movimento continuou depois com a adesão do Brasil ao Artigo VIII do FMI e com o estabelecimento do RMCCI, em 2005, que institucionalizou a liberalização à saída de capitais nacionais.

Esta ampla Reforma Institucional que provocou a redução de restrições às transações de entradas e saídas capitais, realizada fundamentalmente pelo BCB, que atingiu tanto o capital estrangeiro quanto o capital nacional, foi feita sem uma discussão mais ampla sobre o projeto de país que se deseja e, salvo raras exceções, sem modificar a legislação existente, sendo instituída basicamente através de medidas de caráter infralegal, com Resoluções e Circulares do Banco Central¹²⁸.

É importante destacar também que houve, nesse período, uma mudança na forma de atuação do Estado. Nesse período o país se mostrou em uma transição para um modelo onde há maior liberdade para entrada e saída de capitais e onde a atuação do governo, quando ocorre, se restringe à administração de conjunturas desfavoráveis, através de aplicação de tarifas e restrições sempre ditas de *caráter temporário*¹²⁹. Para Carcanholo (2005:139):

as medidas no manejo da tributação e composição do capital externo mostram claramente não é uma suposta indecisão, ou recuo, no projeto governamental de aprofundar o processo de liberalização financeira. Ao contrário, essas medidas demonstram que a estratégia de atuação do governo brasileiro no ‘controle’ do capital

¹²⁶ “Pode-se afirmar que as mudanças atuais na legislação referentes à colocação de papéis no exterior tiveram como objetivo adequar o marco regulatório doméstico ao novo modelo de financiamento internacional, ancorado na securitização das dívidas e na dissolução das fronteiras entre os segmentos de renda fixa e variável e entre os mercados de crédito e de capitais (dívida ‘indireta’ e direta, respectivamente)” (Prates, 1997: 105-106).

¹²⁷ Como destacado em um texto do Bacen (2009:3): “A partir dessa implementação, passou a ser possível a qualquer residente no Brasil, pessoa física ou jurídica, inclusive o exportador nacional, constituir disponibilidade no exterior, por meio de operações internacionais em moeda nacional e com intermediação de instituições financeiras do exterior”

¹²⁸ Contudo, nos últimos anos, ocorreram importantes mudanças na forma de alteração na legislação, o que dá ao processo um caráter mais permanente e reflete uma cristalização do compromisso do Estado com a abertura financeira.

¹²⁹ Como revela uma afirmação recente do Ministro da Fazenda Guido Mantega “**Nós estabelecemos medidas regulatórias que são feitas justamente para isso, que são feitas para colocar e tirar. Nós temos vários tributos dessa natureza. Muitas vezes nós colocamos e depois, quando não é necessário, nós tiramos - afirmou ele. - Estamos sempre olhando todas as possibilidades, mas não há nenhuma decisão tomada.**” (O Globo, caderno de Economia, 24/09/2011)

externo se traduziu no mero manejo da política monetário-financeira de acordo com as necessidades conjunturais de financiamento externo da economia”.

Ou seja, por mais restritivas que tenham sido as exigências e medidas de tributação, elas não alteraram a natureza liberalizante do projeto de longo prazo.

É importante notar ainda que essa análise das mudanças do aparato normativo não é suficiente para a determinação da medida exata do grau de abertura financeira da economia, uma vez que “os agentes aprendem a contornar grande parte dos novos controles impostos ao fluxo de capitais” e, por isso “é de se esperar que o grau de abertura da economia seja maior do que inferiríamos pelo estudo da legislação” (Magalhães, 2000:6).

Esta síntese sobre as modificações do marco regulatório teve como objetivo apresentar uma perspectiva abrangente do processo de liberalização externa da economia brasileira, com foco voltado para a maior liberdade de movimento do capital internacional. Este processo de abertura à atuação do capital internacional vai provocar um aumento do grau de substitutibilidade dos ativos e passivos internos e externos. Este processo repercute uma mudança de qualidade no tipo denexo do capital internacional com a economia brasileira, uma maior influência do comportamento do mercado financeiro internacional e das mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais sobre a economia brasileira, trazendo novos elementos para a discussão sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Capítulo III

A nova dimensão da Vulnerabilidade Externa da economia brasileira

3.1 Introdução

A questão da Vulnerabilidade Externa da economia brasileira, objeto principal desta dissertação, envolve múltiplas dimensões (comercial, produtiva, tecnológica e monetário-financeira) que podem ser abordadas por diversas perspectivas¹³⁰. Neste trabalho pretende-se abordar apenas uma dessas dimensões, relacionada à mobilidade dos estoques de riqueza do país, para a qual as modificações recentes no grau de mobilidade dos capitais trouxeram um novo panorama.

As medidas favoráveis à abertura financeira da economia brasileira, junto às políticas econômicas aplicadas pelos diversos governos nas décadas de 1990 e 2000, tem progressivamente derrubado os obstáculos que limitam a circulação do capital, alterando sua relação com o espaço econômico nacional e aprofundando seu caráter internacional. As mudanças estruturais da economia e a transformação das condições de entrada, permanência e saída de capitais trazem ao debate novos elementos relacionados à facilidade para movimentação e transferência dos estoques de riqueza do país.

Além da maior facilidade para movimentação de capitais, a abertura da economia brasileira ao capital externo e as mudanças estruturais tiveram como uma de suas consequências uma mudança na natureza dos fluxos que se dirigem ao país. Devido à grande fluidez do mercado brasileiro, o país tem atraído um grande volume de investimentos estrangeiros, boa parte deles na forma de investimentos de caráter intrinsecamente volátil. Por isso, o perfil do passivo externo brasileiro vem se modificando. O caráter mais líquido do passivo externo levou à maior volubilidade dos estoques de capital estrangeiro e alterou sua mobilidade e influência sobre a determinação da taxa de câmbio. Além disso, o caráter mais líquido é reforçado pelo uso de novos instrumentos financeiros disponibilizados (que contribuem para a maior facilidade de transformação da forma da riqueza) e colaboram também para a elevação da mobilidade dos capitais. Também, as inovações financeiras levam a um novo patamar a intensidade das transações financeiras¹³¹.

¹³⁰ Para debates acerca da vulnerabilidade externa da economia brasileira, ver trabalhos de Prates (2006), Gonçalves (2009), Carcanholo (2010) e Kaltenbrunner & Paineira (2009).

¹³¹ As inovações financeiras contribuíram para a transformação da forma de determinação da taxa de câmbio. As operações com derivativos, por exemplo, modificaram o quadro de determinantes da taxa de câmbio e fizeram também emergir uma nova dimensão, monetário-financeira, da vulnerabilidade externa. Contudo, esse aspecto relativo à dimensão monetário-financeira da

Além do maior fluxo de entradas e saídas de capitais estrangeiros, o aumento das saídas de capitais nacionais vem contribuindo para essa elevação da intensidade dos fluxos de capitais. O movimento de abertura financeira das duas últimas décadas atingiu todo estoque de riqueza do país e, após esse processo, todo esse estoque adquire mobilidade internacional. Ou seja, a abertura financeira e a maior integração da economia têm acarretado na ampliação do estoque de riqueza nacional com perfil de capital internacional, com mobilidade interfronteira, horizonte de valorização internacional e com uma relação “oportunista” com o espaço econômico nacional. Com isso, as decisões de alocação de riqueza dos gestores de capitais internos passam a ser guiadas pelos mesmos parâmetros utilizados pelos gestores de capitais globais.

O desenvolvimento, a evolução e a crescente dominância do mercado financeiro associada à ampliação da abertura financeira significaram, portanto, uma transformação da capacidade e do potencial de entradas e saídas de capitais. Existem, deste modo, dois processos ocorrendo simultaneamente na economia brasileira. O primeiro é a transformação da composição do passivo externo associado ao seu crescimento. O passivo externo tem crescido substancialmente e, ao mesmo tempo, se mostrado mais volúvel¹³². Este movimento se deve a maior mobilidade dos capitais e ao crescimento da participação dos passivos de curto prazo ou voláteis. O segundo processo é o da crescente “liquidez externa” dos ativos internos. Esse processo ocorre por conta da crescente abertura financeira das transações de saída e da conseqüente maior facilidade para transferência/transformação de ativos internos em externos. A maior facilidade para saída de capitais deu aos ativos internos líquidos maior “liquidez externa”. A liquidez externa de um estoque de riqueza em particular é aqui entendida como a qualidade de se converter facilmente em moeda/ativo internacional.

Esses dois movimentos vêm transformando a capacidade das autoridades brasileiras para controlar e/ou administrar os movimentos de capitais e, por isso, provocaram a alteração de um aspecto importante da vulnerabilidade externa. Para percorrer a trajetória que nos leva a este novo panorama da vulnerabilidade externa da economia brasileira, serão descritas, no item 3.2, as mudanças relacionadas à dependência do capital externo. O item 3.3 trata da evolução do passivo externo brasileiro e, no item 3.4, discute-se a evolução dos indicadores de endividamento externo.

vulnerabilidade externa da economia brasileira não será abordado aqui. Para uma discussão aprofundada sobre esse assunto ver Farhi (1999), Farhi (2010) e Rossi (2011)

¹³² Caracteriza-se como passivo externo volúvel o estoque de passivo externo instável, oportunista, capaz de mudar facilmente e formado por capitais com alto grau de mobilidade.

No item 3.5, é apresentado um novo aspecto da vulnerabilidade externa da economia brasileira, a mobilidade dos estoques de riqueza internos. No item 3.6 são feitas as considerações finais.

3.2 A Dependência do capital Externo

O Brasil atravessa um processo de mudança na sua forma de inserção internacional nos últimos 30 anos. Essa mudança tem origem na crise dos anos 1980 e na resposta à crise dada na década seguinte. Ela foi provocada, em última instância, pela maior mobilidade dos capitais. Essa mudança tem alterado quantitativamente e qualitativamente a forma da dependência do capital externo. O histórico da economia brasileira revela que o capital externo possui um papel relevante na determinação da trajetória da nossa economia. Graças às mudanças na sua forma de inserção internacional, atualmente, um dos traços da moderna dependência da economia brasileira é sua elevada vulnerabilidade frente à mobilidade adquirida pelo capital. Essa mobilidade se reflete no comportamento dos fluxos de capitais e do passivo externo no período que, por sua vez, constituem o espelho da inserção externa do país.

A inserção externa, portanto, é determinada pela maneira como os capitais externos penetram na economia doméstica e pela sua função/comportamento e forma de atuação nessa economia. Como destacam Carcanholo e Paincera (2004), o capital externo pode assumir quatro formas: subvenções/doações, créditos (empréstimos ou títulos no mercado internacional), investimento direto estrangeiro e investimento de portfólio¹³³. O acúmulo de capital estrangeiro que entra por meio de crédito e de investimentos estrangeiros (direto e de portfólio) forma o passivo externo.

¹³³ “As subvenções/doações são a melhor forma do ponto de vista econômico, uma vez que não implicam na necessidade de pagamento futuro de dívida, mas geralmente vêm acompanhadas de ingerência, por definição, restrição de autonomia de política. Os créditos, por sua vez, podem ser de curto, médio ou longo prazo. Obviamente, quanto maior for o prazo obtido para o pagamento da dívida, menor tende a ser o seu peso sobre as contas externas no futuro próximo e, portanto, sobre a necessidade premente de financiamento externo. Entretanto, o serviço dessa dívida depende do período de carência acordado, do prazo de pagamento, e da taxa de juros.(...) Economias com elevado grau de vulnerabilidade externa costumam refinar suas dívidas com menores prazos de pagamento e maiores taxas de juros, o que piora o perfil dessas obrigações. Quanto às formas de pagamento, teoricamente, elas podem ser efetuadas em moeda local (geralmente não-conversível), em moeda conversível (forte), que não é de emissão pelos países periféricos, o que exige vultosos saldos na balança comercial (não raro obtidos com recessão) e/ou novo endividamento ou ingresso de capital externo, que elevam o passivo externo da economia em questão. (...) A terceira forma assumida pelo capital externo é o investimento direto estrangeiro que é tradicionalmente tratado como a melhor forma, uma vez que assumiria um caráter de mais longo prazo, com maior comprometimento produtivo e de geração de empregos. Para que isso ocorra, entretanto, o capital externo direcionado para o investimento produtivo deve ser direcionado preferencialmente para o setor *tradables*, isto é, para setores que produzam bens exportáveis. Com um maior nível de exportações é reduzida a necessidade de financiamento externo, assim como melhora o perfil dos indicadores de vulnerabilidade associados às exportações. Do ponto de vista das contas externas, o reinvestimento dos lucros e dividendos também seria desejável para que não houvesse pressão posterior sobre o balanço de serviços.” (Carcanholo e Paincera, 2004)

Nas décadas de 1960 e 1970, os instrumentos de dívida permitidos no Brasil eram os da Lei 4.131 de 1962, na sua forma original¹³⁴, que permitia às empresas não financeiras residentes no Brasil captarem recursos externos através da emissão de títulos no exterior. Essa lei permitia o endividamento externo indireto, através de empréstimos bancários, e direto, com a emissão de euronotas (Prates, 1997:106-107). Quanto à entrada de investidores estrangeiros no mercado brasileiro, estava ainda sujeita a requerimentos de diversificação e de capital inicial e a tributação sobre ganhos de capital. Algumas possuíam ainda duração determinada. Além disso, a economia brasileira possuía uma estrutura regulada e com controles cambiais mais rígidos. Havia restrições à repatriação de capitais estrangeiros e a saída de capitais nacionais. A discricionariedade e o poder de decisão do Estado em relação à permissão para saída de capitais e remessas de lucros ainda era clara.

Nas décadas de 1960 e 1970, período em que o crédito externo era barato e abundante, o financiamento externo da economia brasileira se deu fundamentalmente através dos empréstimos bancários. Nesse período, no qual o mercado de dívida direta era ainda incipiente, os empréstimos bancários sindicalizados foram a principal fonte de financiamento externo e o passivo externo brasileiro era composto basicamente por dívida externa proveniente de empréstimos e Investimento Estrangeiro Direto, sendo maior parte dívida externa.

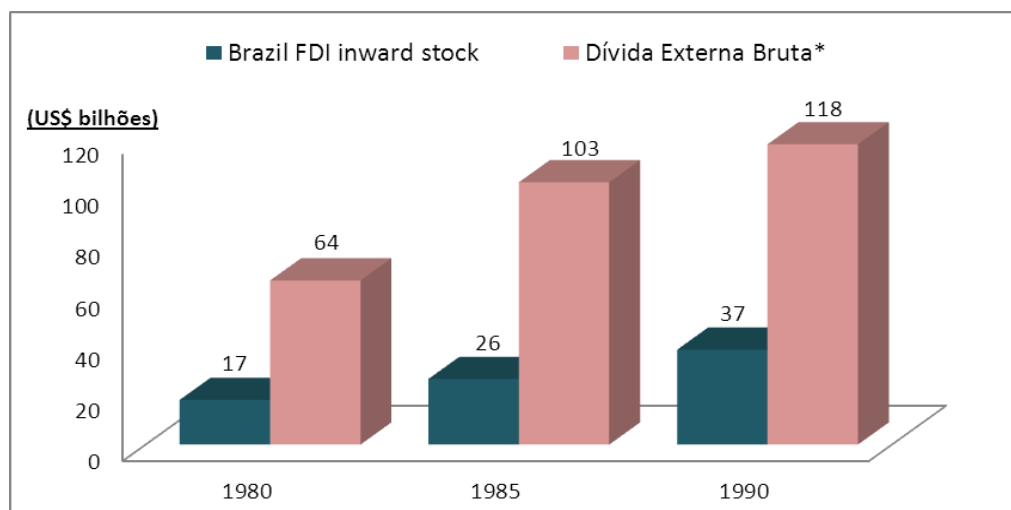
A dívida externa reapareceu na economia brasileira como um problema imediato com a crise internacional do fim da década de 1970. Esta crise reduziu drasticamente a entrada de capitais externos e teve como consequência uma grave crise brasileira do balanço de pagamentos. A dificuldade para obter novos empréstimos associada à elevação das taxas de juros internacionais e a deterioração das condições externas de liquidez (crédito) implicaram em um crescimento intenso da dívida externa por razões estritamente financeiras. Neste período, o setor público foi o mais afetado pelo crescimento da dívida externa. A dívida externa pública cresceu substancialmente, pois, além de ter de administrar os altos custos dos empréstimos dos investimentos estatais, o setor público ainda absorveu parte do prejuízo do setor privado em nome da manutenção da liquidez do setor bancário¹³⁵. Se, no início da década de 1980, a dívida externa era 66% pública, em 1990 esse percentual chega a 90%. Ao fim da década de 1980, o estoque total de Dívida Externa representava 77% do total do passivo externo brasileiro e os

¹³⁴ Como destacado no capítulo anterior, essa Lei foi muito modificada a partir da década de noventa.

¹³⁵ Ver Hermann (2002) pág. 264.

investimentos estrangeiros diretos 18% (Filgueiras e Pinheiro, 2008). O gráfico abaixo ilustra a evolução dos dois principais componentes do passivo externo brasileiro de 1980 a 1990.

Gráfico I
Estoque de Passivo Externo brasileiro – Dívida Externa e IED (1980 a 1990) – US\$ bi



Fonte: Dados de estoque de IED, Unctad (disponível em <http://unctadstat.unctad.org/>)

*dívida externa bruta menos empréstimos intercompanhia.

Banco Central do Brasil (http://www.bcb.gov.br/sddsp/divexterna_p.htm)

Como nesse período havia restrições às remessas e à saída de capitais devido à necessidade de correspondência com ingressos prévios, o elevado nível de endividamento externo acarretava a possibilidade de crise associada à falta de capacidade do país de gerar as divisas necessárias para o serviço do passivo externo, que era formado fundamentalmente por dívida externa. Essa capacidade dependia basicamente da aquisição de divisas e, portanto, das condições do mercado internacional de crédito e dos resultados da balança comercial.

A virada dos anos 1980 para os 1990 assistiu à volta da liquidez internacional que impulsionou o retorno dos fluxos de capitais em direção à periferia. Os processos de desregulamentação e globalização financeira estimularam esse retorno da liquidez, facilitando a volta dos países endividados ao circuito de financiamento externo depois de uma década de forte retração do capital externo. Além da nova configuração internacional, condicionantes internos também estimularam o retorno do país aos circuitos financeiros internacionais. Um desses condicionantes foi o já comentado amplo projeto de reformas estruturais de cunho neoliberal

implementado no país na década de 1990 - que incluiu abertura financeira e comercial externa, liberalização interna e uma política de estabilização - e também uma reforma do Estado¹³⁶.

A implementação da abertura comercial e financeira modificou completamente a forma de inserção internacional da economia brasileira, alterando radicalmente a configuração do seu balanço de pagamentos. Se de um lado a abertura comercial foi um dos fatores a contribuir para a redução do saldo comercial e, por consequência, para redução do saldo em transações correntes, de outro, a abertura financeira e o retorno da liquidez elevaram o saldo da conta de capitais na década de noventa.

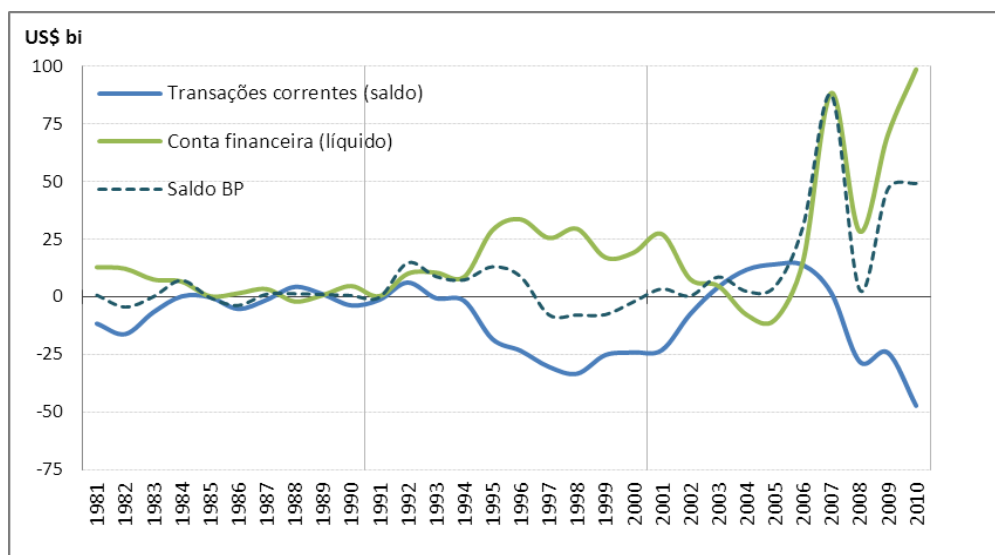
Não só a abertura comercial, mas, também, a abertura financeira num quadro de grande liquidez internacional, que levou à valorização da moeda, contribuiu para agravar situação da balança comercial e os déficits em transações correntes. A redução dos saldos comerciais, aliada ao déficit histórico da balança de serviços, teve ainda o reforço do crescimento das remessas de lucros e dividendos e do pagamento de juros¹³⁷. Nos períodos entre 1986-1990 e 1991-1995, o déficit de serviços e rendas teve uma média de US\$14 bi. Entre 1996 e 2000, esse valor passa para US\$25 bi. Essa nova configuração, que conjugava elevados déficits comerciais e de serviços e rendas, foi responsável pelos vultosos déficits em transações correntes do período. A forma encontrada para o financiamento dos déficits em conta corrente foi a atração de capital internacional¹³⁸. Para isso, a taxa de juros doméstica foi elevada a níveis maiores do que o das taxas praticadas nos mercados internacionais e um amplo programa de liberalização financeira externa foi aplicado, incitando a atração de capitais externos.

¹³⁶ Um condicionante a ser destacado, e que se insere no projeto neoliberal, é reestruturação das dívidas externas, com a securitização das dívidas nos moldes do chamado Plano Brady.

¹³⁷ As remessas de lucros e dividendos passaram de US\$1,6 bi em 1990, para US\$2,6 bi em 1994 e depois chegaram a US\$7,1 bi em 1998. Já o pagamento de juros passou de US\$9,7 bi em 1990, para US\$8,2 bi em 1994 e depois chegou a US\$11,9 bi em 1998. A elevação dos pagamentos de juros nesse período se deve mais ao crescimento do estoque da dívida do que ao aumento das taxas de juros.

¹³⁸ É importante destacar que o investimento estrangeiro apresenta limitações como forma de financiamento estável, dada a sua própria natureza. Um problema que fica claro com as crises é o problema da dependência crescente de capitais externos inerentemente instáveis para a manutenção da sustentabilidade do balanço de pagamentos. Sobre os investimentos estrangeiros diretos é importante destacar que “seus impactos positivos são concentrados enquanto seus impactos negativos sobre o balanço de pagamentos (remessa de lucros e dividendos) tendem a ser diluídos ao longo do tempo” (Laplane e Sarti, 1997: 146). Um outro ponto a ser destacado é que este investimento estrangeiro muitas vezes se direciona a setores que não geram receitas de exportação, como o de serviços de utilidade pública, agravando ainda mais escassez de divisas. Além disso, como destaca Tavares (1997:105), boa parte do investimento estrangeiro da década de noventa, atraído pelo processo de privatização, pouco contribuiu para elevar a taxa de investimento da economia por representar mera transferência patrimonial.

Gráfico II – Balanço de Pagamentos Brasileiro (1980 a 2010)



Fonte: BACEN - Elaboração própria

Assim, durante a década de 1990, o equilíbrio do balanço de pagamentos dependeu fundamentalmente da manutenção dos saldos na conta de capitais. Esse cenário com a sustentabilidade do balanço de pagamentos muito dependente da entrada de capitais se manteve por praticamente toda a década de 1990. Com déficits na balança comercial e em Serviços e rendas, a conta corrente teve, em média, saldo negativo de US\$3,2 bi entre 1991 e 1995 e de US\$27,3 bi entre 1996 e 2000 (tabela V, anexo I). O gráfico II, acima, mostra como, a partir de 1990, o saldo em conta corrente e o saldo da conta financeira e financeira assumem trajetórias opostas. Os déficits da balança comercial e de serviços e rendas, que perduram por quase toda a década, apresentam uma piora substancial a partir de 1994, e, assim, também o déficit em transações correntes, exigindo um maior esforço para a atração de capitais externos necessários à manutenção da sustentabilidade do balanço de pagamentos. O balanço de pagamentos brasileiro apresenta déficit em transações correntes de 1990 até 2002 e superávit na conta capital e financeira de 1989 a 2003.

O Plano Real cumpriu um papel importante na modificação da estrutura do balanço de pagamentos¹³⁹. O estabelecimento de metas fiscais, as privatizações e a estabilização

¹³⁹ O papel da política cambial no Plano Real, em seu primeiro momento, antes da crise de janeiro de 1999, foi duplo. Por um lado, a âncora cambial, definida pelas bandas, amparava a desaceleração dos preços das demais variáveis e, por outro lado, a sobrevalorização cambial contribuía para essa mesma desaceleração, uma vez que os produtos importados ficavam mais baratos para o mercado interno. Isto provocava a concorrência dos importados com os produtos nacionais, potencializando o efeito da abertura comercial, levando à redução dos preços internos, pelo menos para aqueles setores que sofreram essa concorrência externa. Além disso, a sobrevalorização era um meio de conter a demanda agregada, uma vez que nossos produtos ficavam mais caros para os compradores internacionais. Com menos demanda, os preços tendem a cair (Carcanholo, 2002).

macroeconômica reforçaram a atração de capitais externos já seduzidos pela combinação de liberalização financeira e diferencial de juros¹⁴⁰.

A massiva entrada de capitais na década de 1990 provocou um grande crescimento do passivo externo brasileiro. O crescimento do passivo externo, portanto, está ligado à forma de inserção externa do país. O crescimento da dívida externa e da entrada de investimento estrangeiro representou um enrijecimento e agravamento das contas externas na medida em que isso se refletiu em saída conjuntural dos recursos. As remessas de lucros e dividendos, que eram de US\$1,6 bi em 1990, chegaram a US\$7,1 bi em 1998. Isto porque o maior estoque de passivo externo (dívida e estoque de capital) se transformou, em um segundo momento, em elevação do déficit na conta de rendas (pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos) e, conseqüentemente, em aumento do déficit em transações correntes. Essa armadilha financeira nas contas externas (Tavares, 1997 e Gonçalves, 1997) manifestou-se assim em um endividamento externo crescente, tanto pelo crescimento da dívida, como pelo aumento do passivo externo, por conta do círculo vicioso de realimentação *financiamento externo – déficits crescentes* (Carcanholo, 2002:146. Esse desequilíbrio externo teve reflexos importantes sobre a política econômica e sobre o endividamento público. Como destaca Carcanholo (2005:146)¹⁴¹:

O déficit externo crônico definiu uma obrigação de manter elevadas as taxas domésticas de juros, provocando o “engessamento” da política monetária. Por outro lado, a obrigatoriedade de manter as altas taxas de juros construiu, ainda, uma armadilha fiscal. As altas taxas de juros representaram a elevação dos custos de rolagem da dívida pública, levando à explosão do seu serviço.

A vulnerabilidade estava associada ao déficit comercial e ao crescimento do passivo externo, que tende a provocar a elevação do serviço desse passivo e que, por sua vez, induz ao estrangulamento externo e estabelece um caráter mais rígido aos déficits externos, na medida em que os torna mais insensíveis a alterações de preços relativos expressos na taxa de câmbio¹⁴². Assim, o crescente passivo externo dificultava o manejo da política cambial e o estado acabou perdendo influência na determinação da taxa de câmbio e tornando-se “refém da tirania da taxa de juros para tentar ajustar as contas externas” (Gonçalves, 2002: 182 apud Carcanholo,

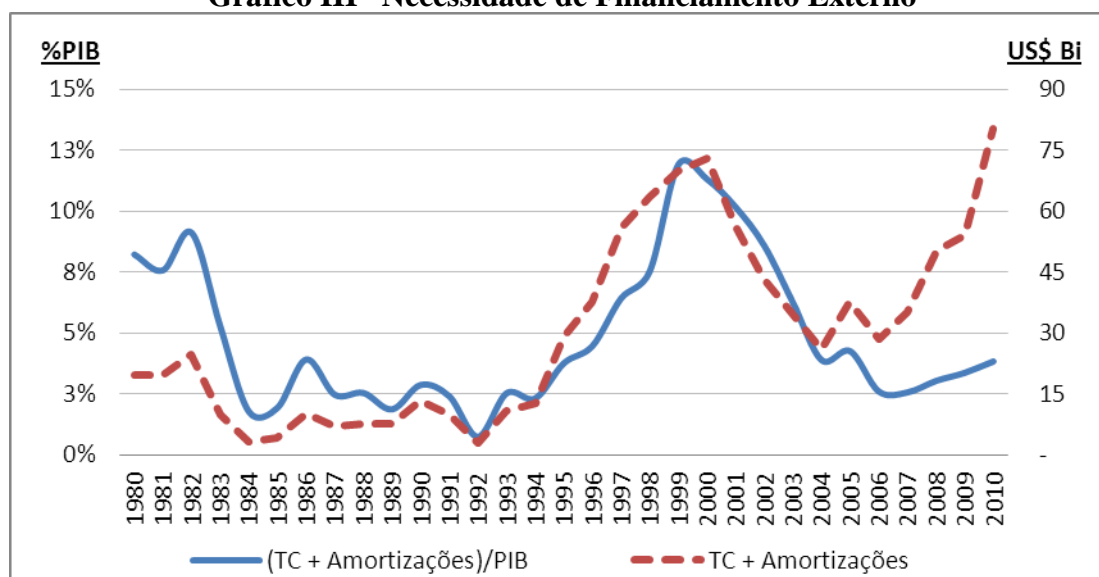
¹⁴⁰ A Década de noventa foi marcada pela redução dos juros nos países desenvolvidos.

¹⁴¹ Dado o compromisso de estabilidade monetária, o governo ainda se viu obrigado a esterilizar o efeito expansionista da entrada de capital externo sobre a oferta monetária, o que terminou por elevar o volume da dívida pública. Apresentaram-se duas opções não excludentes. Ou o governo financiava o endividamento público crescente emitindo novos títulos públicos, em um processo de rolagem, ou promovia fortes processos de ajuste fiscal, incluindo elevação de receitas, cortes nos gastos e ampliação do programa de privatizações. Constituiu-se assim o “engessamento” da política fiscal.

¹⁴² Ver Carcanholo (2002). O autor ressalta ainda que a importância analítica do conceito de passivo externo é dada pelo fato de que este passivo implica em saída de recursos que superam o serviço da dívida externa e, portanto, reflete com mais precisão a verdadeira transferência de renda. A importância de considerar o estoque de capital externo para estes propósitos já havia sido ressaltada pela vertente marxista da teoria da dependência nos anos 60. Ver Dos Santos (2000) e Marini (2000).

2002:189). A vulnerabilidade externa se expressava, assim, na necessidade de atrair capitais externos e na baixa capacidade de resistência da economia brasileira frente a choques externos. A Necessidade de financiamento externo, que tem acompanhado a economia brasileira, pode ser definida como o déficit em conta corrente somado aos valores das amortizações pagas. O gráfico III, a seguir, mostra a evolução da necessidade de financiamento externo (NFE) da economia brasileira entre 1980 e 2010.

Gráfico III– Necessidade de Financiamento Externo



Fonte: BACEN Elaboração própria

NFE = Déficit em conta corrente + amortizações

Neste gráfico observa-se que durante a década de 1980 tem-se um período inicial de elevada necessidade de financiamento externo, que se deve principalmente à piora dos saldos comerciais e à elevação dos juros internacionais. Essa piora é consequência do aumento do preço do petróleo, da deterioração dos termos de troca e também do desaquecimento do comércio mundial, que afetaram o desempenho da balança comercial. Com a melhora gradual dos termos de troca e do comércio mundial, aliada ao efeito retardado das reformas do II PND e à política de incentivo às exportações, a balança comercial se recupera, ainda no início da década, e, no restante da década, a necessidade de financiamento externo decorreu fundamentalmente do déficit em serviços e rendas e das amortizações, se mantendo em torno de 2,5% do PIB até 1990.

Na década de 1990 esse quadro muda. Chama atenção a elevação da necessidade de financiamento externo da economia brasileira a partir de 1992, período em que a balança comercial e a de rendas apresentam acentuada tendência de piora. Em 1990, a necessidade de financiamento externo da economia brasileira era de US\$13,5 bilhões, o que representava cerca

de 3% do PIB à época. Ambos se elevam até 1999, quando a necessidade de financiamento externo da economia brasileira chega a aproximadamente US\$70 bi e quase 12% do PIB. Em 1999, ano da desvalorização da moeda nacional, percebe-se uma reversão da tendência de alta e uma redução gradual da necessidade de financiamento externo da economia brasileira ocorre até 2004.

Isto porque a mudança cambial de 1999 provoca uma recuperação gradual da balança comercial. Contudo, a reação das exportações, que ocorre a partir de 2000, não foi nem rápida nem espetacular e a economia brasileira teve de conviver com déficits em conta corrente e um cenário externo conturbado até o ano de 2002. Apesar da melhora dos saldos em transações correntes no período de 1999 a 2003, o país continuou dependente do financiamento externo para honrar seus compromissos (ver gráfico III acima).

A partir de 2003, no primeiro governo Lula, a inserção externa do Brasil foi condicionada, essencialmente, pelo novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos e pela manutenção do modelo de política econômica. Nesse período, o país passa a conviver com um ambiente externo benigno, pois ocorre uma melhora deste cenário tanto no que se refere às finanças quanto ao comércio mundial¹⁴³. Além das perspectivas de mudanças no cenário externo, o cenário interno de crescimento econômico que o país apresentou, de 2003 a 2008, com elevação da rentabilidade das empresas e desempenho favorável do mercado de capitais, também afetou tanto o ingresso quanto a saída de capitais do país. Todavia, a trajetória de redução da NFE que ocorre até 2003 se inverte no ano seguinte e, a partir de 2004, a NFE volta a crescer exponencialmente.

O maior crescimento do PIB no período faz com a NFE e o índice NFE/PIB, que apresentaram trajetórias muito semelhantes de 1990 a 2004, passassem a apresentar trajetórias distintas a partir de 2004. Deste ano em diante, enquanto a NFE cresceu substancialmente,

¹⁴³ O movimento de apreciação nominal do Real transmitiu-se para a taxa de câmbio real, um dos condicionantes centrais do desempenho da balança comercial das economias. Muito por conta disso a economia brasileira sofre mudanças importantes a partir de então. Ainda em 2003, devido à melhora gradual dos resultados da balança comercial que vem desde 2001, o resultado das transações correntes torna-se superavitário (fato inédito desde 1992). Com isso, em 2003, o índice transações correntes/PIB volta a ser positivo depois de 11 anos (ver gráfico V). Em 2004, mesmo com o crescimento do PIB, ocorre uma melhora substancial do saldo em conta corrente em virtude dos melhores resultados da exportação e o índice alcança seu melhor resultado apontando um superávit de 1,76% do PIB. Esse resultado foi possível graças à combinação excepcional de demanda internacional crescente e alta do preço das commodities associado às desvalorizações cambiais de 2001 e 2002. De 2004 a 2008 o saldo de exportações apresenta um crescimento substancial. Essa melhora está associada a um ciclo de alta dos preços das commodities.

passando de US\$25 bi neste ano para US\$ 80 bi em 2010, o índice NFE/PIB ficou praticamente estável, apresentando apenas um pequeno crescimento em 2009 e 2010¹⁴⁴.

A interrupção da melhora da NFE e do índice NFE/PIB em 2004 se deve, em parte, à piora do déficit estrutural da conta de rendas, causado pelo crescimento das remessas de lucros e dividendos e agravada com a ampliação da liberalização externa¹⁴⁵. Essa piora colocou uma pressão extra sobre o saldo em transações correntes, que teve redução considerável de 2006 para 2007. A combinação de retomada do crescimento da atividade econômica com valorização da moeda nacional e aumento da lucratividade levou ao aumento das importações e ao crescimento das remessas de lucros e dividendos no período, ocasionando a piora do saldo em conta corrente¹⁴⁶. Com isso, entre 2004 e 2008, recolocou-se o problema da dependência do capital externo para o fechamento das contas externas. O saldo da balança comercial, que havia apresentado melhora até 2006, tem sua tendência invertida quando a valorização do Real (por conta da entrada de capitais) e o crescimento da economia estimulam o aumento das importações. Em 2008, a conta corrente apresenta um grande déficit mesmo com a elevação das exportações. Como a entrada de capitais também teve redução nesse ano por conta da crise internacional, o superávit do balanço de pagamentos sofreu uma grande redução neste ano. Em 2009, as exportações e as importações caem e o saldo da balança comercial mantém-se no mesmo nível do ano anterior. O déficit em serviços e rendas também fica no mesmo nível e a maior necessidade de financiamento externo se dá em razão do crescimento das amortizações. Em 2010, apesar de uma recuperação da balança comercial, o déficit em conta corrente volta a crescer em função do aumento do déficit em serviços e rendas, elevando a necessidade de financiamento externo e contribuindo para o elevado crescimento do passivo externo nesse período.

¹⁴⁴ O índice era de 3,9% em 2004, foi a 4,3% em 2005, em 2006 e 2007 se reduziu para 2,6% e depois subiu em 2008, 2009 e 2010 para 3,0%, 3,4% e 3,8%, respectivamente.

¹⁴⁵ A partir de 2005, tanto o estoque de IDE quanto o de Investimento em Portfólio passam a ser maiores do que o estoque da dívida externa. Essa mudança no perfil do passivo externo brasileiro tem como consequência uma maior associação do fluxo de rendas com o ciclo econômico, dada à redução da importância da participação de dívidas contratuais, com condições de pagamento pré-estabelecidas, e o aumento da importância dos fluxos associados a investimentos, como esclarece Relatório de Inflação do Banco Central de Dezembro de 2008: “Com a modificação no perfil do passivo externo brasileiro, não apenas o estoque do passivo, mas também as suas rendas passaram a apresentar comportamento mais associado ao ciclo econômico. Essa alteração refletiu a substituição de dívidas contratuais, que têm seu estoque apurado em valor nominal e cujas condições de pagamento estão pré-estabelecidas, por investimentos, para os quais tanto a valorização do estoque quanto sua remuneração (lucros e dividendos) estão avaliadas a preços de mercado.” (Banco Central, Relatório de Inflação: Dez. de 2008). Um outro aspecto problemático do aumento de estoque de investimentos diretos estrangeiros é que o setor terciário, ou de serviços, é quem recebe parte considerável desses investimentos. Entre 2005 e 2008 ele foi o setor que mais recebeu investimentos diretos, cerca de 48% dos investimentos desse período. Isso é problemático porque as remessas enviadas por esse setor não têm contrapartida na forma de geração de divisas, por ser este um setor que não exporta. Portanto, boa parte dos investimentos destinados ao país não se reverterá em benefícios para as exportações, visto serem destinados a um setor que atende somente a demanda interna, e contribuirão de forma significativa para pressionar a conta corrente através das remessas de lucros e dividendos.

¹⁴⁶ Em 2009 houve ainda uma redução das exportações em função da redução da demanda e do comércio internacional.

3.3 O Passivo Externo Brasileiro

O intenso processo de abertura financeira, acompanhado do aumento da liquidez internacional e da necessidade de atrair capitais, acarretou um grande crescimento do passivo externo nos últimos 20 anos. No momento em que a entrada de capitais externos se elevou, a mudança do padrão de financiamento externo da economia brasileira começou a ganhar contornos mais claros. Essa mudança ocorreu com os investimentos externos (diretos e de portfólio) ganhando crescente importância. Como será mostrado, a nova composição do balanço de pagamentos brasileiro aprofunda a dependência da economia do capital externo em um período em que o mercado financeiro internacional apresenta grande instabilidade.

Na década de 1990, o avanço mais consistente da flexibilização dos canais de investimento em portfólio estrangeiro nas bolsas de valores impulsionaram os investimentos estrangeiros em valores mobiliários brasileiros. A liberalização externa e o reingresso do país no mercado de capitais provocaram a redução do custo da emissão de títulos na década de 1990, estimulando o crescimento desse tipo de investimento estrangeiro¹⁴⁷.

O investimento estrangeiro em carteira (que inclui investimentos em ações e em títulos) foi o que mais cresceu na década de 1990. A parcela relativa a essa modalidade de investimento cresce vertiginosamente a partir de 1992 e a partir de 1993 torna-se a principal fonte de recursos externos. Esse crescimento foi estimulado pelo desenvolvimento de novos mecanismos de captação de recursos e está também intimamente ligado ao crescimento do mercado de títulos em maior proporção do que o de crédito bancário¹⁴⁸. Entre 1990 e 1997, o ingresso de capitais por meio do Anexo IV, direcionado principalmente à aquisição de empresas estatais no amplo processo de privatização, contribuiu sobremaneira para esse grande crescimento do investimento em carteira¹⁴⁹ (Prates, 1997).

Além disso, ainda na década de 1990, houve uma considerável evolução da indústria de fundos. Com a reformulação dos fundos e a criação dos FIF's passa a existir uma multiplicidade de produtos, cada qual com normas específicas relativas à composição de carteira,

¹⁴⁷ De acordo com Prates (1997:112) “[A] predominância dos fluxos de portfólio (ações e títulos de renda fixa) vis-a-vis os empréstimos bancários consolida-se ao longo da década de oitenta nos países centrais e passa a abranger a América Latina apenas no início dos anos noventa, com as mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais.”

¹⁴⁸ Com as altas taxas de juros oferecidas pelos títulos públicos federais, ocorreu uma reestruturação dos ativos das instituições financeiras, de forma que cresceu a parcela decorrente de títulos e valores mobiliários nas carteiras dessas instituições (Carcanholo, 2002).

¹⁴⁹ O IDE também teve o seu direcionamento principal para o processo de privatização, de fusão e aquisição de empresas. Segundo dados do Bacen e UNCTAD, em 1997 essa rubrica era de 61,2% do total do IDE, e em 1998 chegou a 95%.

prazo de aplicação e liquidez de quotas¹⁵⁰. O crescimento e desenvolvimento do mercado financeiro, a abertura financeira e o cenário de liquidez internacional impulsionaram o grande crescimento dos investimentos estrangeiros, inicialmente vinculados aos processos de privatização de empresas públicas, mas também associado a fusões, aquisições de empresas e novos empreendimentos.

Se de 1992 a 1997 o país vive um período de elevação da entrada de capital externo, a partir de 1998 o cenário começa a tornar-se menos favorável. A partir desse ano, ocorrem mudanças associadas à trajetória menos favorável nas relações de troca, ao vencimento de compromissos assumidos junto ao mercado financeiro internacional, mas, sobretudo, aos efeitos – sobre o país - do comportamento crescentemente cético dos investidores internacionais acerca das perspectivas da economia brasileira, em razão dos prejuízos de aplicações em mercados financeiros em outras regiões do mundo.

Mesmo com a trajetória de crescimento dos investimentos estrangeiros tendo sido afetada pelas crises internacionais e, principalmente, pela crise cambial de 1999, o crescimento dos investimentos estrangeiros na economia brasileira nesta década foi impressionante. O aumento dos investimentos estrangeiros não evitou o crescimento consistente da dívida externa durante a década de 1990. A dívida externa brasileira apresentou um crescimento de quase 109% nos anos 1990, passando de um total de US\$ 115,5 bilhões em 1989 para US\$ 241,2 bilhões dez anos depois, o que provocou um expressivo aumento dos gastos com o serviço da dívida. O serviço da dívida na década cresceu 140%, passando de US\$ 24 bilhões no fim da década de 1980 para US\$ 57,6 bilhões em 1999¹⁵¹.

Quanto ao estoque da dívida externa, apenas em 1994 sofre uma pequena redução por conta da renegociação da dívida nos moldes do Plano Brady. Na realidade, a renegociação tornou a situação dos bancos mais confortável, uma vez que eles trocaram ativos de baixa liquidez por títulos de maior liquidez¹⁵². Essa redução pontual da dívida externa não tirou a dívida de sua

¹⁵⁰ A Década de oitenta foi marcada por várias transformações, como o maior desenvolvimento do mercado secundário, a criação de novos instrumentos de risco, swaps, opções e futuros, etc. (Marçal, 2000). Nesse período, segundo Baer (1993), cresceu a securitização com a emissão de títulos como forma de captação dos agentes privados. A securitização propiciou uma maior flexibilidade dos ativos financeiros e possibilitou a criação de novos instrumentos de transferência de risco, tais como os swaps, opções e futuros. Os investidores podiam se precaver contra o risco da variação das taxas de câmbio e juros (Marçal, 2000).

¹⁵¹ Ver tabelas em Anexo. Tabela III, pág.105 Balanço de Pagamentos – Médias dos anos e Tabela V, pág. 107 Serviço do Passivo.

¹⁵² (...) o governo anunciou em fins de junho um abrangente plano de reestruturação para essas instituições (...) a recapitalização das entidades por meio de um conjunto de medidas entre elas a troca de ativos de pouca liquidez e baixa remuneração por títulos públicos negociáveis com liquidez a capitalização explícita de todos os bancos (menos o Banco do Brasil - BB) e a troca de bônus Brady brasileiros da carteira do BB por títulos públicos internos. (Bueno, 2006)

trajetória de crescimento. Quanto à composição da dívida externa, é importante salientar que ocorre uma mudança de seu perfil na década de 1990. Há um crescimento maior da dívida externa privada, e, a partir da segunda metade da década, a parcela privada da dívida supera a parcela pública, representando 58% do total em 1999 (em 1989 representava apenas 27%). Outro ponto que deve ser observado é que a maior participação da dívida de médio e longo prazo, que facilita a rolagem da dívida, se manteve mesmo diante do substancial crescimento do estoque da dívida.

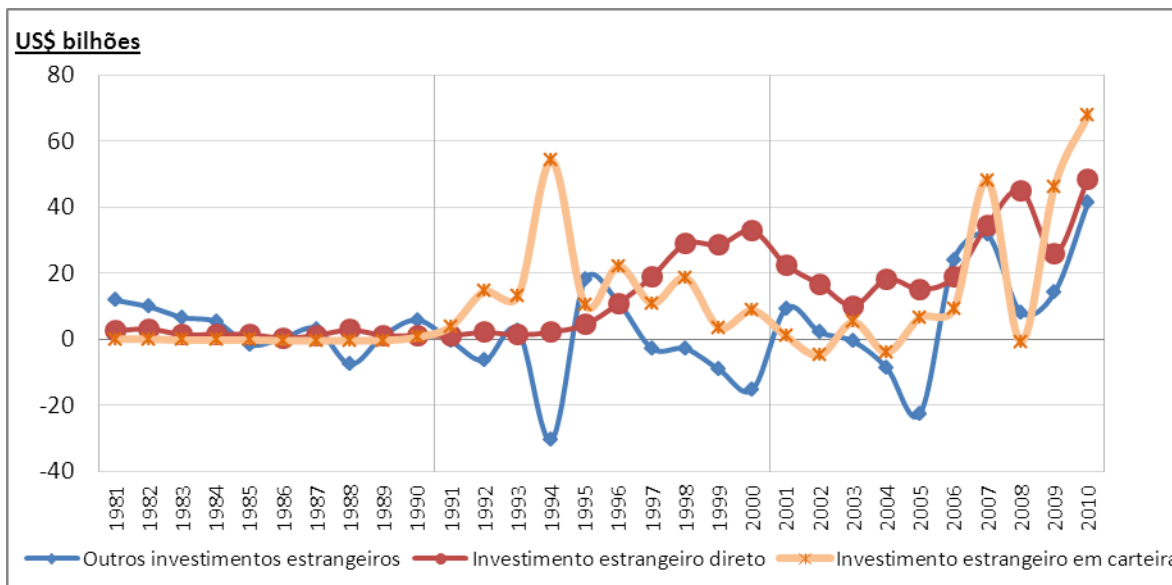
Já os investimentos estrangeiros diretos e em carteira tiveram um crescimento tão acentuado na década de 1990 que se tornaram a principal forma de financiamento do balanço de pagamentos nesse período, mesmo com a dívida externa apresentando um crescimento elevado. Como havia uma grande necessidade de financiamento externo e a entrada de capitais era, em grande medida, dependente da atração de capitais financeiros, a economia ficou refém dos movimentos erráticos do capital financeiro internacional. Quando os investimentos em carteira perderam um pouco de força, depois da crise 1998/99, os investimentos diretos ganharam impulso. A redução dos fluxos de investimento estrangeiro em carteira se deve ao aumento de uma desconfiança dos investidores em relação aos mercados emergentes em geral. Como destacado por Baumann (1999:14)

Para diversos países da região o estoque de dívida externa, associado ao desequilíbrio em Transações Correntes e (em alguns casos) a desequilíbrio fiscais internos contribuiu para que desde outubro de 1997 as perdas de diversos fundos de investimentos com os países em desenvolvimento na Ásia levassem a uma desconfiança em relação aos mercados emergentes em geral. Essa percepção – associada a um ritmo pronunciado de remessas de recursos para cobrir prejuízos desses agentes naquela e em outras regiões (como o leste europeu)- provocaram um novo quadro de incertezas e desequilíbrio externo em varias economias latino americanas, com o risco de – graças aos crescentes vínculos econômicos entre esses países -propagar-se de forma sistêmica para o conjunto da região.

O desequilíbrio em conta corrente, o crescimento da dívida externa e o aumento da desconfiança causado pelas perdas dos fundos de investimento nos mercados emergentes culminaram numa crise cambial no início de 1999. A crise afetou o fluxo de investimentos estrangeiros em carteira. De 1998 para 1999, os investimentos estrangeiros em carteira caíram 81%, de US\$18,6 bilhões para US\$3,5 bilhões. Mesmo assim, durante a década de 1990, os investimentos em carteira foram a principal modalidade de fluxo estrangeiro para o país. Os investimentos estrangeiros diretos, que também apresentaram um grande crescimento no período,

tiveram uma trajetória de crescimento menos turbulenta, iniciada em 1994. O gráfico IV, abaixo, mostra a evolução dos fluxos de investimentos estrangeiros da década de 1980 à de 2000.

Gráfico IV – Fluxo de Investimentos Estrangeiros entre 1980 e 2010 (US\$ bi)



Fonte: BACEN, disponível em <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/>

Elaboração própria

Na década de 2000 foram os investimentos estrangeiros diretos (IED) a principal forma de entrada de capital. A entrada de investimentos em carteira foi também bastante significativa mas apresentou um fluxo mais volátil com valores bastante baixos em 2001, 2002 e 2008. Ainda assim, é possível observar que recentemente os investimentos em carteira vêm assumindo uma importância crescente como fluxo de capital externo (forma de financiamento) para a economia.

As condições de liquidez internacional desfavoráveis do início da década de 2000, a retração do crescimento nos países centrais e das operações de fusão e aquisições em âmbito global refletiram-se na tendência de queda tanto do fluxo de investimentos externos direto quanto de portfólio e, por isso, até 2002, o papel de suprir a liquidez de moeda estrangeira para a economia brasileira coube aos empréstimos do FMI (Prates, 2006).

A partir de 2003, as condições internacionais tornaram-se mais favoráveis, o que se refletiu em maiores fluxos de capitais para o país. Nesse período, a entrada de capital externo se deu principalmente através de investimentos estrangeiros diretos, que nesse período apresentaram uma trajetória mais consistente, e cujo crescimento insere-se num movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos (Prates, 2006). Já as outras duas

modalidades de fluxos financeiros apresentaram um movimento mais instável. O investimento de portfólio cresce de 2005 a 2007, se reduz acentuadamente em 2008, em função da crise internacional, e se eleva drasticamente nos dois anos posteriores, 2009 e 2010. A elevação da confiança dos investidores internacionais contribui para o aumento dos ingressos líquidos que, a partir de 2006, ganham um impulso extra com os incentivos fiscais da Lei 11.312 para os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa. Em 2008, a crise internacional, ainda não resolvida, atingiu principalmente os países centrais e provocou nos anos seguintes um aumento dos fluxos de investimento de portfólio no Brasil e em outros países periféricos.

A trajetória da conta “outros investimentos estrangeiros” é marcada pela redução gradual da dívida externa pública a partir de 2002. Esse movimento perdura até 2005. A partir de 2006 essa conta volta a apresentar ingresso líquido, que se deve em grande medida ao aumento dos empréstimos e financiamentos nesse período.

O resultado desses movimentos é uma maior participação dos estoques de investimento estrangeiro em carteira e direto no passivo externo brasileiro. Em dezembro de 2006, o estoque de investimento externo direto – participação no capital (US\$ 194 bilhões) e o estoque de investimentos estrangeiros em ações (US\$ 192 bilhões) já apresentam valor superior à dívida externa total, que somava US\$ 172 bilhões. Esse movimento retrata uma tendência que vem acompanhando o crescimento do passivo externo brasileiro e que ganhou força nos últimos anos, que é a tendência de aumento da importância dos investimentos estrangeiros frente à dívida.

Uma outra tendência que tem acompanhado o aumento dos investimentos estrangeiros e do passivo externo brasileiro é a tendência ao crescimento do passivo externo financeiro. O crescimento do passivo externo financeiro significa uma elevação da vulnerabilidade externa da economia brasileira, pois, acarreta uma maior susceptibilidade à fuga de capitais devido à liquidez desses capitais. O passivo externo financeiro (PEF), utilizado por Gonçalves (2011), é calculado subtraindo do passivo externo o estoque de investimentos estrangeiros diretos da modalidade “participação no capital”, que contabiliza os estoques de investimento estrangeiro em ativos produtivos¹⁵³. O crescimento desse passivo reflete também essa mudança do perfil do passivo externo brasileiro.

¹⁵³ Conceito retirado de Gonçalves (2011). Muitos autores acreditam existir ainda hoje uma diferença considerável entre a mobilidade dos estoques de IED e dos outros estoques. Esta visão está baseada em grande medida em uma análise que considera a lógica diferenciada dos fluxos financeiros vis-à-vis aos fluxos de investimento externo direto (IED). Como destacado por Prates (2006) “Os fluxos de IEDs normalmente estão ‘vinculados’ às perspectivas de crescimento econômico nos países de origem e de destino, bem como às estratégias das Empresas Transnacionais (ETs)”.

Contudo, é importante que algumas considerações sejam feitas antes da análise da evolução do passivo externo e do passivo externo financeiro. Não é só o crescimento dos investimentos em títulos e ações que refletem o processo de maior volubilidade do passivo externo brasileiro. Como destacado por Kregel (1996), mesmo o investimento estrangeiro direto, muitas vezes apontado como a forma mais estável de financiamento, deve ter seu caráter de longo prazo relativizado. O grande desenvolvimento dos mercados e as inovações financeiras alteraram completamente o comportamento dessa modalidade de investimento, permitindo a saída imediata de recursos frente a qualquer turbulência antevista pelos investidores. Laan (2006:29), citando Singh (2002), argumenta que:

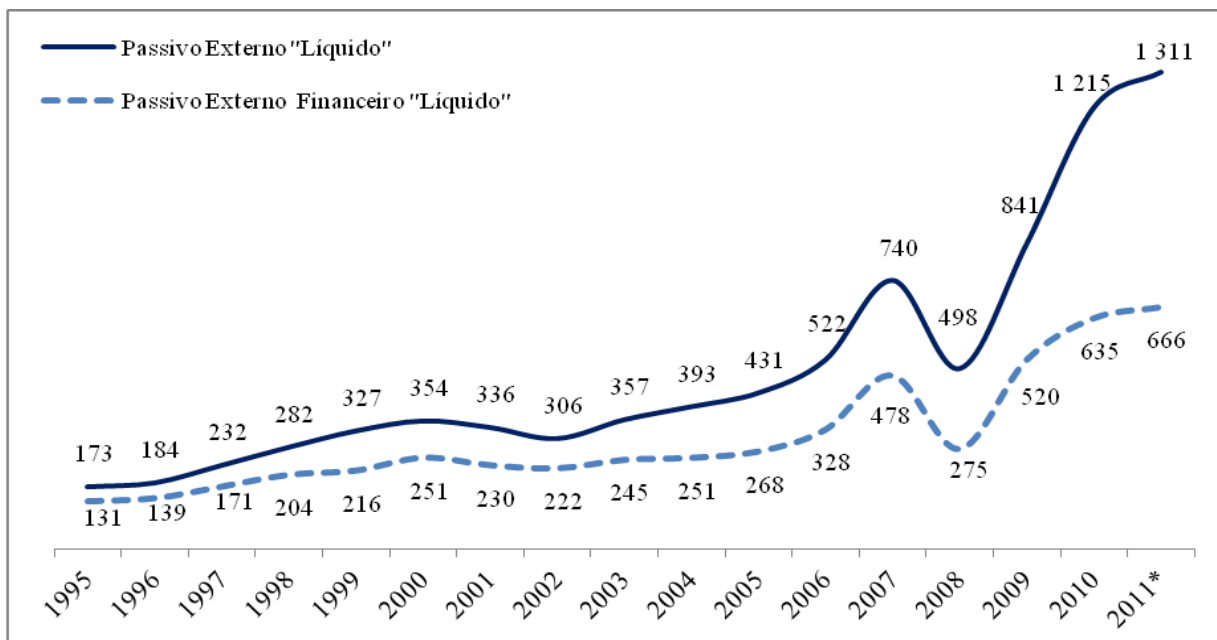
a diferença entre IED e investimento em portfólio seria muito estreita em função do crescimento de derivativos e fundos *hedge*, dadas as facilidades de conversão de um investimento de longo prazo num ativo líquido imediato, além do fato de os investidores poderem utilizar seus ativos fixos para captarem recursos e exportar capital, gerando rápidas saídas de divisas. Essa volatilidade de fluxos de longo prazo também se daria por o IED ser constituído em uma grande parte de lucros retidos, os quais são afetados pelos ciclos econômicos, denotando a ausência de um caráter anticíclico e estabilizador.

Além disso, a maior negociabilidade das empresas nos mercados locais – em geral cotadas em Bolsa de Valores – também amplia a possibilidade de pressão sobre o mercado cambial, a partir do IDE, similar à dos outros fluxos. As mudanças qualitativas dos estoques de investimentos estrangeiros diretos indicam que esse estoque hoje pode ser considerado quase tão volúvel quanto o de passivo externo financeiro.

Ainda assim, a análise do passivo externo brasileiro fica mais clara quando são utilizados dois conceitos diferentes. O primeiro é o de passivo externo líquido (PEL) que, diferentemente do usualmente utilizado, não considera os valores de todos os ativos externos, mas apenas as reservas internacionais, por considerar que, em um momento de crise, são apenas as reservas internacionais os ativos com que se pode contar para fazer frente à fuga de capitais. Os Ativos externos sob controle privado não de se comportar como capitais internacionais que são, agindo, portanto, segundo a lógica do mercado, se movendo na direção indicada por ele. O segundo conceito é o de passivo externo financeiro líquido (PEFL). O passivo externo financeiro líquido é calculado subtraindo do passivo externo o estoque de investimentos estrangeiros diretos da modalidade “participação no capital” e considera apenas os passivos financeiros detidos por

não residentes líquidos também das reservas internacionais¹⁵⁴. O Gráfico V mostra a evolução do passivo externo líquido e do passivo externo financeiro líquido de 1995 a 2011.

Gráfico V - Passivo Externo “Líquido” e Passivo Externo Financeiro Líquido (1995-2011)
US\$ bilhões



Fonte: Bacen, http://www.bcb.gov.br/sddsp/detposinterinv_p.shtm; elaboração própria;

*2011 valores de junho, base: notas para imprensa janeiro de 2012

OBS.: Estoques no período de 1996 a 1999 = Dados do PII de 1995 + soma dos fluxos anuais do período

Observa-se que o passivo externo líquido tem um primeiro período de grande crescimento entre 1995 e 2000, quando passa de US\$ 173 bi em 1995 para US\$ 354 bi em 2000, um ano após a crise cambial de 1998/99. Os valores dos estoques de passivo externo líquido sofrem grande influência dos movimentos dos preços e a desvalorização da moeda nacional e redução dos preços das ações influenciam a redução do estoque que ocorre entre 2000 e 2002. A menor liquidez internacional também contribui para redução do passivo externo, que se concentrou principalmente nos estoques de investimento estrangeiro direto e de investimento estrangeiro em ações. Nesse mesmo período ocorre também uma redução das reservas internacionais devido à crise internacional. Contudo, essa redução das reservas não foi suficiente para inverter a tendência de diminuição do estoque de passivo externo estimulada pela menor liquidez internacional¹⁵⁵. O estoque de passivo externo líquido chega a cair para US\$ 306 bi em

¹⁵⁴ Esses conceitos de PEL e PEFL foram retirados de Gonçalves (2011).

PEL = Passivo Externo – Reservas.

PEFL=PEL – Estoque de IED participação no capital.

¹⁵⁵ Além do “risco eleitoral” que atingia o país, havia também um contexto internacional muito desfavorável, com os escândalos contábeis da Enrom, nos EUA e a crise Argentina.

2002. Contudo, a mudança do cenário externo e a volta da liquidez internacional, junto à redução da desconfiança do mercado internacional sobre o “risco” da eleição presidencial de 2002¹⁵⁶, trazem de volta ao país os fluxos de capitais e, com isso, o passivo externo líquido volta a crescer já a partir de 2003. A atração de capitais, por conta do crescimento da economia e das altas taxas de juros, associados à maior abertura financeira e a um mercado externo favorável, faz com que o passivo externo líquido cresça exponencialmente até 2007, quando chega ao valor de US\$ 740 bi, a despeito do forte acúmulo de reservas que ocorre principalmente a partir de 2005. Esse crescimento do passivo externo líquido brasileiro está associado principalmente ao crescimento dos valores dos estoques de investimento estrangeiro, uma vez que a captação externa cai entre 2003 e 2006. Essa redução se deveu ao pagamento das operações de regularização com o FMI. A dívida externa pública, que havia apresentado crescimento até 2003, desse ano em diante, em função da política do governo de diminuição da dívida com organismos multilaterais, se reduz até 2008. Apenas em 2009 e 2010 o estoque da dívida externa pública volta a crescer. Já a dívida externa privada teve redução de 2001 a 2005. Em 2006, o endividamento privado voltou a crescer e, entre 2009 e 2010, essa dívida apresentou um crescimento elevado. O crescimento da parcela de curto prazo da dívida externa total, que passa de 16% para 22%, se deve fundamentalmente ao endividamento externo privado. A apreciação da moeda doméstica nesses dois anos e as altas taxas de juros praticadas no Brasil estimularam esse maior endividamento externo privado. Além disso, a dívida externa privada de curto prazo ganhou novo impulso em 2010, em função do maior endividamento dos bancos, que ocorre com a ampliação das suas posições vendidas em dólares.

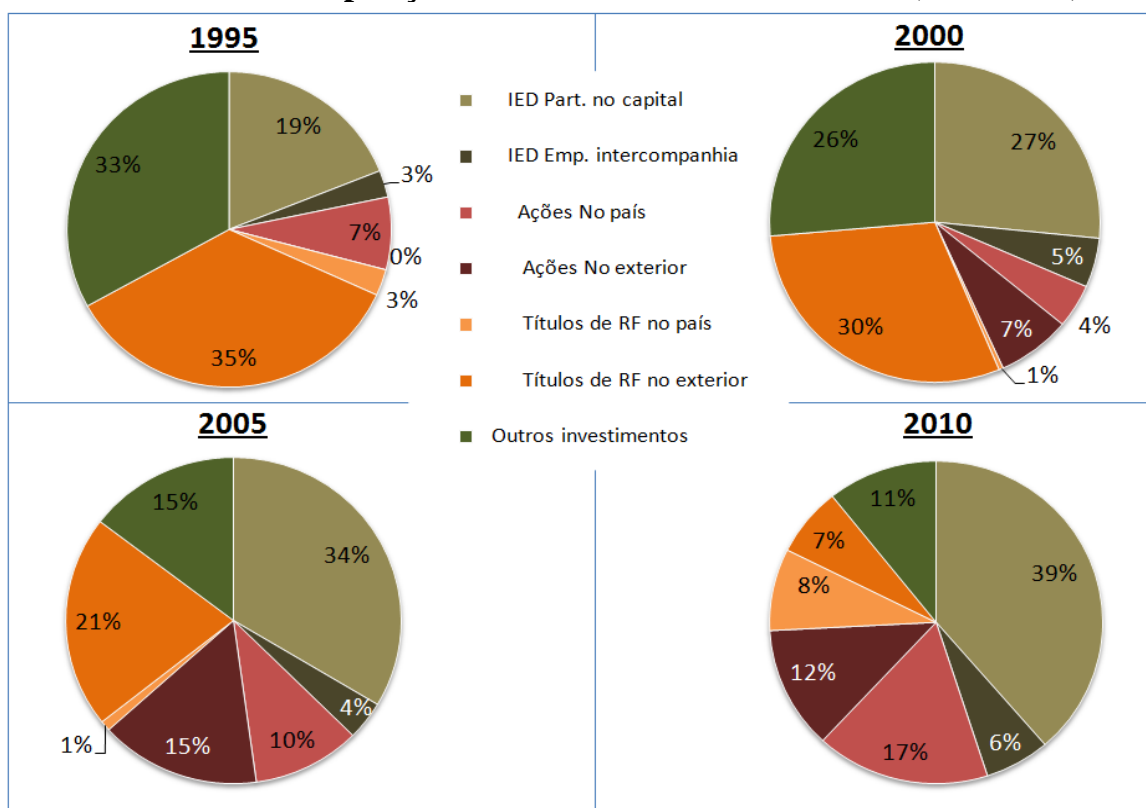
De 2003 até a crise de 2008, a entrada de capitais, a elevação dos preços e a valorização da moeda brasileira levaram ao aumento dos valores dos estoques de passivo externo. Com a crise de 2008 veio a fuga de capitais, a desvalorização do Real e dos preços das ações e, com isso, uma redução do valor do estoque de passivo externo líquido para US\$ 498 bi. Em 2009, a melhora do quadro internacional, da expectativa de crescimento da economia, da valorização da moeda nacional e o aumento do preço das ações, e, ainda, a manutenção de uma taxa de juros acima da média mundial, resultaram na volta do crescimento do passivo externo líquido, agora de forma ainda mais acelerada. Em 2009, o passivo externo líquido brasileiro chega a US\$841 bilhões, mesmo diante do grande acúmulo de reservas, que atingem nesse ano

¹⁵⁶ Em que pesem as diversas demonstrações de “compromisso” do então candidato Lula acerca do cumprimento dos contratos firmados (Carta ao Povo Brasileiro).

US\$238 bilhões. Em 2010, as reservas continuaram a crescer e chegaram a US\$288 bilhões. Ainda assim, o passivo externo líquido brasileiro continuou a apresentar um elevado crescimento e chegou a impressionantes US\$1.215 bi em 2010. Em todo esse período (1995-2010), o crescimento do passivo externo foi acompanhado do crescimento do passivo externo financeiro¹⁵⁷. O passivo externo financeiro líquido era de aproximadamente US\$131 bi em 1995, chega a US\$251 bi em 2000, US\$268 bi em 2005, e, em 2010, alcança o valor de US\$ 635 bi. Enquanto entre 1995 e 2005 o passivo externo financeiro líquido (PEFL) cresceu cerca de 105%, entre 2005 e 2010 esse mesmo PEFL apresentou um crescimento de 137%.

Nesse período há uma mudança no perfil do passivo externo, que ocorre com a elevação dos estoques de investimentos estrangeiros. O gráfico VI abaixo mostra a composição do passivo externo brasileiro em 1995, 2000, 2005 e 2010.

Gráfico VI - Composição do Passivo Externo Brasileiro (1995-2010)



Fonte: Bacen, <http://www.bcb.gov.br/?SERIEPIIH>, elaboração própria
 Para dados de 1995 foi utilizado o Censo de Capitais Estrangeiros (<http://www.bcb.gov.br/?CENSO1995P>)

¹⁵⁷ O passivo externo financeiro líquido praticamente acompanha o crescimento do passivo externo financeiro até o ano de 2003. A partir desse ano o passivo externo financeiro apresenta um distanciamento gradual do passivo externo, com a diferença entre os dois aumentando até 2010.

O estoque de investimentos em carteira, que no final da década de 1980 representava aproximadamente 6% do estoque total do passivo externo, em 1995 já representa mais de 45% do passivo externo brasileiro, sendo esse valor equivalente a quase 60% do PEL¹⁵⁸. De 1995 em diante a participação dos estoques de investimento em carteira no passivo externo brasileiro manteve-se acima dos 40%.

Em 1995 a dívida externa (que é composta por: IED empréstimos intercompanhia, títulos de renda fixa no exterior e outros investimentos¹⁵⁹) representava aproximadamente 70% do passivo externo. De 1995 a 2000, devido ao crescimento desses estoques num ritmo inferior ao do estoque de investimento estrangeiro direto – participação no capital, a participação da dívida externa no total do passivo caiu para cerca de 60%. Com o grande crescimento dos estoques de investimento estrangeiro direto e dos estoques de investimento em carteira em ações e títulos no país na década de dois mil, a dívida externa passou a representar apenas cerca de 20% do total do passivo em 2010. Ou seja, a mudança no perfil do passivo externo brasileiro que ocorre na década de dois mil está relacionada diretamente ao aumento dos estoques de investimento estrangeiro no país.

No período de 1990 a 2010, o estoque de IED (na modalidade participação no capital, que exclui empréstimos intercompanhia) foi quem mais cresceu. Esse estoque de IED passou de US\$37 bilhões em 1990 para US\$43 bilhões em 1995. A partir de 1995 o crescimento desse estoque se acelera e, em 2000, o estoque IED chega a US\$ 103 bilhões. Em 2005 esse estoque de IED alcança US\$163 bi. No período de 2006 a 2010, a entrada de investimentos estrangeiros ganha novo impulso e o estoque de IED chega a US\$580 bilhões.

Entre 1995 e 2000, enquanto o estoque de investimento em carteira cresceu 60%, o estoque de IED cresceu 151%. A instabilidade internacional levou a uma desconfiança em relação aos mercados emergentes em geral e à redução da participação dessa modalidade de investimento estrangeiro no estoque de passivo externo. A participação do estoque de investimento em carteira volta a crescer a partir de 2000, sendo que a partir de 2004 essa participação cresce de forma mais acelerada. Entre 2000 e 2004, a participação do estoque de investimento em carteira se manteve praticamente estável, o que se explica pela manutenção dos

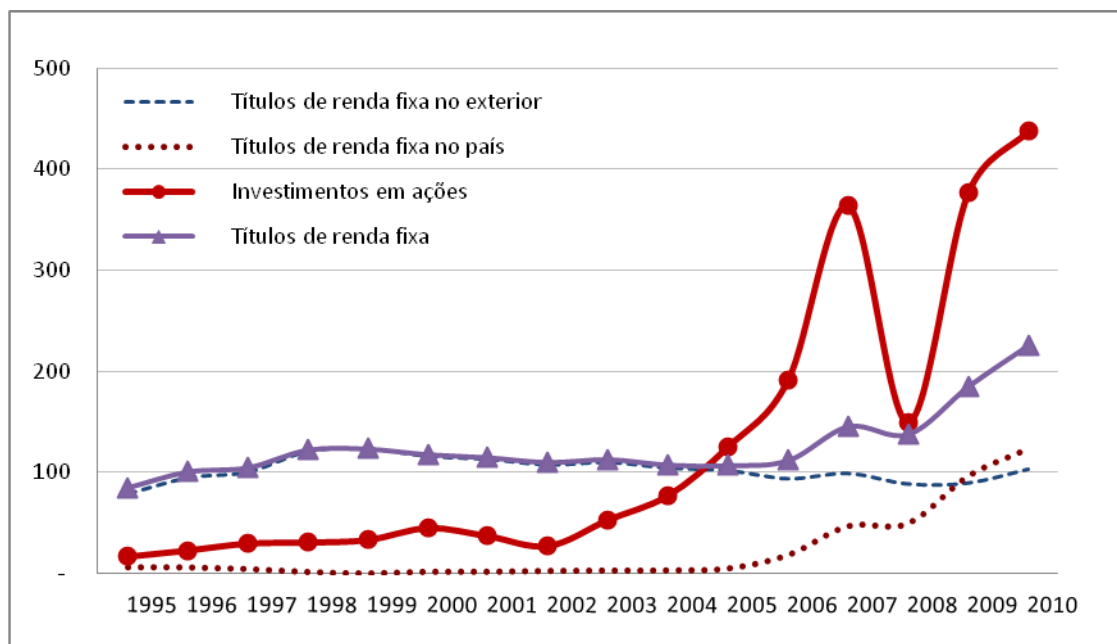
¹⁵⁸ A participação do estoque de investimento estrangeiro em carteira no passivo externo, definido como o estoque de investimento estrangeiro em carteira dividido pelo passivo externo, está detalhada no gráfico XVIII (pág.122).

¹⁵⁹ No lado do passivo da Posição internacional de investimento, a dívida externa está espalhada nas seguintes rubricas: IED - empréstimos intercompanhia; Investimentos em carteira- títulos de renda fixa no exterior; outros investimentos - Crédito comercial de fornecedores; Outros investimentos - Empréstimos; e Outros investimentos - Outros passivos)

valores dos estoques de título de renda fixa e pela recuperação dos valores dos estoques de investimento estrangeiro em ações em 2003 e 2004. De 2004 a 2007, o crescimento do valor do estoque de investimentos estrangeiros em ações foi o principal responsável pela maior participação dos estoques de investimento em carteira no passivo externo. Em 2008, há uma nova redução do valor desses estoques por causa de uma nova crise internacional, que causou a saída dos investidores estrangeiros e a desvalorização da moeda nacional. Os investimentos em carteira se recuperaram já no ano seguinte e sua participação seguiu em cerca de 65% do passivo externo líquido em 2009. Em 2010 o estoque de investimento em carteira cresceu mas sua participação no passivo externo líquido se reduziu para 55%. Ou seja, da década de 1980 à década de 2000, passamos de um quadro onde a participação dos estoques de investimentos em carteira no passivo externo era reduzida para um onde esses investimentos representam uma parcela elevada do passivo externo brasileiro.

Além de apresentar um crescimento elevado, o estoque de investimentos em carteira tem passado também por um processo de modificação de seu perfil, principalmente nos últimos dez anos. Nesse período, o estoque de investimentos em ações cresceu mais que o de títulos de renda fixa. Essa mudança do perfil do investimento em carteira está retratada no gráfico VII, abaixo. O gráfico mostra um elevado crescimento do estoque de investimento estrangeiro em ações, que representava 28% do estoque investimento estrangeiro em carteira em 2000, cresce gradativamente até que chega a 66% em 2010. Com isso, o estoque de investimento estrangeiro em ações, que em 1989 representava aproximadamente 5% do passivo externo, em 2010 já representa aproximadamente 30% do passivo externo brasileiro.

Gráfico VII – Estoques de Investimentos em Carteira – US\$ Bilhões



Fonte: Banco Central, elaboração própria.
Dados disponíveis em www.bcb.gov.br/?PEDD

O crescimento do estoque de investimento estrangeiro em ações ganhou força mesmo a partir de 2003. A partir desse ano, as aquisições de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) exibiram uma recuperação expressiva e persistente. Esses investimentos, fomentados pelo contexto de ampla liquidez internacional, foram atraídos pelas perspectivas de lucro com as ações negociadas no mercado acionário doméstico e de apreciação real da moeda doméstica¹⁶⁰. Os estoques de investimentos estrangeiros em ações negociadas no exterior (os *American Depositary Receipts*) também contribuíram para esse crescimento elevado no período de 2003 a 2007. Esta contribuição se deu com o maior número de aquisições de ADRs no mercado primário e, principalmente, com o maior volume de negociação dos ADRs no mercado secundário. No ano da crise, 2008, os ADRs apresentaram uma grande queda. Essa redução em 2008 ocorre principalmente em função da variação de preços. Os fluxos desse tipo de investimento sofrem uma redução em 2009 e 2010, mantendo-se ainda positivos, e ocorre uma recuperação do valor desses estoques. Mesmo voltando a crescer em 2009 e 2010 esses estoques não conseguiram

¹⁶⁰ Por fim, é ainda preocupante o fato de que, isoladamente, o grupo de investidores mais atuante no mercado secundário brasileiro durante a expansão de 2004-06 tenha sido o de estrangeiros (com 32% das operações), repetindo o padrão das fases expansivas anteriores (1992-94 e 1995-98), de forte dependência da dinâmica do mercado em relação ao capital externo. Em todas essas fases, a retomada das operações no mercado primário veio a reboque da expansão dos negócios no mercado secundário, sendo esta deflagrada pela forte entrada (em 1992-94) ou retorno (nos demais períodos) do capital externo. Além de um traço típico de mercados pouco desenvolvidos, este é um fator de vulnerabilidade que inibe tanto a emissão de ações pelas empresas quanto sua aquisição pelos investidores, especialmente os de menor porte, face à permanente ameaça de desvalorizações abruptas dos papéis, diante de reveses no mercado internacional. (Hermmann, 2010:273)

ainda superar o valor atingido em 2007. O aumento do valor do estoque de investimentos estrangeiros em ações em 2009 e 2010 se deve, portanto, em grande medida, ao crescimento dos estoques de investimentos estrangeiros em ações no país¹⁶¹.

Já os estoques de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa mantiveram-se praticamente estáveis de 2000 a 2006. A partir de 2007, esses fluxos passam a apresentar um maior crescimento, que se deve principalmente à edição da MP 281 e à Lei 11.312, que concedeu incentivos tributários aos investidores estrangeiros num quadro de persistência de um contexto de liquidez internacional favorável. Essa lei estimulou o crescimento do investimento estrangeiro em títulos de dívida pública, com resultados quase instantâneos. Em 2009 e 2010 o crescimento do estoque de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa continuou a se acelerar. O crescimento do investimento estrangeiro em dívida pública interna fez com que o percentual da dívida pública federal mobiliária interna brasileira detida por estrangeiros, que era de 1,6% em janeiro de 2006, chegasse a mais de 11% em 2010. Com isso os estoques de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa no país saíram de US\$4,9 bi em 2005 para impressionantes US\$123 bi em 2010, ultrapassando o valor dos estoques de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa no exterior. Esse estoque que em 2001 representava 0,4% do passivo externo brasileiro, em 2010 já representa 8% do total.

Portanto, o crescimento do estoque de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa na década de dois mil foi determinado em grande medida por esse aumento do estoque de títulos no país, já o estoque de títulos de renda fixa emitidos no exterior, depois de um grande crescimento na década de 1990, manteve-se praticamente estável durante a década de 2000. Como destaca Prates, a demanda por títulos no exterior deve ter sido abalada pelas três crises cambiais que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999, 2001 e 2002) e pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional. O regime de câmbio flutuante também deve ter desestimulado a demanda por endividamento externo ao implicar maior risco cambial e custo de hedge potencialmente mais elevado¹⁶². Apenas em 2009 esse estoque voltou a crescer e ainda assim não alcançou ainda o montante do início da década. Esse crescimento ocorreu porque

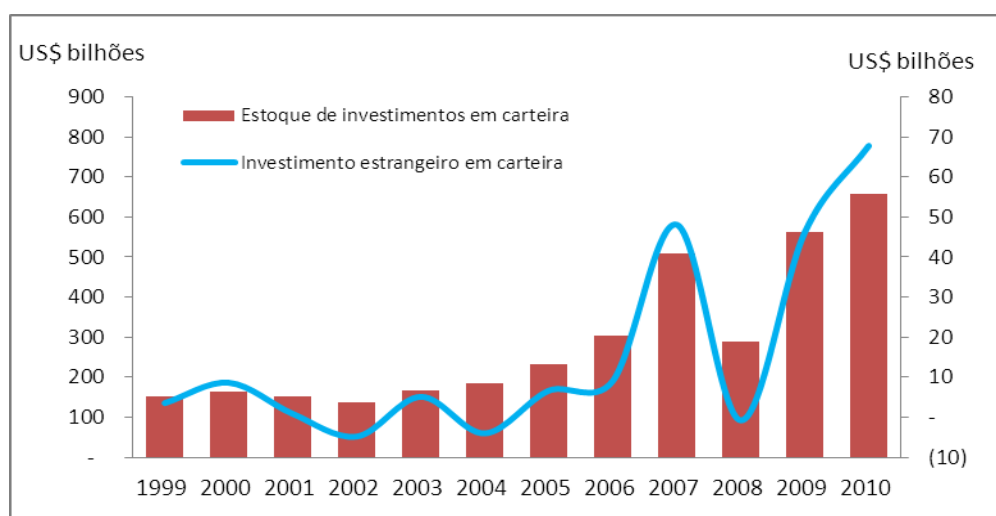
¹⁶¹ Esse crescimento pode ser inferido também a partir da elevação consistente da participação dos estrangeiros no mercado secundário da Bovespa. Segundo Hermann (2010:260) a participação estrangeira nas negociações da bolsa de valores de São Paulo, que era de apenas 3,1% em 1990, nos períodos de 1992 a 1994, 1995 a 1998 e 1999 a 2003 fica em aproximadamente 23% e no período de 2004 a 2006 atinge 33%. Em 2009 os estrangeiros foram responsáveis por 34% das negociações secundárias e em 2010 por 30% (Relatório de Administração BM&F Bovespa 2010).

¹⁶² Quando comparados, o estoque de investimento externo em 2000 e 2010, deve-se levar em conta a valorização do Real ocorrida no período.

nos últimos anos o mercado de eurobônus tem se mostrado favorável para emissores brasileiros por causa da crise e da baixa dos títulos do tesouro norte-americano de dez anos¹⁶³.

Na análise dos estoques de passivo externo, é preciso lembrar que, em muitos casos, a variação do estoque não resulta de um fluxo, mas sim de uma variação por preço ou paridade cambial. Em relação ao estoque de ações de empresas residentes no Brasil detido por investidores não-residentes, por exemplo, a variação da taxa de câmbio e do preço das ações muitas vezes são mais relevantes que os fluxos para explicar a variação do estoque, expresso em moeda estrangeira. Ainda assim, a relação entre crescimento do estoque e os fluxos de investimentos em carteira parece ser forte, como mostra o gráfico VIII abaixo.

Gráfico VIII – Investimento estrangeiro em carteira – estoque e fluxos (1999-2010)



Fonte: Banco Central, elaboração própria.

Dados disponíveis em www.bcb.gov.br/?PEDD para os estoques e séries temporais para os fluxos.

O comportamento dos fluxos de capitais refletiu-se no volume e na composição do passivo externo da economia brasileira. O crescimento do passivo, que ocorre junto à mudança na sua composição, decorreu, principalmente, do ingresso líquido de investimentos estrangeiros direto e em carteira, que ampliaram tanto os estoques de ativos produtivos quanto de ativos financeiros detidos pelos não-residentes no Brasil. A valorização do Real, que ocorre desde 2003 (com breve interrupção em 2008), contribuiu, igualmente, para essa ampliação, já que esse

¹⁶³Prates (2006) destaca ainda que outra tendência observada nas emissões brasileiras, que também se insere num movimento mais geral do conjunto dos países emergentes, é o volume crescente de títulos denominados em reais emitidos no mercado internacional. É interessante observar que a receptividade crescente dos investidores globais por títulos denominados nas respectivas moedas dos países emergentes emissores coincidiu com o estreitamento dos *spreads* nos títulos denominados em dólares, fenômeno também observado no biênio 1996-1997 por sinal, pico do ciclo de liquidez dos anos 1990. Na América Latina, as emissões brasileiras parecem ter predominado. Os bancos abriram o caminho, sendo seguidos, num primeiro momento, pelas empresas privadas e, num segundo momento, pela República do Brasil.

estoque é contabilizado em dólares. A transformação da forma de financiamento externo da economia brasileira representou para o país a possibilidade de retorno a fontes externas de financiamento, e, a principal forma que assume o capital externo nesse período, o investimento em carteira, é justamente aquela que guarda maior relação com o caráter autônomo/especulativo de sua circulação. Nesse quadro, o movimento de crescimento do estoque de ativos financeiros detidos por não-residentes, aqui refletido no maior estoque de investimentos estrangeiros em carteira, fragiliza a posição do país por significar o crescimento de um estoque de capital internacional mais volúvel, o que torna mais alto o risco de uma saída súbita de capitais estrangeiros do país¹⁶⁴.

3.4 Indicadores de Endividamento externo

A modificação da composição do passivo externo impactou a evolução dos diversos indicadores de solvência e liquidez externa da economia brasileira. Os indicadores de utilizados aqui comparam o passivo externo ao PIB, que mede produção (nível de atividade) da economia, ou às exportações, que representam a capacidade de geração de divisas da economia, e procuram medir o estoque de capital externo com liquidez, ou seja, que pode mover-se em um período de crise¹⁶⁵.

De um modo geral, os indicadores que comparam o passivo externo em relação ao PIB ou às exportações apresentaram um crescimento acelerado de 1994 a 1999. A Tabela I, abaixo, mostra que o valor do passivo externo financeiro líquido em 1994 era equivalente a 16% do PIB e mais de duas vezes o valor das exportações. Em 1999, o valor passivo externo financeiro líquido já era equivalente a 37% do PIB e mais de quatro vezes o valor das exportações.

¹⁶⁴ Essa análise não contempla uma outra modalidade de investimento de portfólio, que tem a especificidade de não ser captada pela contabilidade do balanço de pagamentos, e que implica também em um maior risco de desestabilização cambial, qual seja: as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos. Prates (2006:131) destaca que “finalmente, a análise da inserção financeira da economia brasileira não pode deixar de mencionar a existência de uma outra modalidade de investimento de portfólio, que tem a especificidade de não ser captada pela contabilidade do balanço de pagamentos, qual seja: as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos, permitida na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central (ver Quadro 1). (...) [O] crescimento dessas aplicações e das posições nos mercados *offshore* de Real foi decisivo no movimento de apreciação da moeda nacional em 2005 (já que os movimentos nos mercados futuros se transmitem ao mercado à vista devido às operações de arbitragem). Além do contexto de ampla liquidez internacional e quedas sucessivas do risco-Brasil, estas aplicações foram estimuladas pelo anômalo diferencial entre os juros externos e internos. Esse diferencial também induziu a ampliação das posições vendidas em moeda estrangeira pelos bancos atuantes no mercado de câmbio brasileiro em 2005, que adicionaram pressões baixistas à cotação do Real. O ingresso líquido de divisas no mercado de câmbio à vista ao longo de 2004 e 2005 (associado aos superávits comerciais e aos fluxos de capitais voluntários), apesar de positivo, não seria suficiente para provocar uma apreciação na magnitude observada desde meados de 2004”.

¹⁶⁵ Outros indicadores de vulnerabilidade externa utilizados pelo Banco Central do Brasil encontram-se no Anexo I, nas tabelas VIII, IX e X.

Tabela I – Indicadores de Solvência Externa (1994-2010)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PEL / PIB	0,22	0,22	0,22	0,27	0,33	0,56	0,55	0,61	0,61	0,65	0,59	0,49	0,48	0,54	0,3	0,53	0,58
PEFL/PIB	0,16	0,17	0,17	0,2	0,24	0,37	0,39	0,42	0,44	0,44	0,38	0,3	0,3	0,35	0,17	0,33	0,30
Dívida Externa Bruta/PIB	0,27	0,21	0,21	0,23	0,29	0,41	0,37	0,38	0,42	0,39	0,3	0,19	0,16	0,14	0,12	0,12	0,12
Dívida Externa Líquida/PIB	0,16	0,12	0,12	0,15	0,22	0,32	0,3	0,29	0,33	0,27	0,2	0,11	0,07	-0,01	-0,02	-0,04	-0,02
PEL/Exportações	2,78	3,73	3,85	4,38	5,51	6,8	6,43	5,77	5,06	4,89	4,08	3,64	3,79	4,61	2,51	5,5	6,02
PEFL/exportações	2,05	2,81	2,92	3,23	3,99	4,49	4,56	3,96	3,67	3,35	2,6	2,27	2,38	2,97	1,39	3,4	3,14

Fonte: Bacen, elaboração própria

Depois da crise de 1999 e da desvalorização da moeda nacional, esses indicadores assumem uma trajetória de queda até 2006. Neste ano, o valor do passivo externo financeiro líquido estava em 30% do PIB e mais de duas vezes o valor das exportações. Os indicadores apresentam aumento em 2007 e depois uma redução, em 2008, por causa da crise internacional. Em 2009 e 2010, voltam a crescer e a década fecha com o valor do passivo externo financeiro líquido equivalente a 30% do PIB e mais de três vezes o valor das exportações. A melhora dos indicadores de solvência externa associados à dívida externa (dívida externa bruta/PIB e dívida externa líquida/PIB) ocorre principalmente em função da redução da dívida pública e do acúmulo de reservas, no caso da dívida líquida, e também da mudança do perfil do passivo. Resta ainda outro importante indicador de solvência externa, que mede o passivo externo em relação às reservas internacionais¹⁶⁶. A evolução desse indicador, assim como a dos anteriores, mostra uma piora acentuada de 1995 a 1999, quando o indicador assume uma trajetória de melhora gradual, voltando a crescer apenas em 2009. Nesse ano, o elevado crescimento do passivo externo faz com que o índice cresça, ainda que timidamente, mesmo diante do grande acúmulo de reservas do período.

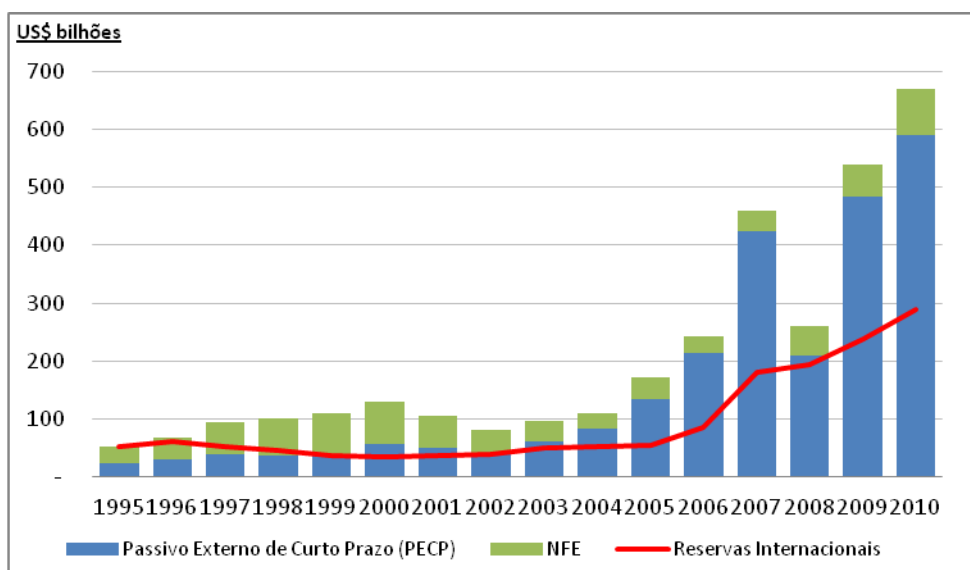
Em relação aos indicadores de liquidez externa, assim como os indicadores de solvência, a maior parte deles apresenta um crescimento acelerado de 1994 a 2000. Daí em diante esses indicadores assumem uma trajetória de queda progressiva. Em 2001 e 2002 essa queda se explica pela redução do estoque de passivo externo. De 2003 em diante o acúmulo de reservas passa a ser proporcionalmente maior do que o de passivo externo, contribuindo assim para a

¹⁶⁶ A Tabela III, no Anexo I, traz a evolução dos indicadores de liquidez externa PassivoExterno/ Reservas e PassivoExterno Líquido/ Reservas.

queda gradual dos indicadores em função do elevado acúmulo de reservas. Em 2009 e 2010 esse indicador volta a apresentar crescimento, fechando a década em 5,21.

A perspectiva histórica e a melhora relativa desses indicadores ao longo dos últimos anos podem confundir a interpretação de alguns desses números. Para analisar as condições de liquidez externa do país e as potenciais pressões que o passivo externo pode exercer sobre as reservas cambiais, é importante observar a evolução da parcela de curto prazo do passivo externo, que representa os compromissos vencidos no curto prazo e possuem maior potencial desestabilizador. Para tanto se pode utilizar o conceito de passivo externo de curto prazo (PECP)¹⁶⁷, definido como a dívida externa de curto prazo e os estoques de investimentos estrangeiros em ações e em títulos de renda fixa no país e derivativos. Além disso, para a observação das condições de liquidez, deve ser considerada também a necessidade de financiamento externo da economia. O gráfico IX, abaixo, mostra a evolução recente dos estoques de passivo externo de curto prazo, da necessidade de financiamento externo (NFE) e dos estoques de reservas internacionais.

Gráfico IX – Liquidez Externa (1995-2010) – US\$ bilhões



Fonte: Banco Central, elaboração própria.

Dados disponíveis em www.bcb.gov.br/?PEDD. A tabela XIII, no anexo I, traz os valores do gráfico.

A observação do gráfico revela que, apesar da melhora relativa, a economia brasileira continua vulnerável em decorrência do elevado risco de fuga de capitais externos. O passivo externo brasileiro se elevou de tal maneira que mesmo um grande estoque de reservas

¹⁶⁷ Indicador “Passivo externo de curto prazo/reserva” totais em Prates (2006:149).

internacionais não é suficiente para assegurar autonomia frente aos movimentos de capitais, principalmente em virtude da maior liquidez desse passivo. Ou seja, considerando a maior mobilidade dos capitais, o estoque de passivo externo de US\$1.503 bilhões (sendo US\$1.215 o PEL e US\$635 o PEFL) mostra o quão vulnerável ainda está a economia brasileira em função de sua dependência do capital externo. O movimento recente de crescimento da necessidade de financiamento externo agrava essa situação. Em 2010 a necessidade de financiamento externo chegou a US\$80 bi, o equivalente a quase 30% das reservas. Esse crescimento, associado às mudanças estruturais e ao aumento dos estoques de capitais de curto prazo, revela uma situação de liquidez potencialmente mais vulnerável.

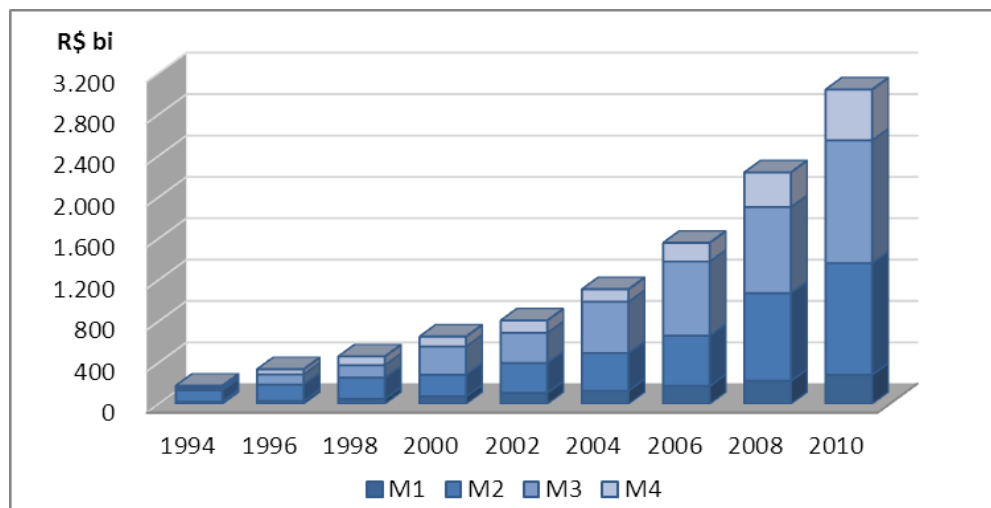
3.5 A mobilidade dos estoques de riqueza internos

A ampliação da conversibilidade da moeda nacional, que tem seus marcos principais em 1992, 1999 e 2005¹⁶⁸, torna insuficiente a consideração apenas dos indicadores relacionados ao capital externo. Devido à grande ampliação da abertura financeira das transações de saída, é preciso levar em consideração também a massa monetária interna, “isto é, os ativos financeiros internos passíveis de rápida transformação em moeda. Esse estoque interno de liquidez é o montante de recursos em moeda nacional que pode se mover contra as reservas do Bacen” (Batista, 1999:104). Ou seja, a progressiva remoção dos obstáculos à movimentação/transferência de capital para o exterior resultou no crescimento do estoque de riqueza interno com mobilidade internacional. Essa maior mobilidade/conversibilidade dos estoques de riqueza internos trouxe liquidez externa para esses estoques de ativos líquidos, alterando o quadro de risco de fuga de capitais e de crise cambial.

Além desse aumento da liquidez externa dos ativos que compõem seu estoque de riqueza, a economia brasileira vem passando por um processo de crescimento da importância dos ativos financeiros. Esses dois processos em conjunto têm provocado o aumento da parcela do estoque de riqueza conversível do país. O Gráfico X, abaixo, mostra a evolução dos meios de pagamentos entre 1995 e 2010.

¹⁶⁸ Em 1992 com a mudança das regras da CC-5, em 1999 com a reforma cambial do CNC e, em 2005, com a reforma cambial e o estabelecimento do RMCCI.

Gráfico X – Meios de Pagamento Ampliados - (1995-2010)
Saldo em final de período – R\$ Bilhões



Fonte: BACEN, disponível em <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/>
 Elaboração própria

A partir da observação do gráfico fica claro o elevado crescimento dos ativos financeiros nas duas últimas décadas. O agregado monetário M4, que somava R\$261 bilhões em 1995, em 2000 já soma R\$652 bilhões¹⁶⁹. Na década seguinte, esse agregado monetário apresenta um crescimento ainda mais impressionante, chegando a R\$1.312 bilhões em 2005 e R\$3.040 bilhões em 2010.

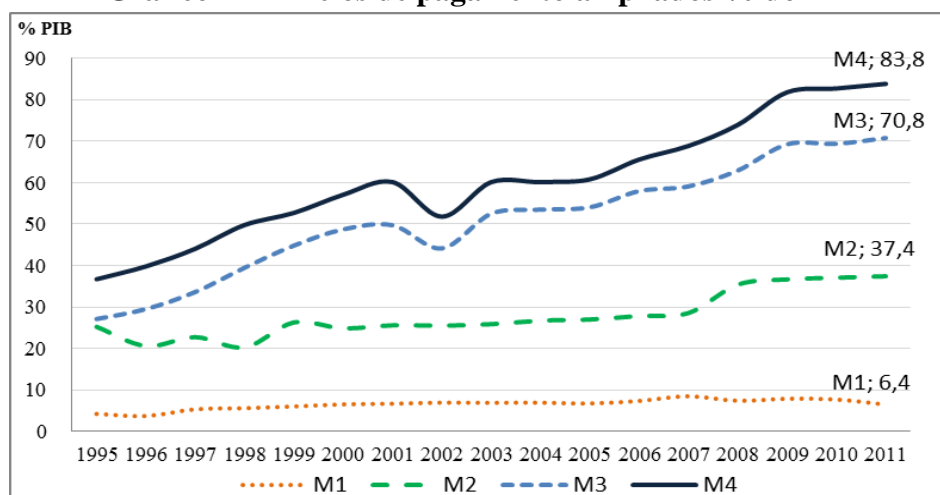
Esse movimento resulta, em grande medida, da multiplicação dos ativos financeiros, processo associado à política econômica aplicada e também à maior abertura financeira. Esse elevado valor revela que hoje existe um estoque maior de riqueza interna passível de conversão/transferência para o exterior, isto é, um estoque maior de riqueza com liquidez externa.

¹⁶⁹ Conceitos atuais :**Meios de Pagamento Restritos:** M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista; **Meios de Pagamento Ampliados:** M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias; M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Selic; **Poupança financeira:** M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez. Em 2001 o Banco central mudou o critério de ordenamento dos componentes dos meios de pagamento ampliados, que deixaram de seguir o grau de liquidez, passando a definir os agregados por seus sistemas emissores (Banco Central, notas metodológicas, 2001)). Isto porque, O Banco Central passa a considerar que “**entre os haveres integrantes do agregado monetário, as diferenças de velocidade potencial de conversão em disponibilidade imediata associadas a perdas de valor nesses procedimentos não sejam significativas no atual estágio de desenvolvimento do sistema financeiro.** Caso contrário, o ordenamento teria que contemplar tais diferenças, uma vez que, por hipótese, quanto maior aquela velocidade, maior exposição do componente à demanda por liquidez” (Banco Central do Brasil, notas metodológicas, grifos meus). Sobre a dívida pública, o relatório do Banco Central (BACEN, notas metodológicas, 2001), destaca ainda que “Cabe observar que, embora não usual na maioria dos países, a inclusão da dívida mobiliária pública em agregados monetários baseia-se nas especificidades da economia brasileira, com o setor público mantendo participação expressiva no dispêndio total por longo período, cujo financiamento dependia significativamente da captação de poupanças privadas por meio da emissão de títulos. Tais circunstâncias exigiram elevada liquidez desses instrumentos, propiciando sua adoção generalizada como quase-moeda até os dias atuais.” (...) “Observe-se que, dentre os títulos federais, apenas os registrados no Selic são considerados nos meios de pagamento. Apesar da alta liquidez dos instrumentos de captação do Tesouro Nacional, entendeu-se que o reconhecimento de tais emissões como quase-moeda nos conceitos de meios de pagamento deva ser o mais restrito possível, dado que esse Órgão não integra o Sistema Financeiro Nacional (SFN)”.

Quando considerada a base monetária ampliada, isto é, os estoques de passivos federais de curto prazo (M4), como os estoques potencialmente transferíveis para o exterior, tem-se nas últimas décadas uma ampliação sem precedentes do potencial de ativos com liquidez externa.

É verdade que a base ampliada constitui, em grande parte, o capital de giro da economia e não está toda disponível para um ataque contra as reservas. Mas bastaria que uma pequena parte dessa base ampliada se transformasse em demanda por moeda estrangeira para que as reservas do BCB ficassem fortemente ameaçadas. O gráfico abaixo ilustra o crescimento dos meios de pagamento ampliados como proporção do PIB.

Gráfico XI – Meios de pagamento ampliados % do PIB



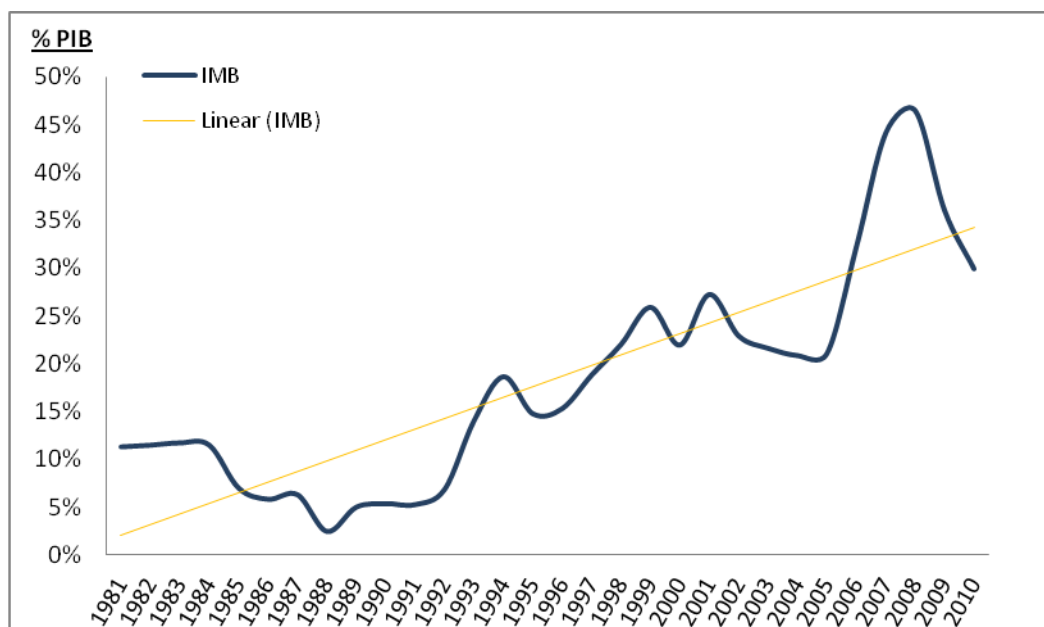
Fonte: Banco Central, notas para imprensa, Elaboração própria

O gráfico XI mostra que o M4 como proporção do PIB sai de aproximadamente 37% em 1995 para mais de 82% em 2010. O elevado crescimento dos meios de pagamentos ampliados revela, portanto, o aumento dos ativos internos potencialmente conversíveis em dólar, comparados ao tamanho da economia. Dado o grau de liberdade alcançado pelos capitais, em decorrência da redução do controle sobre os movimentos de capitais, descritas no capítulo anterior, essa possibilidade tornou-se mais factível. Para os valores de 2010, se forem considerados apenas os títulos federais chegamos à soma de aproximadamente 13% do PIB. Quando incluímos na soma as quotas de fundo de renda fixa e os títulos privados, o valor chega a aproximadamente 63% do PIB. Quando incluídos os depósitos em poupança, esse valor chega a 73% do PIB. Ou seja, um movimento de realocação desses capitais poderia envolver um montante consideravelmente elevado, com impactos significativos.

Esse movimento de crescente mobilidade dos capitais está inserido no contexto da financeirização das economias que tem como uma de suas consequências o aumento do estoque

de riqueza conversível da economia. Nos países que, como o Brasil, adotaram um grau elevado de abertura financeira, a dinâmica dos fluxos de capitais tem se sobreposto, em geral, àquela dos fluxos comerciais, exercendo influência decisiva sobre a trajetória dos balanços de pagamentos e o comportamento da taxa de câmbio (Prates, 2006). Isto porque o grau de envolvimento do país com o mercado internacional tem crescido substancialmente. Da mesma forma, não tem precedente histórico a intensidade do processo de integração econômica. A análise ano a ano dos movimentos de capitais na economia brasileira revela o seu caráter cíclico de expansão e contração, agravado justamente devido à sua característica de economia periférica (Caruso e Amado, 2007). Essa intensidade reflete também, em grande medida, o grau de mobilidade do capital alcançado na economia. Uma medida que ilustra a volatilidade dos fluxos e também capta o grau e a intensidade dos movimentos de fluxos é o Indicador de Mobilidade de Capitais e Rendas. Esse índice é calculado a partir da soma dos fluxos de entradas e saídas financeiras mais o de rendas (excluídos os fluxos de salários e ordenados) e de transferências unilaterais sobre o PIB (em módulo), uma analogia ao indicador de abertura comercial (exportações mais importações sobre o PIB)¹⁷⁰. O gráfico XII abaixo mostra a evolução do IMC de 1979 a 2010.

Gráfico XII – Indicador de Mobilidade de Capitais - % PIB - (1981-2010)



Fonte: Elaboração própria, Banco Central

$IIFCR = [\text{Fluxos financeiros (entradas e saídas)} + \text{Fluxos de Rendas de Investimento (entradas e saídas)}] / \text{PIB}$

¹⁷⁰ Para mais detalhes sobre as contas e o cálculo do IIFRC ver Anexo I. O IIFRC foi inspirado no Índice de Abertura Financeira (IAF), utilizado por Kray (1998) e Van Der Laan (2007). A principal diferença entre os dois índices é que o IIFRC considera, além dos fluxos de capitais, o fluxo de Rendas e de Transferências Unilaterais.

No gráfico, é possível observar que a intensidade dos fluxos de capitais sofre uma pequena redução na década de 1980 e inicia a década de 1990 no nível mais baixo de todo o período analisado. A situação muda durante a década de 1990, quando os fluxos de capitais para o país ganham força e avança a liberalização externa da economia brasileira. Neste período, houve uma grande volatilidade dos fluxos de capitais em razão do PIB, com movimentos bastante oscilatórios aliados a uma tendência de crescimento da intensidade dos fluxos. No fim da década de 1990, com a crise e a redução da liquidez nos mercados financeiros internacionais, há um pequeno recuo do índice que dura até 2002. A partir de 2003 o índice volta a mostrar um grande crescimento cujo auge é o período da crise de 2008, época em que pesa a saída de capitais, com destaque para as remessas de lucros e dividendos. A intensidade dos fluxos chega a 47% do PIB em 2008. Nos dois anos posteriores, a intensidade se reduz. Em 2009, a redução ocorre mais em função da redução dos fluxos e, em 2010, o recuo no indicador se deve ao elevado crescimento do PIB.

Depreende-se de todo o período analisado uma tendência de crescimento da intensidade dos fluxos de capitais do país com o exterior, em especial, a partir de 1992. A média do indicador de mobilidade dos capitais foi de 9% na década de 1980, 17% na década de 1990 e de 33% na atual década, e os picos de intensidade nessas décadas foram, respectivamente, 12% (1981 a 1984), 30% (em 1999) e 47% (2008). Essa maior integração financeira pode atuar no sentido da desestabilização do mercado cambial, com efeitos deletérios sobre a economia real. Laan (2007), em seu estudo com o IAF, índice que guarda muitas semelhanças com o IMC e que também reflete a integração financeira, argumenta a favor de uma relação entre o aumento dos fluxos financeiros com a maior oscilação da taxa de câmbio. A partir da simples observação do gráfico XII é possível notar a elevação da volatilidade dos fluxos de capitais nos últimos 30 anos, num movimento que atinge tanto os fluxos de investimentos estrangeiros quanto de investimentos brasileiros no exterior.

A observação do gráfico revela também um acentuado crescimento do movimento de saída de capitais a partir de 2005. A abertura das transações de saída e a elevação dos investimentos brasileiros no exterior contribuem para o risco de uma fuga de capital mais intensa em um período de crise. Isto porque, apesar dos movimentos de “fuga de capitais” serem preponderantemente movimentos associados aos capitais externos, esses movimentos agora

podem ser intensificados por um movimento de saída de capitais internos que pode agravar uma eventual fuga de capitais.

3.6 Considerações finais

Procurou-se analisar aqui uma dimensão da vulnerabilidade externa da economia brasileira modificada em função do crescimento dos estoques de riqueza nacionais e internacionais com perfil de capital internacional. Essa nova dimensão decorre basicamente de três fatores: a manutenção da necessidade de financiamento externo, o caráter mais volúvel dos passivos externos e o elevado estoque de riqueza financeira com liquidez externa.

Nos últimos 30 anos, a economia brasileira passou de uma estrutura regulada e com controles cambiais mais rigorosos, restrições à repatriação de capitais estrangeiros e a saída de capitais nacionais, para uma estrutura onde há uma maior liberdade para os capitais e, ao mesmo tempo, um maior estoque de riqueza financeira.

Desde a década de 1990, em função da elevada carga de pagamentos ao capital estrangeiro, uma redução mais significativa do desequilíbrio em conta corrente tem dependido fundamentalmente da geração de superávits na balança comercial. Existe uma grande discussão em torno da fragilidade dos superávits comerciais dos últimos anos, já que estes foram obtidos em uma conjuntura extremamente favorável (preços de commodities elevados e demanda internacional), que coloca em xeque a sustentabilidade do balanço de pagamentos no caso de um crescimento elevado do déficit em transações correntes e redução dos ingressos de capital. Embora tenha se reduzido consideravelmente no período de elevada liquidez internacional e condições comerciais externas favoráveis, que vai de 2003 a 2007, o déficit em conta corrente voltou a níveis altos nos últimos três anos chegando a um déficit de US\$47 bilhões em 2010 (que equivale a pouco mais de 2% do PIB). Essa elevada carga de pagamentos ao capital estrangeiro, que tem pressionado os saldos em conta corrente, é a contrapartida do excessivo acúmulo de passivos externos.

A liquidez excessiva dos períodos recentes levou a novos ciclos de endividamento. O acúmulo de passivo externo se deve a um envolvimento desmesurado com os mercados internacionais de capital que atravessaram, nesse período, fase de extraordinária expansão. Contudo, o endividamento das duas últimas décadas guarda diferenças importantes com o de períodos anteriores. Enquanto nos anos 1980 o passivo era basicamente composto por dívida externa, num cenário de mobilidade internacional dos estoques de riqueza mais restrita, hoje,

nossa economia se defronta com um estoque muito elevado, com perfil de curto prazo e volúvel. E isto ocorreu em função das transformações da economia mundial, em um cenário de elevação da riqueza financeira e aprofundamento da liberalização financeira nas duas últimas décadas, que viabilizou uma maior participação dos investidores estrangeiros nos diversos segmentos do mercado financeiro doméstico (ações, títulos públicos, derivativos), reforçando as correias de transmissão da instabilidade gerada nos mercados internacionais para as economias periféricas.

O crescimento desses passivos implica, portanto, uma maior vulnerabilidade da economia frente a decisões de alocação de portfólio dos investidores estrangeiros, que exercem uma influência cada vez mais decisiva nos movimentos da taxa de câmbio. A existência de importantes passivos externos cria um risco apreciável de instabilidade financeira, na hipótese de uma crise cambial. E esse risco é maior em razão da elevada liquidez desses passivos.

Existe ainda um outro fator de vulnerabilidade relacionado ao elevado grau de abertura da conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos. Desde o governo Collor, o Brasil vem reduzindo os controles sobre a saída de recursos e de capital pertencentes a residentes no Brasil. A unificação dos mercados de câmbio, em março de 2005, aprofundou ainda mais a abertura às transações de saída de capitais e, assim, ampliou potencialmente a mobilidade de toda riqueza financeira com liquidez. Como destaca Prates (2005:74), em termos potenciais, a situação de liquidez deteriorou-se. E isto ocorre também em função do aumento da mobilidade dos capitais de residentes, que agora, com um custo e burocracia muito menores, podem realizar investimentos no exterior, bem como converter suas aplicações de alta liquidez em moeda nacional para moeda estrangeira numa situação de *stress*¹⁷¹. Com a maior facilidade para movimentação e transferência para o exterior dos ativos domésticos e também com a modificação qualitativa destes, os residentes encontram maior facilidade para alocar sua riqueza no exterior e seu comportamento aproxima-se do comportamento dos investidores globais. Ou seja, parte do estoque de riqueza interno transformou-se em capital internacional, no conceito caiopradiano. Esse movimento ampliou o risco de fuga de capitais domésticos em momentos de turbulência e pânico, acentuando o caráter pró-cíclico dos movimentos de capitais e contribuindo também para instabilidade cambial.

¹⁷¹ Prates (2005:74) destaca ainda que, após a lei 11.371/06, com a ampliação da abertura da conta corrente, os “problemas de liquidez também poderão surgir em função da atuação dos exportadores, que passarão a se comportar, ainda mais, como especuladores, internalizando ou não suas divisas em função das expectativas em relação à evolução da taxa de câmbio e ao diferencial de juros”.

Tendo em vista estes aspectos, neste trabalho procurou-se questionar se a melhora dos indicadores tradicionais de solvência e liquidez significa uma redução efetiva da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Argumenta-se que algumas importantes dimensões da inserção externa do país no período analisado não são captadas pelos indicadores tradicionais e que uma nova dimensão da vulnerabilidade externa está emergindo em função da crescente mobilidade de capitais e do elevado estoque de riqueza financeira com liquidez.

Neste momento em que crescem os temores de uma recessão global, o país tem sua vulnerabilidade externa ampliada pelas mudanças nas condições de entrada, permanência e saída de capitais. Por enquanto, os ativos denominados em moeda brasileira estão ainda entre os preferidos dos gestores de portfólios globais. O Brasil convive com uma enxurrada de capitais estrangeiros em sua incessante busca de rendimentos. Ainda assim, mesmo no quadro atual, existem fortes indícios da falta de controle sobre os movimentos dos capitais e do câmbio. No caso de uma crise, a tendência seria de as reservas sofrerem uma redução abrupta, ocasionando uma grande desvalorização da moeda nacional, o que não seria interessante para os preços internos. Além disso, uma depreciação de ativos causada por uma fuga para liquidez poderia provocar sérios danos ao ritmo de atividade e emprego.

CONCLUSÃO

“Cada vez mais em relevo aparece a tendência do imperialismo em criar ‘o Estado-Rentista’, o Estado-Usurário, donde a burguesia vive cada vez mais da exportação dos capitais e da ‘tosquia dos títulos de juros e dividendo’.”

Lenin, V. El imperialismo, fase superior del capitalismo, capítulo 10

O movimento a favor da livre mobilidade dos capitais ganhou força com a revolução neoliberal dos anos oitenta. Esta revolução procurou reduzir os obstáculos à acumulação de capital através da liberalização e integração dos sistemas financeiros nacionais com o exterior e com o fim dos controles sobre os movimentos de capitais. Esse movimento fez ascender um novo padrão de acumulação, mundialmente integrado, no qual os mercados financeiros serviram de veículos para a forma mais móvel do capital. Assim, o capitalismo se reestruturou e, neste novo ambiente econômico que emerge, de maior mobilidade de capitais e de fluxos de capitais mais intensos, é que se dá a integração da economia mundial que caracteriza o nosso tempo.

Nos anos noventa a mobilidade dos capitais foi elevada e a integração mundial ampliada, assim como a intensidade e o volume das transações entre os diversos países. Nesse cenário, que contou também com o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, a forma de atuação dos diversos agentes mudou, assim como o comportamento das distintas modalidades de fluxos de capitais, o que elevou a liquidez dos investimentos e contribuiu para que eles adquirissem um horizonte preponderantemente de curto prazo. O resultado desse processo foi uma mudança na natureza dos fluxos financeiros e produtivos, no grau de intensidade desses fluxos e no grau de integração financeira internacional. Outro resultado foi o elevado crescimento dos ativos financeiros e a progressiva concentração do capital, que se encontra cada vez mais sob o comando, principalmente, de grandes investidores. Desse modo, configurou-se um cenário onde os fluxos de capitais internacionais têm se mostrado mais voláteis e sujeitos a instabilidade. Nessas condições a economia mundial tornou-se mais instável. Esta instabilidade é funcional para disciplinar os países. Expostas aos efeitos disruptivos dos movimentos de capitais, as economias nacionais ficam obrigadas a adaptar-se as exigências do capital internacional. Essas exigências, normalmente, vêm na forma de uma reestruturação do Estado e fortalecimento do capital frente ao trabalho.

Neste trabalho, procurou-se mostrar que as restrições enfrentadas hoje pelo país estão relacionadas ao quadro estrutural que se formou ao longo das últimas décadas. Durante esse período prevaleceu no Brasil a orientação problemática e custosa de engajar a economia no

processo de globalização neoliberal. Esse movimento está relacionado tanto com as transformações do sistema financeiro internacional quanto com um movimento interno de adoção de um projeto neoliberal de política econômica.

A integração da economia brasileira à nova ordem global ocorre com a implementação do ajuste estrutural, aplicado justamente com o objetivo de redefinir o papel do Estado e promover a livre circulação dos capitais. Esse processo de liberalização dos capitais se dá com uma reforma do marco regulatório orientada para criar um ambiente de grande liberdade para entrada e saída de capitais, internos e externos, produtivos e financeiros. Nessas condições, o raio de manobra do Estado na condução de sua política econômica se reduz drasticamente.

Na análise da vulnerabilidade externa brasileira, o estudo identifica as alterações nas características e na qualidade dos estoques. Ocorreu, no período de 1980 a 2010, um aumento do grau de substitutibilidade dos ativos e passivos internos e externos, e, por conta disso, esse estudo procurou mostrar o quanto elevada é a massa monetária, formada por passivos externos e ativos internos, líquida, disponível para um eventual ataque contra as reservas. O estudo aborda a questão do crescimento dos estoques de riqueza financeira nacional e estrangeira passíveis de transferência para o exterior, analisando o processo que desemboca em restrições cambiais e elevação da vulnerabilidade externa, com base no processo estrutural de alteração das condições de entrada, permanência e saída dos capitais e de mudança da forma de inserção internacional.

Durante os anos oitenta e noventa a dívida externa foi considerada uma das principais fontes de vulnerabilidade externa da economia brasileira. Nessas duas décadas a dívida externa era o principal componente do passivo externo brasileiro. Em 1989 a dívida externa era praticamente $\frac{3}{4}$ do total do passivo externo brasileiro. No fim da década de noventa ela ainda representava mais de 60% do passivo externo. Esse montante de dívida em moeda estrangeira possui comportamento pró-cíclico, pois tanto a dívida quanto seu serviço tornam-se mais caros nos períodos de crise, se a crise levar a uma desvalorização da moeda nacional como é comum.

Na década de dois mil ocorreram grandes mudanças no perfil do passivo externo brasileiro: uma diminuição relativa da dívida externa, que em 2010 passa a representar menos de 20% do passivo externo (US\$256 bilhões); um acúmulo de reservas, que em junho de 2011 chega US\$289 bilhões; um aumento elevado dos estoques de investimentos estrangeiros, que em 2010 representam mais de 80% do passivo externo (alcançaram US\$1.247 bilhões em 2010). Ocorre, portanto, além de uma mudança quantitativa, uma mudança de qualidade na vulnerabilidade

externa, pois, mesmo que em uma conjuntura de crise internacional parcela do passivo se desvalorize, ainda assim a economia brasileira permanece muito vulnerável a crises de fuga de capitais¹⁷².

O crescimento da necessidade de financiamento externo (US\$80 bi em 2010) e o elevado crescimento dos capitais com perfil de capital internacional deixam a economia brasileira a mercê dos movimentos de capitais e do estado de expectativas dos possuidores de riqueza. Esse elevado crescimento está refletido tanto no crescimento e na maior volubilidade do passivo externo brasileiro quanto no crescimento dos ativos internos passíveis de um ataque contra as reservas. E em função desse elevado estoque de riqueza passível de transferência para o exterior a economia brasileira encontra-se hoje refém dos movimentos de capitais.

O processo de abertura e liberalização, gerador dessa vulnerabilidade, que fortaleceu o poder dos mercados e alterou a forma de atuação do Estado, é um produto de políticas orientadas ou influenciadas por coligações de interesses financeiros internos e externos e adotadas em âmbito nacional. Os esforços de liberalização e de maior integração econômica, representados aqui pela elevada abertura financeira, expuseram a economia aos riscos decorrentes do comportamento desestabilizador dos investidores e de uma mudança na direção dos fluxos internacionais de capitais. Ou seja, a nova estrutura da economia brasileira a faz refém dos movimentos do capital, e, assim, sujeita a crises derivadas de movimentos resultantes da realocação de capitais por parte de grandes investidores. Nesse quadro de importantes transformações, a vulnerabilidade brasileira manifesta-se na subordinação da economia às decisões e alocação de portfólio dos grandes investidores internacionais. Deste modo, a economia brasileira encontra-se mais vulnerável em função de uma mudança da relação do capital com o espaço econômico nacional que ocorre com o aumento dos estoques de riqueza com perfil de capital internacional (ou seja, de capitais com mobilidade espacial, horizonte de valorização internacional e com um vínculo oportunista com o espaço econômico nacional). Uma crise, na atual conjuntura, dada a gigantesca massa de ativos e passivos internos e externos, financeiros e produtivos, com mobilidade espacial, provocada por uma corrida para liquidez, poderia provocar uma fuga de capitais avassaladora. Como demonstrado, dado o elevado volume de capital com mobilidade internacional, o Estado não seria capaz de deter uma possível avalanche de capitais.

¹⁷² A desvalorização dos investimentos estrangeiros em moeda nacional só é efetiva para interromper um movimento de saída de capitais quando ela atinge o estado de expectativas dos possuidores de riqueza, e, quando se chega a esse ponto, pode já ser tarde demais. A economia pode ser gravemente atingida, em seu nível de atividade e emprego, antes que a desvalorização desses ativos interrompa a saída de capitais. Ou seja, nas atuais condições a economia brasileira permanece vulnerável a fugas de capitais.

A tendência, nesse caso, seria de as reservas se reduzirem rapidamente, ocasionando uma abrupta desvalorização cambial.

A conclusão, portanto, é que a mobilidade sem precedentes do capital internacional lançou a economia brasileira em uma nova dependência, onde a progressiva ampliação da abertura financeira e a crescente mobilidade dos capitais criam uma armadilha que deixa o país entre a crise e a aceitação de um modelo de crescimento baixo, desigual e instável. Seguem-se ao iminente período de crise novas imposições por parte do capital internacional, com impactos sobre o dinamismo econômico e, conseqüentemente, com a progressiva degradação das condições de trabalho e a desarticulação dos centros internos de decisão (Furtado, 1998).

Referências Bibliográficas

- ALBO, G. (2004). A Velha e a Nova Economia do Capitalismo. Socialist Register, 2004
- AKYÜS, Y. (1993). Financial Liberalization: the key issues. Geneva: Unctad Discussion Paper nº56.
- ANDREFF, W. (2000). Multinacionais Globais. Bauru: Edusc.
- ARIDA, P. (2003). Por uma moeda plenamente conversível. In: Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul-set.
- BACEN. Censo de Capitais Estrangeiros no Brasil. Ano base 1995, 2000 e 2005, Brasília: Banco Central do Brasil.
- _____. Relatório anual. Brasília: Banco Central do Brasil: vários números.
- _____. Boletim do Banco Central do Brasil. Brasília: Banco Central do Brasil: vários números.
- _____. Reformulação dos Meios de Pagamento - Notas Metodológicas, 2001. Disponível em : <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NM-MeiosPagAmplp.pdf> . Acesso em 05/05/11.
- BAER, M (1994). O Rumo Perdido: A crise fiscal e financeira do Estado Brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BARBOSA, D.B. (1995). Tratamento do Capital Estrangeiro desde a Lei de 1962 até a Carta de 1988. Disponível em: denisbarbosa.addr.com/29.doc acesso em 08/04/2011
- BARROS, O. de; MENDES, A. P. (1994). O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus. Revista do BNDES, vol.11, nº 1, Rio de Janeiro.
- BATISTA Jr., P. (1999). O eterno retorno do mesmo. Pesquisas. São Paulo, Centro de Estudos Konrad-Ademawer-Stiftung, n. 15,.
- BATISTA Jr., P.(2002) Vulnerabilidade Externa da economia Brasileira. Estudos Avançados 16 (45).
- BAUMANN. R. (1999). O modo de inserção da América Latina na Economia Mundial dos anos 90. Pesquisas. São Paulo, Centro de Estudos Konrad-Ademawer-Stiftung, n. 15, 1999.
- BELLUZZO, L. G. (2007). Mercados nervosos, analistas neuróticos. Terra Magazine. Disponível em: <http://terramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI1826204-EI8212,00-Mercados+nervosos+analistas+neuroticos.html> acesso em 5 de janeiro de 2011.
- BELLUZZO, L. G. (2005). As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. Política Econômica em Foco, (7), 24-41.
- BIANCARELI, A. M. (2008). A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes: uma resenha crítica. Texto para discussão n.143 – IE/Unicamp. Campinas.

BIANCARELI, A. M. (2008). A Globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica. I Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. Campinas.

BIANCARELI, A. M. (2003). Liberalização financeira, fluxos de capitais, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002). Disponível em www.sep.org.br/artigo/9_congresso_old/ixcongresso64.pdf

BRAGA, J.C. (2009). Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. Revista Estudos Avançados. 23 (65): 89-102. São Paulo.

_____. (2000). Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: , Instituto de Economia. Editora da Unicamp.

_____. (1997). Financeirização global - O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Tavares, M. C. e Fiori, J. L. orgs. (1997) Poder e Dinheiro. Uma economia política da globalização. Petrópolis, Vozes 1997.

BRUNO, M. DIAWARA, H. ARAUJO, E. REIS, A. e RUBENS, M. (2009). Financed-led growth regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e conseqüências macroeconômicas. IPEA texto para discussão No 1455 Brasília.

BUENO, F.M. (2006). A Nova Tutela do FMI: Uma Análise da Política Econômica dos Acordos com o Brasil entre 1998 e 2002. Dissertação de Mestrado, Campinas, IE/Unicamp, 2006.

CANO, W. (2000). Soberania e Política Econômica na América Latina, São Paulo, Editora UNESP.

CARCANHOLO, M. D.(2010). Inserção externa e Vulnerabilidade da economia brasileira no Governo Lula. In: Os anos Lula: Contribuições para um balanço crítico 2003-2010. Garamond.

CARCANHOLO, M. D. (2005). A vulnerabilidade econômica do Brasil: abertura externa a partir dos anos 90. Aparecida, São Paulo: Idéias & Letras.

CARCANHOLO, M.D.(2002). Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre o crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese de doutorado, IE, UFRJ.

CARCANHOLO, M.D. e PAINCERA, J. P. (2004). Ortodoxia Neo- Companheira: Vulnerabilidade externa. Política econômica e determinação dos fluxos de capitais. 2004. 25f. Congresso IX Encontro Nacional de Economia Política. Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.

CARVALHO, F. J. C.(1997). Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas. Texto para Discussão IE-UFRJ, nº. 395. Rio de Janeiro: UFRJ. IE, jul.

CARUSO, P.; AMADO, A. M. (2007). Liberalização, Vulnerabilidade Financeira e Instabilidade: algumas considerações sobre a economia brasileira. SEP, sessões ordinárias.

CHESNAIS, F.(1998) A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998, p. 249-293.

_____. (1999). A mundialização do capital (org.). São Paulo: Ed. Xamã, 1999.

_____. (2005). O Capital Portador de Juros. In Chesnais, F A Finança Mundializada Acumulação, Internacionalização, Efeitos Econômicos e Políticos. São Paulo, Boitempo Editorial, 2005, pp 35-67.

CINTRA, M. A. M. (1998). A Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro nos Estados Unidos: 1982-94, em: Cintra, M. A. M. e Freitas, M.C.P.de. Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado, FAPESP/FUNDAP. São Paulo.

CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. de (Org.). Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado. São Paulo: Fapesp/Fundap, 1998.

COLISTETE, R.(1991). O desenvolvimento e seus críticos: as idéias da Cepal e de Caio Prado Jr. sobre a internacionalização econômica do Brasil nos anos 50, tese de doutorado, IE, Unicamp.

CROTTY, J. (2002). The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. WORKINGPAPER SERIES 44 University of Massachusetts, Amherst October 11.

CONTI, B.M. (2011). Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese de Doutorado – IE/Unicamp. Campinas, SP.

CONTI, B.M. (2007). Regimes Cambiais em Países Emergentes: a experiência Brasileira Recente (1994-2006). Dissertação de Mestrado – IE/Unicamp. Campinas, SP.

DA ROCHA, M. (2009). *Desenvolvimento nacional, Estrutura e Superestrutura na obra de Caio Prado Jr.* Rio de Janeiro, Revista Oikos Vol. 8, No 2.

DOS SANTOS, T. (2000) A Teoria da Dependência: balanço e perspectivas, Rio de Janeiro, Ed. Civilização Brasileira.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. (2007). Neoliberalismo – Neo-imperialismo. Economia e Sociedade, Campinas, v. 16, n. 1 (29), p. 1-19, abr.

DUMENIL, G. e LEVY, D. (2005). Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis", in G. Epstein, Financialization and the World Economy, Edward Elgar: Aldershot, England.

EICHENGREEN, B. (2000). A Globalização do capital: uma historia do sistema monetário internacional. Editora 34, São Paulo, 2000.

EICHENGREEN, B. (1996). Globalizing Capital: a history of the international monetary system. Princeton: Princeton University Press (edição brasileira da Editora 34, São Paulo, 2000).

EICHENGREEN, B. MUSSA, M. (1998). Capital account liberalization. Theoretical and practical aspects, Occasional Paper 172, Washington: International Monetary Fund, 1998.

FARHI, M. (1999). Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*(13), 93-114.

FARHI, M. (2010) Os impactos dos derivativos no Brasil, Em MARCOLINO, L.C. CARNEIRO, R. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*, São Paulo: Atitude.

FERREIRA, C. K. L. (1995). O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil : crédito de

longo prazo e mercado de capitais. Campinas, 1995. Tese (Doutorado)- IE/UNICAMP

FERREIRA, C. K. L. & FREITAS, M. C. P. (1990). O Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80 (Estudos de Economia do Setor Público, 1). SÃO PAULO;FUNDAP/IESP.

FILGUEIRAS, L; GONÇALVES, R. (2007). A Economia Política do Governo Lula. Rio de Janeiro: Contraponto.

FILGUEIRAS, L; PINHEIROS, B. (2008). Empresas Estrangeiras e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. Artigo submetido às Sessões Ordinárias da SEP, Maio.

FMI. Fundo Monetário Internacional. (2008) Global Financial Stability Report. World Economic and Financial Surveys. Washington, DC. Acesso em: 10/04/2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm>

FOSTER, J. (2007). The financialization of capitalism. Monthly Review, vol. 58, n-º 11, 2007, pp. 1-14;

FRANCO, G. e NETO, D.M.P. (2004). A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias, dezembro de 2003. Disponível em :www.econ.puc-rio.br/gfranco/BMF_desregulamentação_cambial.htm . acesso 21/05/2009.

FRANCO, G. (2000). Pequena história do câmbio no Brasil. In [site de] Gustavo H.B.Franco, 2000b. Publicado originalmente em O Estado de São Paulo e Jornal do Brasil, 23 abr. 2000. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a60.htm>. Acesso em: 13 jan. 2010.

FRANCO, G. (2000). Controles cambiais 2: por dentro do BC. 2000c. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/t10%20.htm>. Acesso em: 16 jan. 2010.

FREITAS, M. C. P. de (Org.). (1999). Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 1990. São Paulo: Fundap/Fapesp / Brasília: Ipea.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. (2001). A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. Economia e sociedade, Campinas, n. 17, dez. 2001.

FREITAS, M.C. e PRATES, D.M. (1998). Abertura Financeira na América Latina: experiências da Argentina, Brasil e México, Economia e Sociedade, Campinas, (11), dezembro: 173-198.

FURTADO. C. (1998). O capitalismo global. 7ª ed. São Paulo: Paz e Terra.

FURTADO. C. (1975). A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

GIAMBIAGI, F. (2011). Equívocos sobre 1995/2010 (I). Valor, 21/09/2011.

GILL, S. (2005). As Contradições da Supremacia dos EUA. In:El Império Recargado. Clacso 2005

GONÇALVES, R. (2011). Governo Lula e o Nacional-desenvolvimentismo às Avessas. Texto para discussão. IE-UFRJ, 2011. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/texto_nacional_desenvolvimentismo_as_avessas_14_09_11_pdf.pdf

_____. (2009) Vulnerabilidade externa e crise econômica no Brasil. Texto para discussão. IE-UFRJ, 2009. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/vulnerabilidade_externa_e_crise_economica_no_brasil_marco_2009.pdf

_____. (2002) Vagão Descarrilhado: o Brasil e o futuro da economia global, Rio de Janeiro, Ed. Record.

_____. (1999) Globalização e desnacionalização. São Paulo: Paz e Terra, 1999.

_____. (1999^a) Crise, Vulnerabilidade e Dívida externa: América Latina e Brasil. Pesquisas, São Paulo, Centro de Estudos Konrad-Ademawer-Stiftung, n. 15, 1999.

_____. (1997) Desestabilização Macroeconômica e Incertezas Críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado, em: Mercadante, A. (Org.) O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate, Campinas, IE-Unicamp.

_____. (1996) Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. In: Baumann, R. (Org.) O Brasil e a Economia Global. Ed. Campus – SOBEET, 5a. edição, Rio de Janeiro.

_____. (1994) Ô abre-alas: a nova inserção do Brasil na economia mundial. Rio de Janeiro, Relume-Dumará.

GUTTMANN, R. (2008) Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. São Paulo: Novos Estudos Cebrap, 82,11 – 33.

GUTTMAN, R. (2002). Money and Credit in régulation theory. In: Régulation Theory: The State of the Art. BOYER, R. e SAILLARD, Y. (Org). Londres, Routledge.

GUTTMAN, R. (1994) How Credit Money Shapes the Economy: The United States in a Global System. M.E. Sharpe, Armonk, New York.

HARVEY, D. (2004) O novo imperialismo: acumulação por espoliação. Socialist Register. 2004, O Novo Desafio Imperial. p. 95-126.

HERMANN, J. (2010) Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010

_____. (2006) Crescimento, restrição externa e fluxos de capital: uma análise da experiência brasileira nos anos 1990-2000, em: SICSÚ, J. e FERRARI FILHO, F, Câmbio e Controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier.

_____. (2005) Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-99. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). Regulação financeira e bancária. p. 210-258. São Paulo: Atlas.

_____. (2005) Reformas, Endividamento Externo e o Milagre Econômico – 1964-1973. In VILLELA, A.; GIAMBIAGI, F.; CASTRO, B.C.; e HERMANN, J. (orgs.) Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004). São Paulo: Campus.

_____. (2003) O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: “restatement” ou auto-crítica? nova Economia_Belo Horizonte_13 (2)_137-172_julho-dezembro.

_____. (2002) Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese de Doutorado - IE, UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

HOLLAND, M. e CANUTO, O. (2004) Ajustamento Externo e Regimes de Taxa de Câmbio na América Latina. Disponível em: <http://ocanuto.sites.uol.com.br/textos>. Acesso em março de 2010.

HUDSON, M. (2005) Global fracture : the new international economic order. Pluto press.

HUDSON, M. (2003) Super Imperialism: The Origin and Fundamentals of US World Dominance, London: Pluto, 2003.

HUDSON, M. (1996) Trade, development and foreign debt. Pluto press, 1996.

KALTENBRUNNER, A. & PAINCEIRA, J.P. (2009) New Forms of External Vulnerability: Brazil in the Global Financial Crisis. Paper presented at the 2009 Conference of the Development Studies Association, 'Current Crisis and New Opportunities', University of Ulster, United Kingdom.

KRAY, A. (1998) In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization. Mimeo.

KREGEL, J. (1996) Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. Economia e Sociedade, Campinas, (7):29-49, dez.

KRUGMAN, P. (1995) The International Role of the Dollar: theory and prospects. In: Krugman (1995) Currency and Crises. Cambridge: MIT Press.

LAAN, C. R. V. D. (2006) Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990- 2005). Dissertação de Mestrado - Curso de Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas, Ufrgs, Porto Alegre, 2006.

LAAN, C. R. V. D. (2007) Liberalização da conta de capitais no Brasil recente (1990- 2005) Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 14, N. 28, P. 425-458, dez.

LACERDA, A. (2004) C. Globalização e investimento estrangeiro no Brasil. São Paulo: Saraiva.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI G. M. (2003) International financial integration. IMF Staff Papers, vol.50, edição especial, p. 82-113, 2003.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI G. M. (2006) The external wealth of nations mark II: revised and extended estimatives of foreign assets and liabilities, 1970-2004. IMF Working Paper 06/69, março 2006.

LAPLANE, M. e SARTI, F. (1997) IDE e a Retomada do Crescimento Sustentado nos anos 90, Economia e Sociedade, Campinas, (8): 143-181, junho.

LAPLANE, M., SARTI, F., HIRATUKA, C. e SABBATINI, R. (2000) Internacionalização e Vulnerabilidade Externa, em: Lacerda, A. C. (Org.) Desnacionalização: mitos, riscos e desafios, São Paulo, Ed. Contexto.

LAZONICK, W. O'SULLIVAN, M. (2000) Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. Economy and Society Volume 29 Number 1 February 2000: 13-35

LENIN, V.I. (1975). Imperialismo, fase superior do capitalismo. Lisboa: Avante.

- LENIN, V.I. El imperialismo, fase superior del capitalismo, Buenos Aires, Quadrata, 2006.
- MAGALHÃES, J.C.R. (2000). Liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos. Dissertação de Mestrado - Curso de Economia, Departamento de Escola De Pós-graduação Em Economia (EPGE), Fundação Getúlio Vargas, Rio De Janeiro.
- MANDEL, Ernest. (1985). O capitalismo tardio. São Paulo, Nova Cultural, 1985.
- MARÇAL, L. H. (2000). A renegociação da dívida externa brasileira nos moldes do Plano Brady. Dissertação de Mestrado, Campinas, IE/Unicamp.
- MARINHO, H.J.M. (2002). Ajuste do balanço de pagamentos e o controle cambial: a experiência brasileira de 1980 a 2000. Fortaleza: Fundação Educacional Edson Queiroz: Universidade de Fortaleza, 2002. Dissertação (Mestrado em Negócios Internacionais) – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de Fortaleza, 2002.
- MARINI, R. M. (2000) Dialética da Dependência: uma antologia da obra de Ruy Mauro Marini, Sader, E. (Org.), Petrópolis, Ed. Vozes.
- MIRANDA, J. M. (2001). Abertura Comercial, Reestruturação Industrial e Exportações Brasileiras na Década de 1990. IPEA, Texto para discussão N° 829. Brasília, outubro de 2001.
- MOTTA, A.P.G. (2003). A evolução histórica do controle cambial no Brasil na década de 90 e os impactos sobre o Plano Real. 2003. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas. PUC de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- OLIVEIRA, F. e MAZZUCHELLI, F. (1977). Padrões de Acumulação, Oligopólio e Estado no Brasil. In: Martins, Carlos Estevam (1977) Estado e Capitalismo no Brasil, São Paulo, Hucitec-Cebrap.
- ORLÉAN, A. (1999) Le pouvoir de la finance. Paris: Editions Odile Jacob.
- PALLEY, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. Working Paper No. 525. The Levy Economics Institute.
- PANITCH, L e GINDIN, S. (2005). As Finanças e o Império Estadunidense. In: O Império Reloaded. Clacso 2005.
- PANITCH, L e GINDIN, S. (2004). Capitalismo Global e Império Norte Americano. Clacso.
- PANITCH, L e LEYS, C. (2005). O Império Reloaded (ORG.). Clacso, 2005
- PIRES DE SOUZA, F. E. (1993). O novo Regime cambial brasileiro e suas conseqüências para a política econômica. Texto para Discussão nº18, IPEA, Rio de Janeiro.
- PRADO Jr, C. (1942). Formação do Brasil Contemporâneo: Colônia. São Paulo, PubliFolha, 2000. (col. Grandes Nomes do Pensamento Brasileiro).
- _____. (1945). *História econômica do Brasil*. São Paulo, Brasiliense, 1969
- _____. (1954). *Diretrizes para uma política econômica brasileira*. São Paulo, gráfica Urupês.

- _____. (1955). *Nacionalismo Brasileiro e capitais estrangeiros*. Revista Brasiliense, 2: 81-93, Nov-dez.
- _____. (1956). *A Nova Teoria Econômica Ortodoxa e a Crise do Capitalismo*. Revista Brasiliense, 7:38-57; Set-Out.
- _____. (1957). *Livre iniciativa e iniciativa estatal*. Revista Brasiliense, 9: 1-19, Jan-Fev.
- _____. (1957b). *Capitais Estrangeiros*. Revista Brasiliense, 11: 14-24, Mai-Jun.
- _____. (1958). *Capitais estrangeiros e capitais nacionais*. Revista Brasiliense, 18: 33-42, Jul-Ago.
- _____. (1959). *Os empreendimentos estrangeiros e o desenvolvimento nacional*. Revista Brasiliense, 23: 1-10, , Mai-Jun.
- _____. (1959b). *Nacionalismo e desenvolvimento*. Revista Brasiliense, 24: 9-15, Jul-Ago.
- _____. (1960). *Esboço dos fundamentos da teoria econômica*. São Paulo, Brasiliense.
- _____. (1961). *A Instrução 204 e a política econômica brasileira*. Revista Brasiliense, 35: 1-12, Mai-Jun.
- _____. (1961b). *Panorama da política brasileira*. Revista Brasiliense, 38: 1-15, Nov-Dez.
- _____. (1962). *A Remessa de Lucros e a Libertação Econômica do Brasil*. Revista Brasiliense, 39: 1-9, Jan-Fev
- _____. (1962a). *Balanco da operações financeiras no Brasil*. Revista Brasiliense, 40: 11, Mar-Abr.
- _____. (1962b). *O Projeto de Lei de Remessa de Lucros*. Revista Brasiliense, 41: 1-11; Mai-Jun.
- _____. (1966). *A Revolução Brasileira*. São Paulo, Brasiliense, 2004.
- _____. (1968). *História e desenvolvimento: a contribuição da historiografia para a teoria e prática do desenvolvimento brasileiro*. São Paulo, Brasiliense, 1999.
- PRATES, D.M. (2007). *A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes*. Campinas: IE/Unicamp, Texto para discussão nº133, 2007.
- _____. (2006). *A inserção externa da economia brasileira no governo Lula*. In: Ricardo Carneiro (org.) *A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*. , p. 133-171. São Paulo: Ed. Unesp 2006.
- _____. (2005). *As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional*. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, vol. 9, nº 2, pág. 263-288, 2005.
- _____. (2005a). *A sustentabilidade da melhoria das contas externas*. Política Econômica em Foco, Campinas, v.5, p.57-77, 2005.

_____. (2002). Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa. Instituto de Economia, Unicamp - Tese de doutorado.

_____. (1999). Investimentos de Portfólio no Mercado Financeiro Doméstico. In: Freitas, M.C.P. (Org.) Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90. FUNDAP-FAPESPIPEA, Brasília, 1999.

_____. (1999b). A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. Revista de Economia Política, v. 19, n.1, jan-mar.

_____. (1997). Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação de Mestrado, IE/Unicamp.

PRATES, D. M.; FARHI, M. (2004). Economias emergentes e ciclos de liquidez. IV Colóquio de Economia da América Latina, FGV, São Paulo.

PLIHON, D. (2005). As grandes empresas fragilizadas pela finança In: CHESNAIS, F. A Finança Mundializada Acumulação, Internacionalização, Efeitos Econômicos e Políticos. São Paulo, Boitempo Editorial, 2005, pp 133-151.

ROSSI, P.L. (2011). Taxa de câmbio no Brasil: Dinâmicas da arbitragem e da especulação. Observatório da Economia Global. Campinas, SP. Textos Avulsos – no 7 – Setembro, 2011

RUDE, C. (2005). O Papel da disciplina financeira na estratégia imperial. In: O Império Reloaded, Clacso.

SAMPAIO JR., P. de A. (1999). *Entre a nação e a barbárie: os dilemas do capitalismo dependente*. Petrópolis, Vozes.

SAMPAIO JR., P. de A. (1999b). *O impasse da “formação nacional”*. In: FIORI, J. L. (Org.). Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Vozes. 415-447.

SAMPAIO JR, P. A. (1988). Padrão de reciclagem da dívida externa e política econômica do Brasil em 1983 e 1984. Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas.

SICSÚ, J. (2006). A liberalização financeira brasileira no período 1988-2002. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Org.). Câmbio e controles de capitais. Rio de Janeiro: Campus.

SICSÚ, J. (2006a). Concepções e riscos do fim da cobertura cambial. Valor Economico, 10/02/2006.

SICSÚ, J. (2005). Mais um passo liberalizante: comentários sobre as novas normas cambiais. IE-UFRJ. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/novas_normas_cambiais.pdf . Versão de 11/03/2005.

SINGH, A. (2002). Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development. Cambridge: ESRC Centre for Business Research, 2002. (Working Paper n.245). Disponível em: <http://www.cbr.cam.ac.uk/publications/index.html>. Acesso em: 15 dez. 2009.

SOCIALIST REGISTER 2005. En publicacion. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Ciudad Autonoma de Buenos Aires, Argentina: Canada. 2005. Acesso ao texto completo: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/social/2005/social.html>

SOUZA SANTOS, T.B. (2005). Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: a modernização do sistema financeiro brasileiro. Tese de Doutorado, FFLCH-USP, 2005.

TAVARES, M.C. (1982). *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Editora Zahar, 10 ed. Rio de Janeiro.

TAVARES, M.C. (1997). A Economia Política do Real, em: Mercadante, A. (Org.) O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate, Campinas, IE-Unicamp. 1997.

TAVARES, M.C. (1982). *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Editora Zahar, 10 ed. Rio de Janeiro.

TOUSSAINT, E. (2002). *A Bolsa ou a Vida – A dívida externa do Terceiro Mundo: as finanças contra os povos*. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo.

ZOCKUN, M., H. (1989). *A importância das empresas brasileiras de capital estrangeiro para o desenvolvimento nacional* 2.ed. São Paulo: FIESP/CIESP.

ANEXO I – Quadros, Tabelas e gráficos

Quadro VI : Rubricas do balanço de pagamentos que compõe o IIFC

7944	Rendas (receita)*
7945	Rendas (despesa)*
2418	Bens não financeiros não produzidos - cessão de marcas e patentes (receita)
2419	Bens não financeiros não produzidos - cessão de marcas e patentes (despesa)
7958	Investimento brasileiro direto - IBD (crédito)
7959	Investimento brasileiro direto - IBD (débito)
7966	Investimento estrangeiro direto - IED (crédito)
7967	Investimento estrangeiro direto - IED (débito)
2449	IBC - ações e títulos de renda fixa - total (retorno)
2444	IBC - ações e títulos de renda fixa - total (aplicação)
7985	Investimento estrangeiro em carteira - IEC (crédito)
7986	Investimento estrangeiro em carteira - IEC (débito)
2472	Derivativos - ativos (líquido)
2473	Derivativos - passivos (líquido)
2475	Outros investimentos brasileiros - OIB - total (líquido)
2484	Outros investimentos estrangeiros - OIE total (líquido)

* As Receitas e despesas de rendas são subtraídas dos valores referentes a salários e ordenados

2387 Salário e ordenado (receita)

2388 Salário e ordenado (despesa)

Fonte: BACEN, disponível em <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/>

Tabela II – Indicadores de Liquidez Externa (1994-2010)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Passivo																	
Externo/Reservas	4,77	4,34	4,45	5,89	7,84	10,49	11,73	10,37	9,08	8,25	8,43	9,01	7,08	5,10	3,57	4,53	5,21
Passivo Externo																	
Financeiro/Reservas	3,67	3,47	3,43	4,40	5,35	7,66	8,52	8,03	6,11	5,36	5,35	5,41	4,02	3,87	1,91	2,94	3,20

Fonte: Banco Central, elaboração própria.

Tabela III– Passivo Externo (1995-2010) – US\$ Bilhões

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Jun
Passivo Externo	225	269	296	341	364	387	372	343	407	446	485	608	920	692	1 080	1 503	1647
Investimento estrangeiro direto	49	60	79	107	136	122	122	101	133	161	181	221	310	288	401	675	750
IED Part. no capital	43	52	69	95	125	103	106	84	112	142	163	194	262	223	321	580	645
IED Emp. intercompanhia	6	7	8	18	16	19	16	17	20	19	19	27	47	65	79	95	105
Investimentos em carteira	102	124	135	153	157	163	152	137	166	185	232	304	510	288	562	664	705
Investimentos em ações	17	23	30	31	33	45	37	27	53	77	126	192	364	150	376	438	448
Ações No país	17	22	24	21	23	17	13	8	18	27	50	83	166	71	205	254	272
Ações No exterior	-	1	5	9	10	28	24	19	35	50	75	109	198	78	171	184	176
Títulos de renda fixa	85	101	105	122	123	118	115	110	113	107	107	112	146	138	185	226	257
Títulos de RF no país	6	6	4	1	0	2	2	2	3	3	5	18	47	49	96	123	145
Títulos de RF no exterior	79	95	100	121	123	116	113	108	110	105	102	94	99	89	90	103	112
Derivativos	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	4	5
Outros investimentos	74	85	82	80	70	102	98	105	108	100	71	83	99	114	114	161	187
Ativos de reservas	52	60	52	45	36	33	36	38	49	53	54	86	180	194	239	289	290
Passivo Externo Líquido (1)	173	209	244	296	328	354	336	306	357	393	431	522	740	498	841	1.215	1.311
Passivo Externo Financ. Líquido (2)	131	156	175	201	203	251	230	222	245	251	268	328	478	275	520	635	666

(1) Passivo externo líquido = Estoque de IED + Estoque de IEC + Estoque de OIE - Ativos de Reserva.

(2) Passivo externo financeiro líquido = Empréstimos intercompanhia + Estoque de IEC + Estoque de OIE - Ativos de Reserva.

OBS.1. : Estoques no período 1996/1999 → Estimativa a partir dos fluxos anuais do período.

Período 1996/1999 = Dados do PII de 1995 + fluxos anuais dos períodos

OBS.2. : À exceção dos valores referentes aos empréstimos intercompanhia, disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>

* Valores de junho de 2011 - base: notas para imprensa janeiro 2012

Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração própria

Tabela IV - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: Média dos anos 1981/2010 - contas selecionadas

Balanço de pagamentos						
US\$ milhões						
Discriminação	1981 -1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010
	(média ano)	(média ano)	(média ano)	(média ano)	(média ano)	(média ano)
TRANSAÇÕES CORRENTES	-6.981,10	-1.066,65	-3.233,89	-27.385,91	-202,00	-16.933,14
Balança comercial (FOB)	6.805,59	13.106,62	9.223,70	-4.164,61	23.781,82	31.366,96
Exportação de bens	23.602,35	29.631,65	39.203,93	50.995,59	81.290,44	170.261,80
Importação de bens	-16.796,76	-16.525,04	-29.980,23	-55.160,20	-57.508,62	-138.894,85
Serviços e Rendas	-13.904,03	-14.436,41	-14.737,67	-25.008,87	-26.721,43	-52.036,94
Serviços	-2.374,21	-2.794,77	-5.073,90	-8.715,32	-6.126,75	-17.920,21
Rendas	-11.529,82	-11.641,64	-9.663,77	-16.293,55	-20.594,68	-34.116,73
Transferências unilaterais correntes ^{1/}	117,34	263,14	2.280,08	1.787,57	2.737,61	3.736,85
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	7.798,20	1.562,68	11.678,65	25.223,00	4.636,14	61.139,73
Conta Capital	6,30	2,54	129,22	355,42	385,94	985,41
Conta Financeira	7.791,89	1.560,14	11.549,43	24.867,58	4.250,21	60.154,33
Investimento Direto	1.797,70	960,96	1.515,92	22.505,08	13.921,15	23.138,16
Investimento em Carteira	-158,90	-269,95	18.091,44	12.623,21	80,07	34.379,74
Derivativos (líquido)	29,58	2,32	0,12	-207,26	-339,12	-187,55
Outros Investimentos	6.123,51	866,81	-8.058,05	-10.053,43	-9.411,90	2.823,98
ERROS E OMISSÕES	-291,29	-537,11	184,06	-1.296,08	-700,58	-851,81
RESULTADO DO BALANÇO	525,80	-41,08	8.628,82	-3.458,99	3.733,57	43.354,79

Fonte: Bacen, elaboração própria (média aritmética)

Tabela V – Fluxos Financeiros (1981 a 2010)

Investimento Estrangeiro no Brasil

<i>Discriminação</i>	<i>1981-1990</i>	<i>1991-2000</i>	<i>2001-2010</i>
Investimento estrangeiro direto	16.292,75	131.007,02	255.254,84
Investimento estrangeiro em carteira	-1.986,23	159.326,65	174.229,60
Derivativos – Ativos	159,50	1.844,89	4.481,62
Outros investimentos estrangeiros	34.648,53	-36.022,03	98.916,51
Total Investimentos Estrangeiros	48.955,06	251.431,01	521.286,02

Investimentos Brasileiros no Exterior

<i>Discriminação</i>	<i>1981-1990</i>	<i>1991-2000</i>	<i>2001-2010</i>
Investimento brasileiro direto	-2.499,44	-10.902,05	-69.958,31
Investimento brasileiro em carteira	-158,00	-5.753,40	-1.930,54
Derivativos – Passivos	0,00	-2.880,63	-7.114,93
Outros investimentos brasileiros	303,07	-54.535,37	-131.856,12
Total Investimentos Brasileiros	-2.194,87	-69.345,94	-199.263,35

Fonte: Bacen, elaboração própria

Tabela VI - Serviço do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2010)

	Juros	Amortizações pagas	Serviço da dívida externa	Lucros e dividendos	Serviço do passivo externo
1989	9,6	14,5	24,1	2,4	26,5
1990	9,7	8,6	18,3	1,6	19,9
1991	8,6	7,8	16,4	0,6	17,0
1992	7,3	8,5	15,8	0,5	16,3
1993	8,2	9,9	18	1,8	19,9
1994	6,3	11	17,3	2,5	19,8
1995	8,2	11	19,2	2,6	21,8
1996	9,8	14,4	24,2	2,3	26,5
1997	10,4	28,7	39,1	5,6	46,7
1998	11,9	33,5	45,4	7,1	52,5
1999	15,2	42,4	57,6	4,0	61,6
2000	14,6	25,8	40,4	3,3	43,7
2001	16,3	33,1	49,4	5,0	54,4
2002	14,2	35,7	49,9	5,2	55,1
2003	14,2	38,8	53,0	5,6	58,6
2004	14,2	37,6	51,8	7,3	59,1
2005	14,5	51,6	66,0	12,7	78,7
2006	14,9	42,0	56,9	16,4	73,3
2007	15,3	36,7	52,0	22,4	74,4
2008	15,6	22,1	37,6	33,9	71,5
2009	13,9	29,6	43,6	25,2	68,8
2010	13,5	32,9	46,3	30,4	76,7

Fonte: 1989 a 2000: Boletim do Banco Central em Carcanholo(2005).

De 2001 a 2010: Boletim do Banco Central (vários números)

2001 a 2010: Banco Central do Brasil - Notas para imprensa (vários números)

Tabela VII – Meios de Pagamento Ampliados – Composição do M4 – R\$ bilhões

Data	Papel moeda em poder do público	Depósitos à vista	Depósito de Poupança	Títulos Privados em Poder do Público	Quotas de fundos de renda fixa	Operações compromissadas/Selic	Títulos federais em poder do público/Selic	Títulos estaduais e municipais em poder do público	Depósitos para investimentos	M4
1994	8,7	14,1	45,8	60,6	22,0	0,0	18,2	3,7	0,0	173,0
1995	12,4	16,1	64,3	86,0	46,2	0,0	30,9	5,3	0,0	261,2
1996	15,3	14,5	72,7	86,3	97,2	0,0	45,8	4,5	0,0	336,2
1997	18,1	29,3	98,2	94,2	100,4	0,0	62,0	3,7	0,0	405,9
1998	21,2	29,5	108,4	95,8	121,0	0,0	81,0	2,3	0,0	459,3
1999	26,0	36,8	111,4	100,6	184,4	9,6	80,8	1,5	0,0	551,1
2000	28,6	45,7	111,9	97,5	253,8	19,0	93,6	1,9	0,0	652,1
2001	32,6	51,1	120,0	117,9	285,3	18,1	128,6	2,6	0,0	756,2
2002	42,4	65,5	140,9	148,8	279,6	11,2	117,3	1,9	0,0	807,5
2003	43,1	66,6	144,1	159,1	408,1	17,4	119,4	0,7	0,0	958,5
2004	52,0	75,9	159,6	205,6	474,8	20,3	120,1	0,8	0,4	1.109,5
2005	58,3	86,5	169,3	267,2	559,1	24,9	144,9	1,0	1,2	1.312,4
2006	68,9	105,4	187,9	295,6	684,1	32,1	180,9	0,0	3,7	1.558,6
2007	82,3	149,2	234,7	310,9	793,8	42,5	267,2	0,0	4,3	1.884,8
2008	92,4	131,1	271,2	575,1	772,5	60,1	333,9	0,0	3,3	2.239,6
2009	105,8	144,4	319,6	594,4	930,5	108,4	399,4	0,0	3,2	2.605,7
2010	122,0	159,9	379,6	697,7	1.116,8	70,6	490,8	0,0	3,3	3.040,5
2011	112,7	142,1	408,6	865,1	1.280,4	69,3	493,4	0,0	0,2	3.371,8

Fonte: Banco Central

Tabela VIII - Indicadores de Endividamento Externo - % (1980 a 1999)

Indicadores de Endividamento Externo - %	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
11415 - Serviço da dívida/exportações (%)	70,9	58,2	65,1	56,1	47,7	47,4	38,2	44,5	54,7	72,6	87,4	126,5
11416 - Serviço da dívida/PIB (%)	6	7,1	4,4	4,4	4,4	4,2	3,1	2,7	3,1	4,4	5,3	10,4
11417 - Juros/exportações (%)	37	43,2	34,1	29,6	22,6	20,9	13,3	21,6	25,1	24,3	28,4	33,7
11418 - Dívida total/PIB (%)	27	49,8	26,3	30,5	35,1	32,2	26,3	19,9	20,6	22	26,5	38,4
11419 - Dívida total do setor público/dívida total (%)	55,5	73,6	85,4	84	78,6	77	74,4	67,1	58,9	49,5	49,8	49,8
11420 - Dívida total líquida/PIB (%)	23,5	43,4	22,3	26,6	25,7	21,2	15,3	11,2	11,2	14,1	19,5	29,7
11421 - Reservas (liquidez)/dívida total (%)	10,8	11	8,1	7,6	18,5	23,3	27,1	33,9	34,7	27,2	19,9	16,1
12505 - Reservas (liquidez)/dívida externa de curto prazo (por vencimento residual)	-	-	-	-	-	-	-	123,4	105,1	79,2	63,8	56,6
12507 - Posição internacional de investimentos/PIB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Banco Central - Séries Temporais

Tabela IX- Indicadores de Endividamento Externo - % (2000 a 2010)

Indicadores de Endividamento Externo - %	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
11415 - Serviço da dívida/expoetações (%)	88,6	84,9	82,7	72,5	53,7	55,8	41,3	32,4	19	28,6	23
11416 - Serviço da dívida/PIB (%)	7,6	8,9	9,9	9,6	7,8	7,5	5,2	3,8	2,3	2,8	2,2
11417 - Juros/expoetações (%)	29	28	23,6	19,4	14,8	12,2	10,8	9,5	7,9	9,1	6,7
11418 - Dívida total/PIB (%)	33,6	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	15,9	14,1	12,1	12,6	12,3
11419 - Dívida total do setor público/dívida total (%)	48,5	51,5	59,4	63,1	65,7	59,2	51,7	44,5	42,4	46	40,5
11420 - Dívida total líquida/PIB (%)	26,5	29,4	32,7	27,3	20,4	11,5	6,9	-0,9	-1,7	-3,9	-2,4
11421 - Reservas (liquidez)/dívida total (%)	15,2	17,1	18	22,9	26,3	31,8	49,7	93,3	104,3	121	112
12505 - Reservas (liquidez)/dívida externa de curto prazo (por vencimento residual)	60,4	66,7	64,6	82,9	99,3	133	212	289,9	349,8	455	364
12507 - Posição internacional de investimentos/PIB	-	-48	-46	-49	-45	-36	-34	-40,3	-17	-38	-33

Fonte: Banco Central - Séries Temporais

Acesso em 20/03/2011

Tabela X - Indicadores de Endividamento Externo - Razão (1980 a 2010)

Indicadores de Endividamento Externo - Razão	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
11422 - Dívida total/expoetações	3,2	4,1	3,9	3,9	3,8	3,6	3,3	3,3	3,6	3,6	4,4	4,7
11423 - Dívida total líquida/expoetações	2,8	3,6	3,3	3,4	2,8	2,4	1,9	1,9	2	2,3	3,2	3,6
11424 - Reservas (liquidez)/serviço da dívida	0,5	0,8	0,5	0,5	1,4	1,8	2,3	2,5	2,3	1,4	1	0,6
11425 - Reservas (liquidez)/juros	0,9	1	0,9	1	2,9	4	6,7	5,2	5	4	3,1	2,2
12503 - Dívida externa total/expoetações de bens e serviços - anual - Razão	2,9	3,8	3,5	3,5	3,4	3,3	3	3	3,3	3,2	3,8	4,1

Fonte: Banco Central - Séries Temporais

Indicadores de Endividamento Externo - Razão	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
11422 - Dívida total/expoetações	3,9	3,6	3,5	2,9	2,1	1,4	1,3	1,2	1	1,3	1,3
11423 - Dívida total líquida/expoetações	3,1	2,8	2,7	2,1	1,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3
11424 - Reservas (liquidez)/serviço da dívida	0,7	0,7	0,8	0,9	1	0,8	1,5	3,5	5,5	5,5	6,2
11425 - Reservas (liquidez)/juros	2,1	2,2	2,7	3,5	3,7	3,7	5,8	11,8	13,3	17,2	21,4
12503 - Dívida externa total/expoetações de bens e serviços - anual - Razão	3,4	3,1	3	2,6	1,8	1,3	1,1	1	0,9	1,1	1,1

Fonte: Banco Central - Séries Temporais

Acesso em 20/03/2011

Tabela XI – Títulos da DPMFi detidos por Não Residentes

DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA DETENTORES DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAL - DPMFi			
Não-residentes			
Mês	R\$ Bilhões	% do total	US\$ bilhões*
jan/07	16,9	1,6%	7,9
jun/07	32,9	2,7%	17,1
dez/07	62,7	5,1%	35,4
jun/08	79,2	6,4%	49,8
dez/08	90,7	7,2%	38,8
jun/09	88,1	6,7%	45,2
dez/09	123,4	8,8%	70,9
jun/10	161,0	10,6%	89,4
dez/10	182,4	11,4%	109,5
jan/11	182,0	11,8%	108,8
fev/11	180,7	11,4%	108,8
mar/11	183,3	11,4%	112,6
abr/11	186,6	11,3%	118,7
mai/11	190,7	11,5%	120,8
jun/11	192,1	11,1%	123,1
jul/11	193,1	11,6%	124,2
ago/11	198,9	11,8%	125,4
set/11	194,7	11,3%	105,0

Fonte: Tesouro nacional, relatório mensal da dívida pública, disponível em

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/relatorios_divida_publica.asp

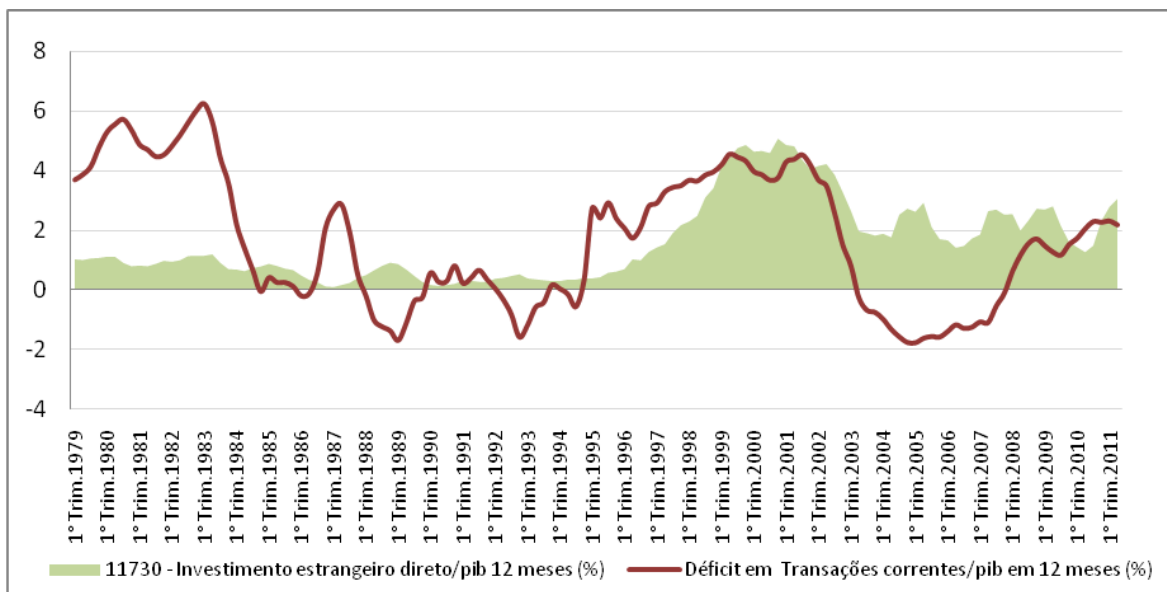
*Valores em dólares, conversão pela ptax compra de fechamento do mês.

Tabela XIII – Passivo Externo de Curto Prazo (1995-2010) – US\$ bilhões

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Investimentos em ações	17	23	30	31	33	45	37	27	53	77	126	192	364	150	376	438
Títulos de Renda Fixa no País	6	6	4	1	0	2	2	2	3	3	5	18	47	49	96	123
Dívida externa registrada Curto prazo	1	2	4	5	5	9	10	8	5	3	3	4	11	8	9	25
Derivativos	0	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	4
Passivo Externo de Curto Prazo (PECP)	23	31	39	37	39	56	49	38	62	83	134	214	424	210	485	589
Reservas Internacionais	52	60	52	45	36	33	36	38	49	53	54	86	180	194	239	289
<i>Passivo Externo CP/Reservas</i>	<i>0,45</i>	<i>0,51</i>	<i>0,74</i>	<i>0,84</i>	<i>1,06</i>	<i>1,69</i>	<i>1,37</i>	<i>1,01</i>	<i>1,25</i>	<i>1,57</i>	<i>2,49</i>	<i>2,49</i>	<i>2,35</i>	<i>1,08</i>	<i>2,03</i>	<i>2,04</i>

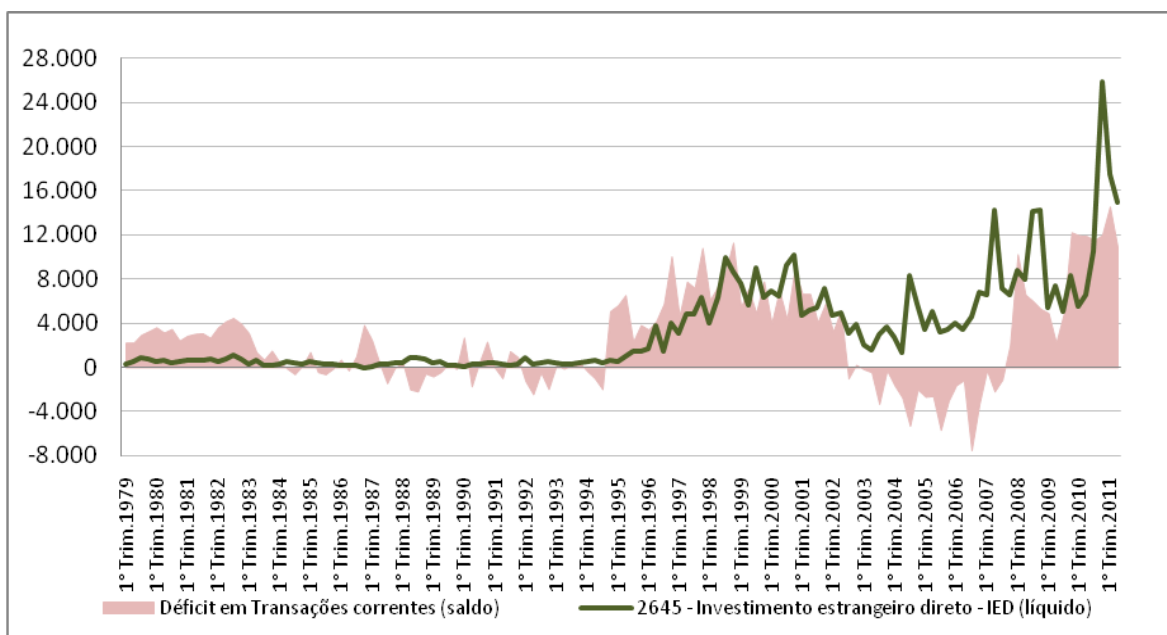
Fonte: Banco Central, elaboração própria.

Gráfico XIII - Investimento Estrangeiro Direto/PIB e Transações correntes/ PIB (1979-2011)



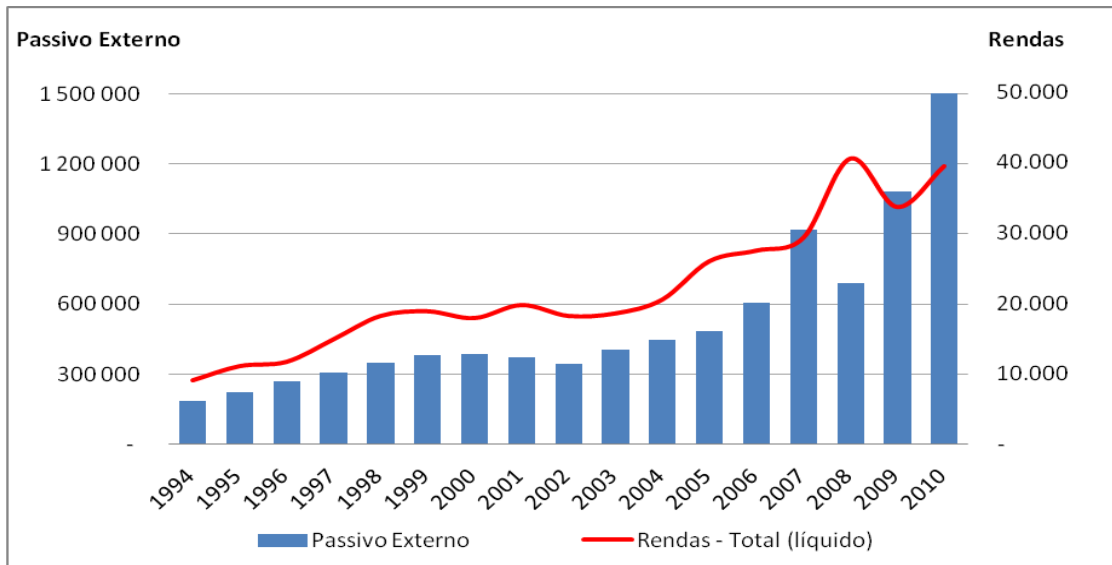
Fonte: Bacen, Elaboração própria

Gráfico XIV - Transações Correntes e IED líquido – 1979 a 2011



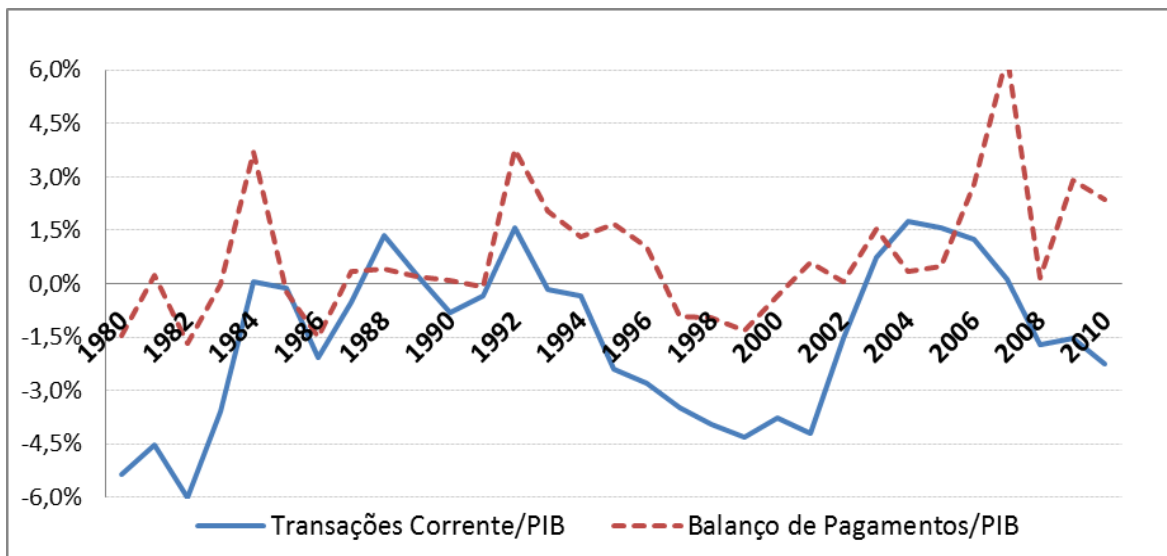
Fonte: Bacen, Elaboração própria

Gráfico XV – Passivo Externo e Fluxo de Rendas (1994-2010)



Fonte: Bacen, Elaboração própria

Gráfico XVI – Balanço de Pagamentos (% do PIB) - (1980 a 2000)



Fonte: BACEN séries temporais

Gráfico XVII – Taxa de câmbio - Dólar americano (venda) u.m.c./US\$ (1994-2011)



Fonte: Bacen

Gráfico XVIII – Índice da taxa de câmbio real (IPCA) - Jun/1994=100 - Dólar americano (1988-2011)



Fonte: Bacen

Anexo II - Principais Medidas de Abertura financeira (2005 a 2010)

Quadro 7 – Liberalização financeira externa do Brasil

Resoluções do Banco Central do Brasil de 2005 a 2010

DATA	Normativo	Ementa
28-jan-05	Resolução 3.260	altera a Resolução 3.203, de 2004 e dispõe sobre a abertura de contas para brasileiros que se encontrem temporariamente no exterior bem como bem como permite a utilização de cartão de crédito para a realização de depósitos nessas contas.
6-mar-05	Resolução 3.265	Promoveu a Unificação dos Mercados de câmbio Livre e Flutuante, simplificando o registro das operações em moedas estrangeiras
1-set-05	Resolução 3.312	Dispôs sobre as operações de proteção (hedge) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras
29-set-05	Resolução 3.318	Dispôs sobre as operações de proteção (hedge) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras
23-fev-06	Resolução 3.349	Dispôs sobre aplicações de investidor residente, domiciliado ou com sede no exterior nos mercados financeiros e de capitais. Fixou em 30/06/06 a data limite para que investimentos estrangeiros no Brasil e na comissão de valores mobiliários (CVM) ao amparo do regulamento anexo III à resolução 1289 de 1987 sejam transferidos para a modalidade prevista na resolução 2689 de 2000. (ver pág.214 boletim 2006)
31-mar-06	Resolução 3.356	Alterou a resolução 3265/05 e deu outras providencias
26-mai-06	Resolução 3.368	dispôs sobre aplicações, no exterior, de disponibilidades em moeda estrangeira de bancos autorizados a operar no mercado de câmbio. Disciplinou as aplicações em moeda estrangeira no exterior, por parte das instituições bancárias autorizadas a opera em câmbio.
29-jun-06	Resolução 3.380	Determina as instituições financeiras adequar-se as regras de basiléia II no que se refere a risco operacional.
29-jun-06	Resolução 3.382	Faculta a bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira comercial ou de investimento, bancos de desenvolvimento e caixas econômicas o acolhimento de empréstimos em reais, de organismo financeiro multilateral autorizado a captar recursos no mercado brasileiro, sendo estes recursos, obrigatoriamente, direcionados para empreendimentos privados produtivos no território nacional.
4-ago-06	Resolução 3.389	estabelece o percentual de 30% como limite para manutenção das receitas de exportação no exterior.
29-ago-06	Resolução 3.399	Dispõe sobre a captação e a realização de depósitos interfinanceiros. Entre outras coisas, autoriza as sociedades corretoras de câmbio a realizar depósitos interfinanceiros.
27-set-06	Resolução 3.412	Altera a Res. 3.265/05: Eliminou a restrição para aplicação no exterior, no mercado de capitais e de derivativos, por parte de pessoas físicas e jurídicas em geral. Revoga as Res. 1968/92, 2356/97 e 2763/00, uma vez que esta norma engloba todas as aplicações brasileiras no exterior, sem os requisitos específicos que aqueles normativos exigiam. Foi Regulamentada pela Circular 3.328/06.

27-out-06	Resolução 3.417	altera resolução 3265. Ampliou para 750 dias o prazo Máximo entre a contratação e a liquidação dos contratos das operações de câmbio.
28-fev-07	Resolução 3.441	Dispõe sobre a análise, pela Comissão de Valores Mobiliários, de pleitos relativos a emissões de valores mobiliários no mercado brasileiro por organismos financeiros multilaterais autorizados a captar recursos no Brasil.
28-fev-07	Resolução 3.443	Altera e consolida as disposições sobre aplicação no exterior das disponibilidades dos bancos autorizados a operar em câmbio.
5-mar-07	Resolução 3.447	Relacionada a resolução 3.349, estabelece os procedimentos operacionais para o registro.
26-abr-07	Resolução 3.452	Revoga a Resolução 3.334. Autoriza transferências do e para o exterior relacionadas às aplicações por parte de fundos de investimento, que deverão obedecer aos limites e demais normas prescritos pela CVM no exercício de suas atribuições, sem prejuízo da competência do Banco Central do Brasil.
30-mai-07	Resolução 3.455	Dispõe sobre o registro declaratório eletrônico, no Banco Central do Brasil, do capital estrangeiro de que trata a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, e define critérios para a aplicação de penalidades por infrações às normas que regulam os registros de capital estrangeiro em moeda nacional.
29-ago-07	Resolução 3.490	Regulamentação prudencial – adoção das recomendações de Basileia II (limites para a exposição total em ouro, moedas estrangeiras ou sujeitas a variação cambial).
29-ago-07	Resolução 3.488	Regulamentação prudencial – adoção das recomendações de Basileia II (limites para a exposição total em ouro, moedas estrangeiras ou sujeitas a variação cambial).
20-dez-07	Resolução 3.525	A medida disciplina a abertura e movimentação de contas em moedas estrangeiras no país por parte de sociedades seguradoras, inclusive de crédito às exportações, resseguradoras locais, resseguradoras admitidas ou corretoras de seguro. A norma refere-se apenas às movimentações de contas destinadas ao recebimento e pagamento de prêmios; indenizações; recuperação de créditos e outros valores previstos em contratos de seguro, resseguro, retrocessão e co-seguro e acolhimentos em depósitos de recursos para a manutenção de saldo mínimo da conta; e rendimentos de aplicação dos saldos existentes. Revoga a res. 2538/88 e 2694/00.
31-jan-08	Resolução 3.533	Regulamentar
29-fev-08	Resolução 3.540	Dispõe sobre a declaração de bens e valores possuídos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país.
12-mar-08	Resolução 3.547	Dispõe sobre contratações simultâneas de câmbio, nas situações que especifica, quando das transferências internas entre aplicações de investidor não residente. Ficaram sujeitas à contratação de operações simultâneas de câmbio as transferências de aplicações, efetuadas, por investidor não residente, com recursos ingressados a partir de 17.3.2008, em renda variável realizada em bolsa de valores ou em bolsa de mercadorias e de futuros, na forma regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), bem como na aquisição de ações em oferta pública registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou na subscrição de ações, para aplicações nos demais ativos disponíveis nos mercados financeiro e de capitais.
12-mar-08	Resolução 3.548	Altera a Resolução 3.389/06 e permite aos exportadores brasileiros manter no exterior 100% dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações.

29-mai-08	Resolução 3.568	<p>Aperfeiçoou, simplificou e consolidou as regras e procedimentos cambiais. Possibilitou que as instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional autorizadas a operar no mercado de câmbio possam contratar, mediante convênio:</p> <p>i) pessoas jurídicas em geral para negociar a realização de transferências unilaterais, na forma definida pelo Banco Central;</p> <p>ii) pessoas jurídicas listadas no Ministério do Turismo, para a realização de operações com moeda estrangeira em espécie, cheques ou cheques de viagem, ou seja, câmbio manual;</p> <p>iii) instituições financeiras e demais instituições, não autorizadas a operar com câmbio, para a realização de transferências unilaterais e compra e venda de moeda estrangeira em espécie, cheques ou cheques de viagem, câmbio manual. As negociações anteriormente citadas foram limitadas a US\$3 mil por operação. Além disso, os bancos autorizados a operar no mercado de câmbio, excetuando-se os bancos de desenvolvimento, foram autorizados a realizar operações de câmbio com bancos do exterior, recebendo e entregando, em contrapartida, reais em espécie. Dispensou a apresentação de documentação nas operações de compra e venda de moeda estrangeira até o equivalente a US\$3 mil, embora tenha sido mantida a necessidade de identificação do cliente. O Banco Central foi autorizado a estabelecer formas simplificadas de registro para operações até o equivalente a US\$3 mil e elevou, em linha com as recentes alterações promovidas pela Instrução Normativa nº 846, de 12 de maio de 2008, da Receita Federal do Brasil, de US\$20 mil para US\$50 mil o limite das operações de câmbio simplificado de importação e exportação celebradas por instituições financeiras não bancárias. Com vigência a partir de 1º.7.2008, quando ficarão revogadas</p>
11-set-08	Resolução 3.608	<p>Dispôs sobre o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), no âmbito do convênio bilateral firmado entre o Banco Central do Brasil e o Banco Central da República Argentina. O SML é um sistema informatizado por meio do qual podem ser feitas transferências de fundos relativas ao recebimento de receitas de exportações brasileiras para a Argentina e ao pagamento de importações brasileiras Argentina, em reais e em pesos argentinos, respectivamente, bem como registradas as correspondentes ordens de pagamento e realizadas as compensações devidas.</p>
9-out-08	Resolução 3.622	<p>regulamentou os empréstimos em moeda estrangeira, limitados a 360 dias, incluídas as renovações, ao custo de <i>Libor</i> acrescido de percentual fixado pelo Banco Central em função das condições de mercado. Foram definidas duas modalidades de garantias: i) títulos soberanos denominados em dólares emitidos pelo Brasil ou países com <i>rating</i> superior a A; ii) Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC), Adiantamentos sobre Cambiais Entregues (ACE); e outros financiamentos externos.</p>
16-out-08	Resolução 3.624	<p>estabeleceu que cabe ao Banco Central a determinação de que os empréstimos sejam direcionados, total ou parcialmente, a operações de comércio exterior.</p>
4-nov-08	Resolução 3.633	<p>Alterou a Resolução nº 3.622, de 9 de outubro de 2008.</p>
26-nov-08	Resolução 3.641	<p>Revogou a Resolução nº 3.547, de 12 de março de 2008, que dispõe sobre contratações simultâneas de câmbio nas situações que especifica.</p>

17-dez-08	Resolução 3.657	Alterou a Resolução nº 3.389, de 4 de agosto de 2006, que dispõe sobre o recebimento do valor das exportações brasileiras, e a Resolução nº 3.568, de 29 de maio de 2008, que dispõe sobre o mercado de câmbio. facultou o recebimento em reais das receitas de exportação, independentemente da moeda constante do respectivo registro de exportação no Siscomex. Anteriormente, a norma só permitia o recebimento em reais de exportações com registro efetuado em reais. Além disso, a norma regulamentou parte da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, permitindo aos bancos que operam no mercado de câmbio dar cumprimento a ordens de pagamento em reais recebidas do exterior, mediante a utilização de recursos em moeda nacional mantidos em contas de depósito em nome de instituições bancárias domiciliadas ou com sede no exterior.
17-dez-08	Resolução 3.661	Alterou a Resolução nº 3.568, de 29 de maio de 2008, que dispõe sobre o mercado de câmbio, e o Regulamento anexo à Resolução nº 3.040, de 28 de novembro de 2002, que dispõe sobre os requisitos e procedimentos para a constituição e a autorização para funcionamento, transferência de controle societário e a reorganização societária, bem como para o cancelamento da autorização para funcionamento das instituições que especifica.
17-dez-08	Resolução 3.672	Estabeleceu critérios e condições especiais para a realização de operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, e deu outras providências.
29-jan-09	Resolução 3.675	Prorrogou o prazo para embarque de mercadorias ou para prestação de serviços com entrega de documentos pactuada em contrato de câmbio de exportação.
29-jan-09	Resolução 3.683	Alterou o artigo 2º da Resolução nº 3.622, de 9 de outubro de 2008.
23-mar-09	Resolução 3.691	Alterou a Resolução nº 3.622, de 16 de outubro de 2008, incluindo, entre as garantias dos empréstimos em moeda estrangeira concedidos pelo Banco Central, 100% de ativos denominados ou referenciados em dólares dos Estados Unidos da América (EUA), com classificação nas categorias de risco AA, A e B, ou de risco equivalente, no mínimo, ao grau A, conferido por pelo menos uma das três maiores agências internacionais de classificação.
16-abr-09	Resolução 3.715	Alterou o art. 2º da Resolução nº 3.622, de 9 de outubro de 2008. autorizou o recebimento, como garantia de operações de empréstimos em moeda estrangeira, de ativos denominados em reais, desde que acompanhados por contrato de derivativo ligado à variação do câmbio, realizado com contraparte de risco de crédito de longo prazo equivalente a no mínimo A, exigindo-se também que o valor combinado das garantias em reais e do contrato derivativo seja igual ou superior ao valor do empréstimo em dólar.
30-abr-09	Resolução 3.719	Dispôs sobre o recebimento da receita de exportação e deu outras providências.
1-jul-09	Resolução 3.756	Alterou as Resoluções nº 394, de 3 de novembro de 1976, que disciplina as atividades dos bancos de desenvolvimento, e nº 2.515, de 29 de junho de 1998, que, entre outras disposições, trata da captação de recursos externos por bancos estaduais.
24-set-09	Resolução 3.786	Dispôs sobre a elaboração e a divulgação de demonstrações contábeis consolidadas com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board (IASB).
28-out-09	Resolução 3.810	Alterou o art. 4º da Resolução nº 3.568, de 29 de maio de 2008, que dispõe sobre o mercado de câmbio.

16-dez-09	Resolução 3.824	Dispôs sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos contratados por instituições financeiras no exterior
28-jan-10	Resolução 3.833	Alterou a Resolução nº 3.312, de 31.8.2005, com vista a instituir a obrigatoriedade de registro das operações de proteção (hedge) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras.
24-mar-10	Resolução 3.844	consolidou as disposições gerais sobre capital estrangeiro no País relacionadas a registro de fluxos de investimentos diretos, créditos externos, royalties, transferências de tecnologia e arrendamentos mercantis externos
24-mar-10	Resolução 3.845,	Dá nova redação ao Regulamento Anexo V à Resolução nº 1.289, de 20.3.1987. Faculta às companhias residentes no País emissoras e/ou ofertantes de DR, manter no exterior o produto da sua alienação.
20-abr-10	Resolução 3.853	Dispôs sobre a elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas intermediárias com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board (IASB), entre outras providências.
27-mai-10	Resolução 3.854	O Conselho Monetário Nacional instituiu, com a publicação da Resolução 3.854, de 27 de maio de 2010, a declaração trimestral, obrigatória para pessoas físicas e jurídicas que tenham ativos no exterior que totalizem valor igual ou superior a US\$100 milhões. A declaração trimestral terá como referência as seguintes datas: 31 de março, 30 de junho e 30 de setembro de cada ano. As pessoas físicas e jurídicas que possuam, no dia 31 de dezembro de cada ano, ativos no exterior de valor igual ou maior que US\$100 mil continuarão a ter que prestar a declaração anual de capitais brasileiros no exterior.
7-out-10	Resolução 3.912	Dispôs sobre contratações simultâneas de câmbio em caso de migrações internas entre aplicações de investidor não residente no País, nas situações que especifica.
20-out-10	Resolução 3.915	Alterou o art. 1º da Resolução nº 3.912, de 7.12.2010. Ficaram sujeitas à contratação de operações simultâneas de câmbio todas as migrações internas de recursos em reais destinados à constituição de margem de garantia, inicial ou adicional, realizadas por investidor não residente no País, exigidas por bolsas de valores e de mercadorias e futuros.
3-jul-11	Resolução 3.954	Autorização para casas lotéricas e agências dos Correios fazerem operações de câmbio manual e transferências de pequenos valores, ambas de, no máximo, US\$ 3 mil. A medida visa a aumentar a possibilidade de se fazer transações cambiais.
3-jul-11	Resolução 3.965	Permite ao Operador de câmbio remeter cheques para o exterior .

**Quadro 8. Liberalização financeira externa do Brasil
Circulares do Banco Central do Brasil de 2005 a 2010**

DATA	Normativo	Ementa
04-mai-05	Circular 3.280	Divulgou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais, contemplando operações em moeda nacional ou estrangeira realizaads entre pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país e pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior. Extingui a Exigibilidade referente ao recolhimento compulsorio e ao encaixe obrigatório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio.
12-set-05	Circular 3.291	Alterou algumas regras do RMCCI. Dentre as modificações relacionadas às operações de câmbio, destacam-se a permissão para a realização do parcelamento de ordem de pagamento, desde que liquidada em ate 90 dias da sua disponibilidade, incluindo as relativas a pagamento (recebimento) antecipado de exportação, e a autorização de movimentação da moeda estrangeira pelo valor liquido nos contratos de câmbio relativos a ingressos e remessas, liquidados no mesmo dia e que tenham o mesmo devedor e o mesmo credor. Dentre as mudanças no câmbio exportação, foi dispensada a vinculação, em casos específicos, de contratos de câmbio ao RE, e eliminada a exigência de autorização prévia em cancelamento de Contrato de Câmbio de Exportação sem mercadoria embarcada ou sem que tenha ocorrido a prestação do serviço, desde que observado o disposto na lei 7738/89.
21-set-05	Circular 3.292	Extingui a exigibilidade referente ao recolhimento compulsório e ao encaixe obrigatório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio.
11-out-05	Circular 3.295	Altera ocapítulo 7 título 2 de RMCCI que Dispõe sobre as operações de proteção (hedge) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras
28-dez-05	Circular 3.305	Dispõe sobre transferências relativas a investimento brasileiro no exterior por parte de fundos da dívida externa.
29-dez-05	Circular 3.307	Eliminou o Limite de posição comprada de Câmbio dos Bancos e caixas Economica, portanto, a exigencia de deposito no Banco Central do Brasil decorrente do excesso dessa posição
02-fev-06	Circular 3.312	Revoga circular 3265/04 - Facultou a realização de operações compromissadas tendo por objeto obrigações emitidas pela International finance Corporation (IFC)
24-ago-06	Circular 3.325	Ampliação do prazo de liquidação dos contratos de câmbio de exportação de 210 para 360 dias.
27-out-06	Circular 3.330	Estabeleceu que, nas operações de câmbio de exportação, o prazo máximo para a liquidação do contrato de câmbio é o último dia útil do 12º mês subsequente ao do embarque da mercadoria ou prestação de serviços. A contratação prévia foi mantida em em 360 dias antes do embarque ou da prestação dos serviços.
05-dez-06	Circular 3.333	altera o limite de exposição em ouro de 30 para 60% e em ativos e passivos referenciados em variação cambial.
05-dez-06	Circular 3.344	Relacionada a resolução 3.349, estabelece os procedimentos operacionais para o registro.
03-mai-07	Circular 3.348	Estabeleceu que as transferências para o e para o Exterior em moeda nacional ou estrangeira, relativas a investimento no exterior, por parte de fundos de investimento, devem obedecer aos limites e demais normas prescritos pela CVM no exercício de suas atribuições.
08-jun-07	Circular 3.350	Regulamentou o registro declaratório eletrônico
08-jun-07	Circular 3.351 a 3353	Revisa a metodologia de calculo limites para a exposição total em ouro, moedas estrangeiras ou sujeitas a variação cambial. Altera as normas e procedimentos relativos à exposição a risco cambial. O limite de exposição cambial dos bancos foi reduzido de 60% para 30% do patrimônio de referência.
08-jun-07	Circular 3.352	altera de 60% para 30% o limite e revoga circular 3.333/2006

12-set-07	Circulares 3.360 a 3.368	Estabelece critérios e formulas para o requerimento de capital relativos a exposição (a exceção da circular 3367, validas a partir de 1/6/2008).
21-fev-08	Circular 3.376	Alterou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI). Regulamentou a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.525, de 20 de dezembro de 2007, que dispôs sobre abertura e movimentação de contas em moedas estrangeiras tituladas por sociedade seguradora, ressegurador local, ressegurador admitido ou corretora de resseguro.
30-mai-08	Circular 3.385	Alterou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) no tocante aos procedimentos relativos ao registro de operações de câmbio interbancárias eletrônicas.
13-out-08	Circular 3.412	O banco comprador de moeda estrangeira passa a ter a liberação de compulsório sobre Depósitos Interfinanceiros de Leasing no montante do equivalente em reais e pelo prazo da operação, tornando essa operação, quando realizada a partir daquela data, neutra em relação à liquidez em moeda nacional.
17-out-08	Circular 3.415,	Dispôs sobre as operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Resolução nº 3.622, de 9 de outubro de 2008.
04-nov-08	Circular 3418	Dispõe sobre as operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Resolução nº 3.622, de 9 de outubro de 2008.
24-dez-08	Circular 3.428	Alterou o regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI).
04-fev-09	Circular 3.434	Regulou as operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Resolução nº 3.672, de 17 de dezembro de 2008.
06-fev-09	Circular 3.436	Alterou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI). Regulamentou a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.675, de 29 de janeiro de 2009, que autorizou a prorrogação do prazo para embarque de mercadorias ou para prestação de serviços com entrega de documentos pactuada em contrato de câmbio de exportação.
25-mar-09	Circular 3.444	A Circular nº 3.444 Alterou a Circular nº 3.418, de 4 de novembro de 2008.
03-abr-09	Circular 3.319	Relacionada a resolução 3.356. Ajustou o RMCCI disposto na resolução 3.356.
18-mai-09	Circular 3.454	Adequou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) aos dispositivos da Resolução nº 3.719, de 30 de abril de 2009, que tratou de consolidar as regras de recebimento das exportações brasileiras em um único normativo e de dispensar às operações em moeda estrangeira e moeda nacional os mesmos procedimentos operacionais.
24-jul-09	Circular 3.461	Medida voltada para o aperfeiçoamento do mercado de câmbio, para a simplificação e para a consolidação de regras e procedimentos cambiais. consolida, em normativo único, as regras para manutenção de registros de operações e serviços financeiros e ampliadas as exigências de identificação de clientes bancários. A norma introduz os conceitos de cliente permanente e de cliente eventual, que devem observar regras distintas para fins da obtenção de dados cadastrais.
24-jul-09	Circular 3.462	aperfeiçoou medidas de prevenção à prática de lavagem de dinheiro nas transferências internacionais e determinou que as próprias ordens de pagamentos contivessem informações mais detalhadas da operação, como nome e documento de identificação das partes envolvidas, endereço e conta bancária, quando for o caso.
27-out-09	Circular 3.472	Estabeleceu condições e procedimentos para a elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board (IASB).

11-nov-09	Circular 3.474	Dispôs sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior realizados com base na Resolução nº 2.770, de 30 de agosto de 2000. Passa a exigir, a partir desta Circular, o registro, em câmara de compensação, de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior, realizados com base na Resolução nº 2.770, de 30 de agosto de 2000, que passaram a ficar à disposição das autoridades fiscalizadoras.
24-mar-10	Circular 3.491	As transferências financeiras do e para o exterior, em moeda nacional ou em moeda estrangeira, relativas aos fluxos de capitais estrangeiros de que trata a Resolução nº 3.844, passam a seguir as regras gerais aplicáveis ao mercado de câmbio brasileiro. Nesse sentido, as transferências devem respeitar os princípios da legalidade, fundamentação econômica e respaldo documental. Essa medida elimina a necessidade de autorizações específicas ou manifestações prévias do Banco Central.
24-mar-10	Circular 3.493	Atualizou o RMCCI, ressaltando-se as seguintes alterações: i) eliminação da exigência de contratos simultâneos de câmbio nos pagamento de prêmios e indenizações vinculadas a resseguro internacional, quando transitados em contas em moeda estrangeira tituladas pelo setor segurador; ii) autoriza às instituições financeiras brasileiras não bancárias e autorizadas a operar com câmbio a manter mais de uma conta em moeda estrangeira em uma mesma praça no Brasil; iii) eliminação da necessidade de ficha cadastral específica para operações de câmbio; iv) Permite aos postos de câmbio de instituição autorizada a operar no mercado de câmbio para executar as mesmas operações permitidas às suas agências, ampliando a oferta de serviços bancários; v) criação de seção específica sobre o uso de ordens de pagamento em reais oriundas do exterior; vi) ampliação do prazo de liquidação dos contratos celebrados pela Secretaria do Tesouro Nacional de 360 para até 750 dias, a contar da data da contratação, equiparando os prazos das operações do Tesouro aos das operações cambiais efetuadas no mercado interbancário.
25-mar-10	Circular 3.492	Estabeleceu condições para o registro dos investimentos estrangeiros nos mercados financeiro e de capitais.
03-dez-10	Circular 3.516	Prorrogou o prazo para a divulgação das demonstrações contábeis consolidadas, elaboradas com base no padrão contábil internacional, referentes à database de 31.12.2010
	Circular 3.519	Alterou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI). Prorrogou, até 30.12.2010, o prazo para o embarque de mercadorias ou para a prestação de serviços, com entrega de documentos pactuada em contrato de câmbio de exportação celebrado até 18.12.2009, mediante consenso entre o banco comprador da moeda estrangeira e o exportador, permanecendo o último dia útil do 12º mês subsequente ao do embarque da mercadoria ou da prestação do serviço como o prazo máximo para a liquidação do referido contrato de câmbio.

Quadro 9. Liberalização financeira externa do Brasil Outros (2005 a 2010)

DATA	Normativo	Ementa
15-fev-06	MP 281	Com essa Lei, os Investidores estrangeiros ficam sujeitos à mesma tributação dos residentes.
27-jun-06	Lei 11.312	Com essa Lei, os Investidores estrangeiros ficam sujeitos à mesma tributação dos residentes.
28-nov-06	Lei nº 11.371	Flexibiliza a exigência de cobertura cambial nas exportações, passando o CMN a deter competência para estabelecer o percentual dos recursos de exportação que deve efetivamente ingressar no País.
15-jan-07	Lei complementar nº126	Abre o mercado de resseguros do Brasil
25-abr-07	Resolução CAMEX nº 12	autorizou o pagamento das exportações brasileiras em reais. Medida funciona como redutora dos custos da operação de câmbio e estimula a integração regional (1º país a Argentina-SML).
22-jun-07	Instrução CVM 456	gera a obrigatoriedade de adoção ao IFRS para as companhias abertas.
28-dez-07	lei 11.638	prevê a convergência do contabilidade brasileira para o padrão internacional. As medidas determinadas pelo CMN já foram regulamentadas paralelamente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para as companhias abertas.
6-out-08	M.P. nº442	estabeleceu critérios e condições especiais para avaliação e aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central como garantia das operações de empréstimo em moeda estrangeira
24-dez-08	Lei 11.887	Cria o Fundo Soberano do Brasil, fundo com o intuito de auxiliar em crises inerentes aos ciclos econômicos.
27-mai-09	Lei nº 11.941	gera a obrigatoriedade de adoção ao IFRS para as companhias abertas.
28-dez-09	Decreto 7.055	Regulamenta o Fundo Soberano do Brasil (FSB), instituído pela Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008.