

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UM ESTUDO SOBRE FLUXOS E CONTROLE DE CAPITAIS

Guilherme de Faria Fernandes

Nº de matrícula 9615439-3

Orientador: Ilan Goldfajn

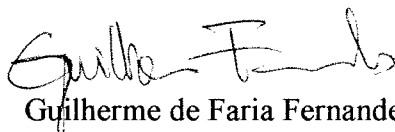
NOVEMBRO DE 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UM ESTUDO SOBRE FLUXOS E CONTROLE DE CAPITAIS



Guilherme de Faria Fernandes

Nº de matrícula 9615439-3

Orientador: Ilan Goldfajn

NOVEMBRO DE 1999

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Dedico este trabalho a pessoa que soube esperar, apoiar e me ajudou a passar por momentos que não esperava encontrar – **Joana Rezende Cunha.**

## ÍNDICE

I – INTRODUÇÃO .....	06
II – OS FLUXOS DE CAPITAL NO BRASIL .....	09
II.1 – HISTÓRICO RECENTE .....	09
III – CHILE : LIÇÕES SOBRE CONTROLE .....	12
IV – A REGULAÇÃO BRASILEIRA NA DÉCADA DE 90 .....	20
V – EFEITOS DO CONTROLE NA ECONOMIA .....	28
V.1 – TEORIA .....	28
V.2 – A EVIDÊNCIA BRASILEIRA ( 1994 – 1999 ) .....	37
VI – CONCLUSÃO .....	43
VII – BIBLIOGRAFIA .....	50

**ÍNDICE DE TABELAS**

<b>TABELA 1 : CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNO – BRASIL.....</b>	<b>46</b>
<b>TABELA 2 : RESERVAS INTERNACIONAIS – BRASIL.....</b>	<b>47</b>
<b>TABELA 3 : VARIAÇÃO PRODUTO INTERNO BRUTO – CHILE.....</b>	<b>48</b>
<b>TABELA 4 : TAXA DE DESOCUPAÇÃO – CHILE.....</b>	<b>48</b>
<b>TABELA 5 : MATURIDADE DA DÍVIDA COM O BIS – DIVERSOS.....</b>	<b>49</b>
<b>TABELA 6 : RESERVAS INTERNACIONAIS – CHILE.....</b>	<b>49</b>

## I – INTRODUÇÃO

A década de 90 foi extremamente elucidativa no que diz respeito ao controle de capitais no Brasil. Seguindo anos de intensa restrição ao crédito internacional, foi uma década de relativa expansão no fluxo de investimento não só para o Brasil, mas para todos os países em desenvolvimento. Parte desta expansão é explicada pelo crescimento dos países já desenvolvidos que passaram a exportar cada vez mais seu capital, adotando os países “emergentes” como principal porto para investimentos de longo e/ou curto prazo. A outra vertente explicativa está na própria estrutura dos países em desenvolvimento, a grande maioria deles, sejam asiáticos ou latino-americanos, promoveu reformas consistentes em suas economias. Isto fez com que todas - ou quase todas - as preocupações existentes na década de 80 ( como por exemplo o medo de moratória da dívida externa ) se afastassem, tornando essas economias extremamente atrativas. Esse futuro promissor era acompanhado em alguns países, como no caso brasileiro, por uma elevada taxa de juros, o que implicava investimentos rentáveis para os estrangeiros que se aproveitavam desse diferencial entre as taxas dos países desenvolvidos e “emergentes”. No entanto, esse tipo de investimento pode ser prejudicial ao país receptor, devido a alta volatilidade do capital investido. Com a mesma rapidez que ele entrou, poderá sair, causando distúrbios no cenário nacional. Torna-se necessário então a regulação, podendo esta ser feita de diversas maneiras como veremos a seguir, desses investimentos/fluxos. É exatamente neste ponto que se

baseia este trabalho, mostrarei como é feita a regulação em nossa economia, analisando se as medidas obtiveram ou não sucesso em seus propósitos.

Após esta pequena introdução na segunda seção do presente trabalho, é apresentado um pequeno histórico do comportamento dos fluxos de capitais para o Brasil, analisando tanto aspectos internos quanto os externos que influenciam a entrada e saída de capitais de nossa economia. Posteriormente analisarei os aspectos macroeconômicos que podem influenciar ou que sofrem alguma mudança de acordo com o comportamento do fluxo de capital.

Apresentado o fluxo para o caso brasileiro, creio que cabe neste trabalho analisar algum outro tipo de controle, diferente daquele utilizado pelo Brasil. O Chile é um dos países que mais evoluiu nestas últimas décadas e introduziu em sua economia um modelo de sucesso e inovador se comparado a outras economias. Atravessando crises, e períodos de recessão, o governo chileno soube esperar e colheu frutos no longo prazo de uma administração que apostou no futuro, não se preocupando tanto com resultados imediatos. Sem dúvida que o setor externo teve forte influência sobre essa recuperação chilena, logo torna-se importante analisar o controle e comportamento dos fluxos de capital para tal economia.

Na quarta seção é feita uma análise descritiva das medidas tomadas pelo governo no que diz respeito a regulação dos fluxos para o Brasil. Mudanças nas tarifas de impostos como IOF e imposto de renda, variações no tempo mínimo de permanência do capital, entre outras ações determinadas pelo Banco Central ou mesmo pelo governo, são apresentadas e analisadas de acordo com a conjuntura nacional e internacional.

O quinto capítulo estuda, primeiramente na teoria, os efeitos do controle dos fluxos de capital, sobre a economia. Através da análise de um modelo similar ao apresentado em : Cardoso E., Goldfajn I. – “ Capital flows to Brazil – the endogeneity



of capital controls”, tentarei mostrar a relação de importantes variáveis macroeconômicas no comportamento dos fluxos. Reservas, taxa de câmbio e taxa de juros serão objetos de análise em duas vias, isto é, como elas influem no controle ( somente elas justificam o controle? ) e uma vez feito o controle, com as medidas já tomadas, como saber o comportamento das mesmas. Subsequente a esta teoria, apresentarei dados para o caso brasileiro. Utilizando informações de uma época mais recente ( pós Plano Real ) pretendo fazer uma análise econométrica confrontando-a com a teoria previamente apresentada. Creio que com as várias medidas já tomadas no Brasil seja possível realizar um consistente estudo sobre o controle do fluxo de capital, sempre atento também ao comportamento da conjuntura exterior que se encontra diretamente presente em diferentes passagens no tratamento dispensado à regulação.

Na última seção, concluirei o trabalho fazendo uma avaliação do que foi previamente apresentado, discutindo a validade do modelo e os estudos para os casos de Brasil e Chile.

## **II – OS FLUXOS DE CAPITAL NO BRASIL**

### **II.1 – HISTÓRICO RECENTE**

Quando se fala em controle de capitais logo pensa-se em taxaço, impostos, restrições e outras penalidades que podem dificultar a mobilidade de capitais. É fato que em certas circunstâncias são necessárias imposições afim de se manter as contas nacionais em ordem. No Brasil sempre houve a preocupação com o fluxo de capitais e sua respectiva regulação; podemos distinguir períodos diferentes no comportamento dos fluxos para o país.

Na década de 80 a economia brasileira atravessou diversos problemas de ordem interna que acabaram refletindo no lado externo. Restrições ao crédito internacional e à própria disponibilidade de cooperação dos demais países com os quais o país costumava se relacionar, são decorrentes de um cenário ruim da economia nacional. O desempenho econômico, a política interna e a dívida pública crescente são alguns dos fatores que alternam o humor do investidor internacional na hora de investir ou não na referente economia. O investidor demanda um mínimo de segurança para aportar seu capital em uma economia externa; olha-se desde os fundamentos básicos da economia ( PIB, dívida, déficits ), como aspectos políticos e sociais; sem a confiança de que seu capital terá um retorno, sem saber se ele será devolvido ( caso de moratória ) na data prevista nenhum investidor se arriscará a investir. Foi com esse cenário de falta de confiança que

o país atravessou os anos 80 sofrendo com a enorme saída de capitais, sem perspectiva de melhora das variáveis econômicas tornando praticamente inviável atrair investimentos para o mercado brasileiro.

Nos anos 90 o cenário mudou. Houve uma reversão dos fluxos de capitais e as entradas passaram a superar as saídas. As elevadas taxas de juros brasileiras podem ser consideradas como um dos principais fatores que influenciaram nessa reversão do fluxo para o Brasil. Juntamente com o aumento das reservas desde o início da década de 90, a eficácia do Plano Real, implementado em 1994, que acabou com um dos principais problemas da economia brasileira ( as elevadas taxas de inflação ), as reformas estruturais e a liberalização comercial foram fundamentais para que o fluxo se torna-se positivo. Com uma maior estabilidade econômica o investidor internacional sentiu-se mais seguro para investir no país, tendo sido afastado o medo de moratória da dívida, ainda existente no final da década de 80. Não só devido a maior consistência do cenário nacional, mas também, devido aos elevados diferenciais das taxas de juros o país foi capaz de atrair novamente os investidores. No entanto a grande maioria das aplicações que tornaram o saldo do fluxo positivo eram, inicialmente, de curto prazo – sempre à procura dos maiores retornos oferecidos pelo mercado brasileiro. É de se esperar então que a legislação sobre o fluxo de capitais incidisse exatamente sobre esses capitais de curto prazo, usados quase que exclusivamente para arbitragem ( são os chamados capitais especulativos ou “hot money” ). Não é de interesse de nenhum país que suas reservas sejam compostas por este tipo de capital; é muito mais atrativo ter capitais de longo prazo, que representem uma real confiança no futuro da economia, refletidos em investimentos que agregarão ao processo de desenvolvimento do país.

Com o propósito de retirar esse capital especulativo e aumentar a entrada de investimentos diretos, o governo seguiu adotando medidas ( que serão especificadas

mais adiante ) para tornar tal cenário uma realidade para a economia nacional. O país conseguiu manter ao longo dos últimos anos sua intenção de atrair investimentos mais consistentes e capazes de agregar a economia brasileira e parece no final dos anos 90 ter alcançado um relativo sucesso este aspecto ( vide tabela 1 ).

### III – CHILE : LIÇÕES SOBRE O CONTROLE

Relembrando um passado recente nos deparamos com a crise asiática do final do ano de 1997 e as implicações que ela teve para as diversas economias emergentes; não só as asiáticas mas também para as que se encontram na América Latina. Um dos grandes vilões desta crise foi sem dúvida o fluxo de capitais que saiu em grande quantidade e rapidez dos tigres asiáticos, considerados até então modelos de sucesso para várias outras economias. Esse capital era em grande parte, hot money, isto é, capital de curto prazo que pode prejudicar a economia uma vez que ele apresenta alta volatilidade e pode desestruturar o ambiente econômico, dado que sua retirada se dá de maneira rápida e volumosa. Uma das maneiras para se evitar este problema é através da redução deste capital na economia, mas como fazê-lo? O Chile foi um dos países que soube reduzir sua posição em relação a esse tipo de capital, tornando-se menos vulnerável a ataques especulativos como os ocorridos no continente asiático. Apesar disto o Chile também sofreu com a crise e não teve um crescimento tão elevado como se esperava. A economia não cresceu mais do que 4%, valor considerado baixo se comparado com o crescimento de anos anteriores como pode-se perceber através da tabela 3, um dos principais responsáveis por essa redução foi a redução no volume de exportações chilenas. Boa parte destas era destinada a economia asiática, que com a crise sofreu forte desaquecimento demandando cada vez menos produtos chilenos. Além disso o preço do cobre, “carro-chefe” das exportações chilenas caiu bastante no

mercado internacional de commodities, agravando ainda mais a perda de receita do produtor.

Ao reduzir a posição perante os capitais de curto prazo torna-se conveniente aumentar a exposição aos capitais de longo prazo, e foi exatamente isto o que o governo chileno tentou, e de certa forma conseguiu fazer. A regulamentação dos fluxos feita pelo Chile é considerada por muitos como um modelo a ser seguido por outros que tentem realizar reformas orientadas para o mercado e que busquem sucesso no que diz respeito ao controle da entrada e saída de capitais em sua economia.

Como mencionado na introdução a economia chilena foi uma das que mais prosperou nesta última década na América Latina. Entre 1987 e 1997 o PIB chileno cresceu em média 7,5%, atingindo 9,6% no último trimestre de 1997. Como quase todos os países latino-americanos o Chile sofreu com a chamada crise da dívida que atingiu o continente em 1982 restringindo quase todos os tipos de financiamentos para as economias emergentes por alguns anos, até que a confiança dos credores fosse reconquistada. Após 1984 o Chile passou por um período de prosperidade graças a utilização da capacidade ociosa no país, e ao aumento do nível de emprego. Analisando a tabela 4 , prova-se esta afirmativa, já que a taxa de desocupação da economia apresentou tendência de queda no final dos anos 80 e início dos anos 90. Com o esgotamento desta capacidade passou-se a basear o crescimento no forte nível de investimentos feito pelo governo e na produtividade dos setores que era crescente e contribuía para que cada vez mais o país se tornasse um dos mais competentes na América Latina.

A inflação chilena que atingia valores exorbitantes na década de 80 foi devidamente controlada com medidas duras porém eficazes. A política monetária foi o principal instrumento utilizado para baixar a inflação; com taxas de juros elevadas e um

Banco Central independente qualquer pressão inflacionária era rapidamente reprimida. É claro que sem um cenário fiscal adequado dificilmente a inflação seria controlada, mas o Chile também foi eficaz neste ponto e soube sanear suas finanças após a crise da dívida, e vem obtendo um superávit orçamentário desde 1987.

A depreciação da moeda chilena juntamente com a liberalização comercial ocorrida no final da década de 70 e início dos 80, foi uma das forças responsáveis por esse crescimento da economia chilena. Através do aumento contínuo das exportações o Chile cresceu e se tornou fortemente dependente do setor externo. Com o aumento dos influxos de capital para o Chile, devido principalmente às elevadas taxas de juros domésticas, o país passou a ter dificuldades em manter esta vantagem competitiva no que diz respeito a exportação. A pressão para a apreciação do câmbio é uma das conseqüências que têm-se que incorrer ao aumentarem as entradas dos fluxos de capitais; no caso chileno este problema criou um dilema para os *policy makers*. Havia a necessidade de se controlar pressões sob a inflação, utilizando taxas de juros elevadas, mas isto aumentava o interesse dos investidores internacionais em trazer capital para a economia chilena, o que por sua vez aumentava a pressão para se apreciar o câmbio e por conseqüência diminuir o nível de exportações e o crescimento da economia como um todo. A política monetária restritiva não poderia ser abandonada; o governo resolveu então mantê-la e introduziu um rígido controle de capitais para que seu fluxo não influísse de forma significativa na taxa de câmbio.

Duas eram as formas de controle : através de um tempo mínimo de permanência para capitais que vinham como forma de investimento direto ( *foreign direct investment* – FDI ) e principalmente pela introdução do requerimento de reservas não-remuneradas ( *unremunerated reserve requirement* - URR ) nos empréstimos externos. Esta última medida visava, em síntese, desestimular o investidor externo a trazer seu capital de

curto prazo sem afetar aqueles que desejassem investir a longo prazo na economia chilena. No caso, o URR diminuiria de acordo com o aumento da maturidade do investimento.

O URR que foi introduzido em junho de 1991, juntamente com outras medidas, tinha uma taxa de reserva de 20% e se aplicava a todo crédito externo novo que fosse feito no Chile; na prática o que ocorria era que a cada US\$ 1 que se tomava emprestado no exterior US\$0,2 deveriam ficar depositados no Banco Central. Em 1992 o URR sofreu um aumento em sua alíquota e passou a ser de 30%, além de ser extensivo para outros tipos de empréstimos independente do tempo de maturidade dos mesmos. Até os investimentos em portfólio, os de renda fixa e os ADRs ( American Depositary Receipts ) a ficaram sujeitos ao URR. Somente os investimentos diretos ( FDI ) e as emissões primárias de ADRs não estão listadas na categoria dos que sofrem com o URR.

Além deste tipo de controle, como mencionado anteriormente existe o tempo mínimo de permanência para certo tipo de capital. Os FDIs e alguns tipos de investimento em portfólio estão sujeitos a um ano no mínimo até que se possa repatriá-lo. Este prazo já foi de 3 anos no início da década de 90 e passou em 1992 para o que é até hoje. Três anos era considerado um tempo muito grande para se ter o capital retido, fato que reduziria em demasia o investimento para o Chile, daí a diminuição no prazo mínimo estabelecido.

O URR pode ser comparado a uma taxa à entrada de capitais, logo definir uma taxa - equivalente a esta medida torna-se necessário para que possa se comparar este meio de controle com outros mais usuais. Valdes-Prieto e Soto ( 1996 ) calcularam esta taxa e chegaram a conclusão que para um empréstimo de 180 dias a taxa anual seria algo entre 1,29% e 4,53%. Segundo esses autores esta taxa implica que há de fato um



desincentivo para o investidor aplicar seu capital a curto prazo, mas não há efeito significativo no volume total de capital que entra no país.

Os dois principais motivos para a implementação do URR são indiscutivelmente a possibilidade de se ter uma margem maior de manobra das taxas de juros domésticas sem gerar uma apreciação cambial e a mudança na estrutura dos fluxos e da dívida, transformando-os cada vez mais em variáveis de longo prazo.

Analisando o primeiro motivo – o comportamento dos juros domésticos - e logo observando o diferencial das taxas nacionais e internacionais percebe-se que o URR tem dois efeitos sobre este diferencial. O primeiro seria o fato de que o valor para o qual as taxas naturalmente convergiriam aumenta, e segundo que essa convergência passa a acontecer numa velocidade mais reduzida. Se por acaso não existisse o URR seria óbvio que, dada a mobilidade de capitais e desconsiderando o risco do país, o valor do diferencial tenderia a zero. No caso chileno, com a implementação do URR o diferencial tem crescido substancialmente entre 1991 e 1997, provando que o URR tornou-se uma ferramenta extremamente relevante.

No que diz respeito a composição dos fluxos, a imposição do URR teve também substanciais efeitos na economia, e particularmente na dívida chilena. Utilizando dados comparativos do BIS ( Bank for International Settlements ) percebe-se que entre os países emergentes o Chile é um dos que tem menos dívida de curto prazo ( vide tabela 5 ). Este reduzido percentual pode ser atribuído em parte a introdução do URR, claro que não só através deste se conseguiu tais mudanças, mas sem dúvida foi este um dos principais instrumentos para esta significativa melhora.

Na teoria, deve-se esperar que a imposição de uma barreira ao fluxo de capitais tenha efeitos sobre a taxa de câmbio, já que os fluxos são um dos fatores que determinam em que patamar ficará esta taxa. No caso do Chile o efeito esperado seria

uma diminuição significativa na pressão contra a apreciação cambial, pois com a barreira ( URR ) menor seriam os fluxos de entrada, diminuindo o volume de US\$ na economia e amenizando assim a pressão sobre a taxa. No entanto estudos preliminares não confirmam o que se esperava da teoria. Edwards ( 1998 ) em seu trabalho desenvolve um modelo, que não cabe aqui apresentar, e chega a conclusão que mesmo nos períodos onde o URR é imposto não há efeitos significativos sobre a taxa de câmbio real. A restrição ao capital não é capaz de explicar em valores consideráveis o comportamento do câmbio durante todo o período analisado, que vai de 1987 a 1996, amostra esta que contém diferentes períodos no valor do URR, pois antes de 1991 ele não existia, até 1992 ele estava em 20% e após este período se encontra em 30%.

Valdes, Edwards e Gregorio ( 1998 ) também concluíram que o URR não teve o efeito desejado sobre a taxa de câmbio, surpreendentemente eles descobriram baseados em seus estudos econométricos que aumentos no URR estavam associados a apreciações na taxa de câmbio real. A explicação segundo eles advém do fato que o URR foi introduzido para permitir maior flexibilidade e independência da política de juros, podendo o governo aumentá-lo sem pressionar tanto os fluxos de entrada e por conseguinte o câmbio; os estudos confirmaram também que um aumento nos juros apreciava o câmbio, logo se um aumento no URR gera a expectativa de um aumento na taxa de juros doméstica o resultado será uma apreciação do câmbio. Há também explicações estatísticas para explicar este fenômeno : não foram introduzidas variáveis *dummy* quando necessário e os dados utilizados não eram tão precisos quanto deveriam.

Diversos são os estudos que analisam o controle de capitais feito na economia chilena na década de 90, além daqueles que foram anteriormente mencionados. Le Fort e Budnevich ( 1996 ) sugerem em seu trabalho que o controle atingiu aquilo que lhe foi estipulado e baseia suas conclusões no contra-argumento de que se não houvesse

controle efetivo teria sido impossível manter a taxa de juros doméstica num patamar tão elevado em relação à taxa internacional sem que o país fosse inundado com capital especulativo, prejudicando toda a economia, desestruturando todo o processo de crescimento que estava em andamento. Quirk e Evans ( 1995 ) observaram que o volume de entrada de capitais privados caiu no ano de 1991 após a introdução dos controle dos fluxos; eles descobriram também que a conta de “erros e omissões” do balanço de pagamentos teve um substancial aumento após a introdução do URR, isto provavelmente ocorreu porque os investidores institucionais passaram a burlar esta barreira, aumentando o volume de capital de curto prazo não reconhecido na economia chilena. Este problema de contravenção na economia chilena não deve ser generalizado, em poucos casos isto ocorre. Dada a introdução de um regime como o do URR, vários poderiam ser os acontecimentos ilegais que prejudicariam todo o esforço do governo. No entanto isto quase não aconteceu, fazendo com que esta política fosse efetiva e capaz de controlar o fluxo de maneira correta, sem corrupção ou qualquer entrave ilegal.

Além deste fator positivo da não corrupção no Chile outro fator importante que decretou o sucesso deste controle foi o lado macroeconômico estável em que se encontrava a economia chilena. A economia forte estava sempre atraindo a atenção dos investidores, principalmente se comparada as outras economias latino-americanas que demoraram para se ajustarem nos anos 90. Uma boa posição fiscal, um governo que passava credibilidade e competência ao investidor externo, altas taxas de poupança e investimentos fizeram com que o Chile se tornasse o grande “querido” na América Latina das economias desenvolvidas.

Apesar de sua forte consistência macroeconômica o Chile sofreu o impacto da crise russa ocorrida nos segundo semestre de 1998. A falta de confiança do investidor que se espalhou por toda a América Latina atingiu também o país criando uma restrição

ao financiamento externo e um aumento no custo do mesmo. Naturalmente o investimento externo em portfólio no Chile caiu consideravelmente – US\$ 2 bilhões – e as reservas diminuíram de US\$ 17,8 bilhões no final de 1997 para US\$ 15,9 bilhões no final de 1998 ( vide tabela 6 ). Isto prova que a confiança do investidor em determinada economia é fundamental para que se tenha um fluxo positivo de entrada de capital, o investidor procura rentabilidade, mas também está preocupado com a segurança de seu capital. Ele jamais investirá em um país que não tenha certeza se vai receber de volta ao menos o que foi investido. Obrigado a controlar a economia, abalada pelos fatores externos, e precisando tornar o país novamente atrativo para o investidor o governo foi forçado a aumentar sua taxa de juros, controlando a demanda interna e a pressão sobre o peso. Com o passar do tempo a situação foi melhorando para todos, e o governo foi gradativamente diminuindo o valor dos juros básicos da economia chilena tentando desta forma restabelecer o nível de investimento anterior a crise e promover o mesmo nível de crescimento atingido no início da década.

#### **IV – A REGULAÇÃO BRASILEIRA NA DÉCADA DE 90**

Com tamanha restrição enfrentada pelo país nos anos 80, torna-se aceitável o fato do governo estimular, no início da década seguinte, a entrada de qualquer tipo de investimento, seja ele de curto ou longo prazo. Em maio de 1991 é criado o Anexo IV, canal de ligação para que os investidores institucionais passem a internalizar seus investimentos sem taxas domésticas de entrada. Com a melhoria da economia e essa possibilidade de obter um retorno praticamente garantido o Anexo IV passou a ser amplamente utilizado por tais investidores. Em 1992, visando sempre o aumento dos influxos de capital, foi retirada a obrigação de se taxar os lucros e dividendos que eram remetidos ao exterior. Mais opções de investimento foram dadas aos investidores, como a aplicação em derivativos e outros instrumentos mais sofisticados e até então proibidos aos investidores estrangeiros. Outra medida de cunho atrativo foi a diminuição do tempo mínimo necessário para que o capital investido através de privatizações permanecesse no país; o limite caiu de 12 para 6 anos, trazendo assim uma maior mobilidade para o capital externo aqui aplicado.

Em 1993 o governo, atento aos malefícios que poderiam decorrer da elevada presença de capitais de curto prazo, iniciou um processo ( que se estende até hoje ) de substituição deste capital por um de menor volatilidade. Em junho o Banco Central aumentou o patamar mínimo das amortizações de empréstimos externos de 30 para 36

meses e aumentou o período da contratação de câmbio para as exportações de 45 para 180 dias. Com o crescente uso do Anexo IV a CMN ( Comissão Monetária Nacional ), em agosto do mesmo ano, proibiu o investimento em renda fixa através deste canal de comunicação. Mesmo aqueles feitos através de NTN ( Notas do Tesouro Nacional ) foram mais tarde ( janeiro de 1994 ) proibidos. À procura de uma alternativa, os investidores institucionais voltaram suas atenções para as debêntures, mas em novembro, esse instrumento também lhes foi revogado. Como houve uma limitação na gama de investimentos possíveis, o governo criou um novo canal, independente do Anexo IV , que permitia as aplicações de investidores estrangeiros em fundos de renda fixa mediante o pagamento de uma taxa ( IOF ) de 5,00%. Além desta alternativa, os investimentos em derivativos constituíam-se uma opção atrativa para os investidores, que os usavam de forma a garantir um retorno igualado ao de renda fixa. Em dezembro foi decretada a proibição do uso deste artifício. Ainda mais severo o Banco Central determinou que a partir de janeiro de 1994 todos os investimentos em portfolio sofreriam com a entrada de 5,00%, não sendo esta medida exclusiva dos investimentos em renda fixa.

Com a adoção do novo plano de estabilização ( Real ) em julho foram tomadas mais medidas, tais como : Aumento do tempo mínimo necessário para amortização de operações antecipadas de exportação – de 360 para 720 dias ; suspensão de 90 dias para o capital internalizado com o propósito exclusivo para um futuro aumento deste mesmo; suspensão de 90 dias do capital utilizado em empréstimos feitos por empresas do setor público e a proibição das transformações de ACC ( antecipação de contratos de câmbio ) em pagamentos antecipados de exportação.

No início do Real o governo optou por flutuar a taxa de câmbio, e dado que as taxas de juros encontravam-se em valores elevados, ocorreu uma apreciação do Real e

um subsequente aumento de reservas. Logo, medidas para eliminar este excesso de dólar fizeram-se necessárias e em agosto o Banco Central tomou tais medidas. Algumas delas : possibilidade de contratar câmbio para liquidações futuras em operações de natureza financeira; não obrigatoriedade da licença nos contratos de importação; livre negociação do valor a ser financiado em operações com duração acima de 360 dias - excluindo a o patamar máximo desse valor que era de 20% e a permissão para que os bancos passassem a levar, não mais US\$1 milhão, mas US\$5 milhões sem a necessidade da permissão do Banco Central, para investimentos no exterior em entidades não-financeiras.

Em setembro, a apreciação do câmbio continuava, levando o governo a intervir e acabar com o período de flutuação. A necessidade crescente de melhorar a qualidade dos fluxos de capitais fez com que o Banco Central optasse mais uma vez por adotar medidas restritivas, tais como : redução do tempo máximo para operações com ACC – de 180 para 150 dias; inclusão da necessidade de reservas no Banco Central no valor de 15% para os contratos de ACC e a inclusão da necessidade de reservas de 30% a serem depositadas no Banco Central nas operações envolvendo a aquisição de obrigações de um importador por outro. Essas medidas tinham por propósito diminuir o influxo dos capitais especulativos, diminuindo a liquidez dos mesmos uma vez que estes se encontravam no mercado brasileiro. As taxas de entrada, caminho mais simples de imposição à entrada de capitais, também subiram : de 3% para 7% no caso de empréstimos; de 5% para 9% no caso de investimentos em fundos de renda fixa para capitais estrangeiros; de 0% para 1% no caso do Anexo IV. O tempo mínimo de duração dos empréstimos domésticos sob a resolução 63 do Banco Central ( a “63 caipira” – que regula os empréstimos para o setor agrícola ) foi elevado de 90 para 540 dias. Ainda sob o Anexo IV ficou proibido o investimento através deste canal em moedas de privatização e FAFs.

Com as medidas em execução, o governo acreditava estar no caminho certo para melhorar a qualidade dos capitais que rumavam para o Brasil. No entanto, vivemos em um mundo com alta mobilidade de capitais e elevada integração entre os mercados. Isto significa que a semelhança entre as conhecidas economias emergentes faria com que um distúrbio em uma delas tivesse reflexos nas demais. Foi o que ocorreu em 1995. A crise no México, fez com que os investidores ficassem temerosos em relação a economia brasileira e logo reduzissem suas posições no mercado de capitais nacional. Não podendo ficar imóvel diante de tais mudanças o governo foi obrigado a flexibilizar algumas das medidas anteriormente tomadas, para que suas reservas não “secassem” completamente. Uma das medidas foi o aumento do tempo máximo para a contratação dos ACC de 150 para 180 dias e suspensão do depósito compulsório sobre os ACCs.

A pressão para uma possível crise cambial e o medo de piora da balança comercial fez com que essa tendência em aumentar a necessidade de captação fosse mantida. Taxas de juros subiram, taxas de entradas foram reduzidas e o período mínimo para a permanência do capital foi reduzido. Na prática, o IOF foi reduzido de 1% para zero% para os anexos ( I a IV ) e de 9% para 5% no caso dos fundos de renda fixa para capital estrangeiro. O efeito destas medidas foi importante para a recuperação da contas externas, mas o fator de maior relevância foi a adoção do sistema de bandas implementado pelo Banco Central. A idéia era desvalorizar o Real gradualmente, e intervir no mercado sempre que fosse preciso manter a taxa entre as bandas. A medida agradou o mercado internacional, os capitais voltaram , e com eles as medidas restritivas. Em agosto, subiram as taxas de entrada; foi instituído um IOF de 7% sob transações de curto prazo entre investidores locais e exteriores e foi determinado que o mercado de derivativos, altamente atrativo e volátil, fosse proibido aos investidores externos. Os fundos de renda fixa para capital estrangeiro também foram afetados pelas medidas e tiveram seu IOF acrescido em 2%; aumentaram também o IOF para os



empréstimos de uma forma geral de 0% para 5%. Sempre visando a substituição dos capitais de curto por aqueles de longo prazo, foi instituída uma mudança no IOF para empréstimos em moedas externas: quanto maior o período do investimento menor seria o IOF incidido, podendo esse chegar a 0% no caso em que o empréstimo tivesse prazo maior que 6 anos.

No ano de 1996, a decisão do governo de tentar diminuir o fluxo de capitais de curto prazo foi mantida. Novos instrumentos foram implementados, como a proibição nos Anexos I a IV de investimentos em TDAs, debêntures da Siderbrás, e outros que proporcionassem rendimentos em renda fixa; imposição de 5% de IOF para investimentos nos fundos de privatização; aumento do período mínimo para empréstimos em moeda externa, entre outras. Como houve uma melhora do cenário econômico interno e uma redução das taxas de juros nacionais, tornou-se necessário uma diminuição nas taxas de entrada para o capital, já que investir no Brasil não era mais um negócio tão atrativo ( devido a redução do diferencial dos juros ). Isto foi feito então em abril de 1997 com a redução do IOF incidente sobre os fundos de renda fixa para capital estrangeiro para 2%. Além disso, o crédito de curto prazo para financiar a importação foi restringindo. Os importadores passaram a pagar por suas exportações 6 meses antes do desembarque da mercadoria ou financiar-lá por um período de 360 dias. Por último, foi eliminada a necessidade de cobrança do IOF na captação de empréstimos com o exterior.

Mais uma vez o lado externo prejudicou o processo de recuperação da economia brasileira. A crise asiática que teve reflexos em todo mundo fez com que o Brasil mudasse suas posições em 1997. Com o já conhecido problema de perda de reservas diante de uma crise como a asiática, foi necessário tomar medidas para que o país voltasse a receber fluxos de capitais, ainda que de curto prazo. No fim de outubro os

juros foram elevados para 45,84% a.a., para defender o real e conter a saída de dólares da economia. O prazo mínimo para contrair empréstimos externos foi reduzido de 36 para 12 meses no caso de novos empréstimos e 6 meses para renovações ( com essa medida houve um aumento de captação em R\$ 5,4 bilhões ) e permitiu-se aos fundos sob a resolução 63 investir em NBC-Es, o que estava proibido desde fevereiro de 96.

Em 1998 mais medidas que objetivavam a melhor saída para a crise asiática e a retomada do processo de crescimento brasileiro foram anunciadas. Entre as medidas estava o aumento de 15% para 20% do imposto de renda para os fundos de investidores estrangeiros. A diminuição gradativa dos juros básicos após o aumento do final de 1997 tornou-se mais um fator para que os investidores ficassem ainda menos atraídos pelo mercado de curto prazo no país.

Em 17 de agosto, com o anúncio da moratória russa, o Brasil sofreu mais uma vez com os choques externos; o efeito da “ quebra ” de mais um país emergente teve reflexos imediatos no país. Rumores foram lançados a respeito da manutenção da política cambial vigente, criou-se uma incerteza sob o comportamento em relação as restrições dos fluxos de capitais, e cogitou-se inclusive a ameaça de uma moratória brasileira. O resultado deste ambiente de turbulência não poderia ser diferente. Saídas líquidas de capitais quase todos os dias em agosto e setembro. Apesar de um pequeno aumento nas taxas de juros, houve uma forte saída de dólares do país, fazendo com que as reservas recuassem em US\$ 25 milhões no terceiro trimestre. Em outubro a expectativa de fechamento do acordo com o FMI e o pacote fiscal anunciado trouxe algum aspecto positivo para o conturbado cenário. Além disso o Banco Central através da Circular nº 2.850 tornou mais atrativo ao investidor os prazos mínimos de captação para empréstimos externos, na tentativa de diminuir a perda de reservas que continuava elevada. No entanto o país seguiu registrando saídas; como o estoque de reservas

internacionais líquidas já atingia um valor mínimo estabelecido com o FMI, o governo foi obrigado a manter parte das reservas e optou por desvalorizar o Real aumentando a intrabanda cambial. O mercado não acreditou que esta mudança fosse suficiente para equacionar todos os problemas e acabou “pressionando” a banda, levando o governo a eliminar essa política e adotar a flutuação da taxa de câmbio. Esta foi uma mudança significativa no rumo da economia brasileira, e veio acompanhada de mudanças políticas com a saída do então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, e a entrada de Francisco Lopes para tal cargo. Mais tarde este último foi substituído por Armínio Fraga, em um episódio obscuro e confuso que não cabe citar neste trabalho. Muitos economistas acreditaram ser correta a atitude do governo em desvalorizar, mesmo que a partir de então voltasse o medo da inflação e da indexação da economia; muitos deles inclusive defendiam que esta desvalorização deveria ter sido feita anteriormente, quando o país ainda possuía um nível maior de reservas. À parte da guerra de opiniões que foi instaurada na época, o câmbio passou a flutuar livremente, e o real desvalorizou-se fortemente em pouco tempo, o que obrigou o Banco Central – sob o comando de Armínio Fraga - a subir os juros novamente ( 45% a.a. ) para conter qualquer tipo de ameaça de volta da inflação. Com o tempo, o mercado foi se acalmando tornando possível a redução, ainda que lenta dos juros até patamares mais justos.

Ainda sob os efeitos do ano de 98, as reservas não obtiveram um bom resultado no início de 99, e a captação de recursos mostrou-se bastante limitada devido ao ambiente de incerteza em que ainda se encontrava a economia brasileira. Na tentativa de aumentar a entrada dos fluxos de capitais o governo adotou em março medidas que facilitariam a remessa de capitais para o mercado nacional, como a diminuição de 2% para 0,5% do IOF dos fundos de renda fixa para capital estrangeiro. Além disso, o aumento das taxas de juros que veio junto com a posse do novo presidente do Banco Central, Armínio Fraga, tornou o país atrativo para os capitais de curto prazo. Com o

tempo, e sempre atento ao elevado e prejudicial volume de capitais especulativos, o governo foi reduzindo gradualmente a taxa básica da economia e tributando cada vez mais a entrada desses capitais de curtíssimo prazo.

Em julho deste ano, segundo Fraga, praticamente não se encontravam mais capitais especulativos no país, não havia mais aplicações com prazos inferiores a 90 dias. Ainda de acordo com o presidente, cerca de 90% do déficit em conta corrente este ano será financiado por investimentos diretos feitos por capitais oriundos do exterior.

A crescente integração dos mercados aumenta até hoje a necessidade de maior flexibilidade do mercado nacional. Pensando neste ponto, o governo no último trimestre deste ano, está estudando novas maneiras de aumentar o fluxo de entrada de capitais dos investidores, principalmente através do canal Anexo IV. É crescente o intuito do Ministro da Fazenda Pedro Malan, em diversificar a possibilidade de investimento no Brasil, e de liberalizar ainda mais o movimento dos investidores dentro da própria economia. Fazer com que ele possa sair de uma aplicação que não esteja sendo benéfica para outra que seja melhor para seu investimento, sem nenhum custo adicional é uma das preocupações do governo atualmente. O Ministro também reforça a idéia de que a imposição de taxas na saída de capitais não são benéficas para o fluxo de capitais e que uma “regulação supranacional” deve ser promovida e não só por parte do estado, mas também com a ajuda das entidades privadas.

A preocupação com os fundamentos básicos da economia também não foi esquecida e mesmo com entraves políticos há intenção de se aprovar o quanto antes as reformas fiscal e tributária que serão extremamente importantes no desenvolvimento do país e no cumprimento do acordo feito com o FMI.

## **V – EFEITOS DO CONTROLE NA ECONOMIA**

### **V.1 – TEORIA**

A entrada e saída de capitais não passa despercebida na economia de qualquer país, existe um claro impacto dessa movimentação nas variáveis de maior destaque em uma economia, seja esta desenvolvida ou ainda em fase de desenvolvimento. Reservas internacionais, taxa de câmbio e taxa de juros são algumas das variáveis normalmente alteradas pelo fluxo de capitais. Tentarei neste presente estudo analisar o comportamento destas de acordo com as mudanças nos fluxos. Naturalmente há variação em outros pontos da economia, mas por considerar estes os principais, não cabe aqui fazer uma extensa análise com todos os efeitos possíveis da movimentação dos capitais.

Antes de analisar o efeito dos fluxos sobre a economia, cabe discutir o que leva um país, no detalhe, à investir em uma outra economia. Calvo, Leiderman e Reinhart ( 1996 ), afirmam existir 2 categorias de atrativos para os fluxos, uma externa as economias e outras internas a esta. Dentre os fatores externos está o comportamento da taxa de juros internacional; quanto mais baixa esta estiver maior será o nível de investimento nas economias que tradicionalmente possuem um histórico de juros elevados. Além de criar um diferencial de juros que torna economias emergentes ( com juros maiores ) mais atraentes, a redução dos juros internacionais melhora a percepção

dos investidores no que diz respeito a dívida de alguns países. Os países vão se financiar a taxas menores, fazendo com que torne-se mais crível a possibilidade de pagamento dos mesmos, tornando-se menos arriscado investir nessas economias devedoras. Da mesma forma, quando as taxas internacionais sobem, caem os investimentos nas economias emergentes, tal fato ocorre porque reduz-se as diferenças nos juros e como as economias desenvolvidas são bem mais seguras fica mais atrativo investir nestas.

A recessão de alguns países desenvolvidos, como a ocorrida nos Estados Unidos e Japão no início da década de 90, pode levar vários países a investirem nas economias em desenvolvimento. Já que não há porque investir numa economia debilitada, os investidores preferem investir nas economias ditas emergentes mesmo sabendo dos riscos que estão incorrendo. A curto prazo pode ser melhor investir em um lugar onde há maior rentabilidade e mais risco do que investir numa economia fragilizada e em recessão. O investidor sabe que essas economias quando saírem do período de crise serão mais seguras do que as emergentes, mas não estão dispostos a deixar seu capital esperando a crise acabar, logo aumentam o volume de capital enviado para os países em desenvolvimento.

Com o advento da tecnologia e com a cada vez mais fácil e crescente integração da economia, crescem as possibilidades de diversificação dos investimentos, levando naturalmente a um aumento dos mesmos. Novas categorias de investidores como, fundos de pensão e fundos mútuos vem tendo um destaque considerável nos anos 90. Hoje a maioria dos fluxos recebidos já são sob forma de investimento em portfolio e feitos através desses fundos recém - criados. Cada vez menos os empréstimos oficiais de instituições como FMI e Banco Mundial aparecem no cenário dos fluxos de capitais. Eles só são destaque quando há uma crise, e a ajuda externa torna-se extremamente

necessária para atenuar as dificuldades de financiamento e desenvolvimento das economias em dificuldades.

Pelo lado interno, existem outros fatores que são capazes de atrair capitais para as economias consideradas de maior risco. Um deles, já mencionado, é o fato dos países ganharem a confiança dos credores quando se fala de dívida. Com esse aumento de confiança, os investidores tornam-se mais propensos a investirem em países com dívidas elevadas, mas com taxas mais atrativas. O outro fator é a reestruturação das economias em desenvolvimento, com a implementação de reformas orientadas para o desenvolvimento da economia e políticas fiscais e monetárias capazes de melhorar o cenário interno. Planos de estabilização, como o Plano Real de julho de 1994 no Brasil, que visam acabar com a inflação e eliminar o risco dos investidores no país, são essenciais para garantir a confiança do mercado internacional e atrair mais fluxos para a economia. No Brasil também foram implementadas reformas institucionais nos anos 90 que possibilitaram um aumento considerável da entrada de capitais. Podemos citar entre elas a liberalização da economia para produtos e capitais externos e o processo de desestatização das empresas governamentais, que vem sendo executado com sucesso principalmente a partir da segunda metade da década de 90.

Um outro aspecto capaz de influenciar o fluxo para uma economia específica, é o movimento do fluxo para outros países. Este efeito - conhecido como contágio - se dá quando uma economia considerada similar a outra sofre com as mesmas atitudes tomadas em relação a economia "original". Nas crises asiática e russa, o contágio foi bastante claro, dado que os investidores consideravam como um só grupo vários países de comportamento parecidos ( economias emergentes ) e tomavam uma única atitude para todos, não analisando caso a caso - que seria a maneira mais prudente de atuar.

Calvo, Leiderman e Reinhart ( 1996 ) examinaram uma amostra para 10 países da América Latina e observaram que os aspectos externos podem explicar de 30% a 60% das variações nas reservas de capital e segundo pesquisas de Chuhan, Claessens e Mamingi ( 1993 ), no caso da América Latina os fatores externos podem explicar 50% dos investimentos. Isso demonstra cada vez mais a importância da integração dos mercados financeiros e das economias como um todo; é necessário estar sempre atento para os choques e medidas ocorridas em outros países para que não se tenha nenhuma surpresa desagradável causada por fatos que não são originadas por sua própria economia.

Feita esta análise dos aspectos que atraem o capital externo pode-se derivar um modelo de economia ideal para se investir: o país em questão deve promover reformas de ordem estrutural, sejam elas fiscais ou monetárias, para se atingir a maturidade econômica. Após esta reformas pode-se aumentar ou promover a liberalização da conta de capital ao exterior, bem como aumentar as atividades da conta corrente já liberalizada. Reformas no sistema financeiro e na regulação do mesmo também são essenciais para a diversificação segura dos investimentos externos. A instituição de barreiras à entrada de capitais não é bem recebida pelos investidores, mas pode ser perdoada caso se perceba que esta foi implementada visando manter o ambiente econômico estável. A magnitude da barreira ao fluxo de capital ditará o volume que deixará de ser investido na economia. Taxas de retorno atraentes e possibilidades diversas de investimento são fatores essenciais para atrair maior quantidade de investimento, mesmo que de curto prazo, e muitas vezes fazem a diferença na hora de investir em países macroeconomicamente similares. Obviamente esta economia onde tudo é perfeito é utópica e dificilmente será atingida em um futuro próximo, e ainda que seja, o comportamento muitas vezes irracional dos investidores pode até mesmo levá-los a não investir nesta economia. Certamente se argumentaria que alguma coisa estaria



errada, que tudo estaria perfeito demais, talvez escondendo algum fato relevante que poderia comprometer este cenário ideal, o que levaria à uma fuga de capitais iniciada por um investidor. Este logo seria seguida por vários outros, caracterizando desta forma um comportamento de manada ( “herd behaviour” ), já conhecido e comprovado na economia atual.

Como mencionei anteriormente, farei uma análise de 3 variáveis macro *versus* o fluxo de capitais para a economia. Começando pelo nível de reservas, deduz-se logo de cara que a medida que aumenta-se os influxos para a economia maior é o valor das reservas internacionais do país. Da mesma forma quando há saída de capitais, as reservas sofrem uma redução, o grande aspecto a ser analisado em qualquer caso é o volume e a velocidade desta saída. Se há elevado volume de saída, a economia pode sofrer um baque muito forte e alterações estruturais podem comprometer o funcionamento da mesma. Em países onde não há um cenário fiscal bem estruturado, as reservas são ainda mais importantes pois passam a ser um dos pilares que mantém a economia no seu rumo.

Torna-se prejudicial para a economia – se não estiver preparada para tal - o fato de se perder reservas que eram usadas para funções previamente definidas e ter que se desfazer das mesmas para suprir as necessidades de investidores em remeter dólares para o exterior pode pressionar outras variáveis importantes na condução da política macroeconômica. Esta remessa de capitais por sua vez, é influenciada por diversos fatores, entre eles o vencimento de títulos externos, a remessa de lucros de empresas estrangeiras para o exterior, pagamento de juros e dívidas por parte do governo e outras obrigações que forçam o investidor a aumentar as saídas de capitais. Logo o governo deve estar sempre atento ao volume de vencimento de sua dívida, deve estar programado para arcar com esta remessa governamental, bem como deve estar apto a

suprir o setor privado que também costuma ter elevadas somas a serem remetidas para o exterior. É bastante difícil medir qual o volume ideal de entrada e saída de capital da economia, os dois movimentos em excesso podem ser prejudiciais a saúde financeiro-econômica do país, logo determinar em que magnitude deve-se aplicar o controle de capitais e até que ponto deve-se permitir a mobilidade do mesmo também não é uma tarefa fácil. O grau de mobilidade ideal é objeto de variados estudos, com diferentes variáveis utilizadas para medir os mesmos. Mudanças na relação poupança e investimento e o diferencial entre os juros doméstico e internacional são algumas das *proxys* capazes de medir o grau de mobilidade de capitais ideal para certa economia.

Passando agora a analisar a taxa de câmbio percebe-se que a entrada de capitais pode ter efeitos diferentes sobre o câmbio da economia receptora deste fluxo; os principais fatores que vão definir esta mudança serão o regime cambial vigente e a atitude do governo em relação ao controle de capitais. Seja esta atitude tomada antes ou depois da entrada deste capital na economia.

No caso de uma economia com o câmbio flutuante, a vinda de capital externo pode gerar superávit no balanço de pagamentos, desequilibrando as divisas e levando à apreciação do câmbio nominal e real. Adotando um câmbio livre, o país fica vulnerável a variações bruscas e inesperadas dos fluxos, o que pode causar uma perda de competitividade em diversos setores que dependem das exportações para se manterem.

Uma alternativa para impedir essa apreciação é adotar um regime de câmbio diferente: o regime de bandas ou até um câmbio fixo podem ser alternativas para conter essa pressão, já que nesses dos últimos casos o governo tem algum tipo de controle na taxa de câmbio. Com a entrada de capitais e um regime de câmbio fixo, o que ocorre é um aumento nível de reservas internacionais, que pode levar a uma expansão dos meios de pagamento, aumentando a pressão sobre os preços criando assim uma pressão

inflacionária na economia. A solução para este problema ( criação da inflação ) está na esterilização destes capitais que será explicada a seguir. Ainda assim, o policy maker pode ter dificuldades em manter suas políticas, bem como para estabilizar a taxa de câmbio, pois para isso ele vai precisar de um nível de reservas consideráveis para que possa ter espaço para conduzir sua política com tranquilidade sem criar turbulências no cenário econômico como um todo. Por outro lado, adotando o câmbio flutuante, o governo tem maiores possibilidades de controlar os outros agregados da economia, sem se preocupar tanto com o nível de reservas e com políticas cambiais.

Feita essa análise percebe-se que há uma relação negativa entre o influxo de capitais e a taxa de câmbio. Edwards ( 1998 ) analisou países da América Latina e chegou a robustos resultados confirmando esta teoria que relaciona taxa e reservas. Segundo seus estudos todos os países da amostra apresentaram coeficientes consistentes com o fato da relação do influxo e da taxa de câmbio real ser negativa, em sete de oito casos não se pode rejeitar a hipótese de que o fluxo de capitais causa a taxa de câmbio real e em nenhum país concluiu-se que a taxa de câmbio *causa* os fluxos de capitais.

Afim de controlar o impacto do fluxo de capitais o governo pode fazê-lo antes ou depois da entrada do mesmo. Antes o controle é feito através de limitações a entrada, como impostos e restrições ao volume e/ou tempo de permanência do capital. Tal prática tem sido adotada de forma recorrente no caso brasileiro e na seção IV do presente trabalho é apresentada uma análise detalhada deste tipo de regulação. Após a entrada do capital na economia o controle é realizado através de políticas monetárias, como por exemplo através da política de esterilização, ou no controle direto a saída de capitais.

A esterilização tem sido uma das formas de resposta ao influxo de capitais mais utilizadas na América Latina nos últimos anos. Quando o capital entra na economia, há

uma tendência natural de apreciação do câmbio e para controlar a taxa e não desestruturar a economia, é preciso então que o governo adquira essas novas divisas. Feito isso ocorrerá o que chamamos de monetização da economia, criando uma pressão inflacionária na economia, para que isto não ocorra o governo vende títulos públicos através de seus dealers, reduzindo a liquidez da economia – é esta operação de venda que é conhecida como esterilização. Fazendo isso os policy makers estão aumentando as reservas internacionais sem causar transtornos para a economia nacional. No entanto a esterilização tem suas desvantagens: aumenta-se a dívida interna já que mais títulos são negociados, há um aumento da taxa de juros doméstica, incentivando ainda mais a entrada de volumes de capitais, que por sua vez aumenta a necessidade de mais esterilização criando assim um círculo vicioso. Além desses, existem ainda os custos mais diretos que são os pagamentos de juros ( que foram elevados ) da nova dívida que foi criada no processo de esterilização anteriormente realizado.

Analisando a outra vertente capaz de controlar o fluxo de capitais uma vez que este já foi incorporado a economia do país – através do controle da saída de capitais – percebe-se que este também não agrada ao investidor, mas em alguns momentos estas medidas são necessárias, principalmente se há restrição de financiamento externo, ou se este encontra-se demasiadamente caro para os padrões do investidor nacional. Com o capital já na economia trava-se sua saída para promover maior liquidez e reduzir a necessidade de novos empréstimos no exterior.

Limitações a saída do investimento funcionam de maneira similar as barreiras à entrada. Se o investidor não puder retirar seu capital na hora em que lhe for conveniente dificilmente ele investirá neste mercado. Muitas vezes ele não está disposto a ter problemas de iliquidez, já que terá seu investimento “confiscado” por um determinado período de tempo, o que poderá trazer complicações se ele precisar usar esse capital

para cumprir com outras obrigações. Taxar a saída de capital com impostos diretos também são armas do governo para limitar a entrada de capital, através do controle da saída do mesmo, inibindo o investidor institucional e fazendo com que ele não invista seu capital mesmo que lhe sejam oferecidas outras condições favoráveis. O medo de não conseguir sair é, em muitos casos, maior do que a vontade de entrar na economia.

Um dos outros efeitos do influxo de capitais é o aumento do déficit de conta corrente, que pode ser explicado como causa direta do aumento do investimento por parte do governo e pela queda no nível de poupança causados pela maior quantidade de capital disponível na economia. O consumo também é afetado pela entrada de capitais; quanto maior a importação, maior será o nível de consumo da economia. Naturalmente com mais investimentos e maior consumo é de se esperar que se tenha um crescimento do PIB, o que pode trazer um aumento do bem estar da sociedade como um todo. Além deste efeito, com a importação tendo cada vez mais destaque, tem-se um nível de tecnologia mais alto no país, bem como mais competição pelo consumidor, fatores que também são capazes de aumentar o bem estar da sociedade.

Como última variável a ser analisada em detalhe neste trabalho tem-se a taxa de juros. Como já mencionei, o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional é um dos fatores de atração dos capitais para qualquer economia. Quanto maior o retorno obtido mais interesse tem o investidor em aplicar seu capital. Uma boa proxy utilizada por Frankel ( 1991 ) e Garcia e Valpassos ( 1998 ) para medir esta diferença é o que foi definido como CID ( Covered Interest Parity Differential ). A variável CID inclui a desvalorização esperada, a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional de tal forma que o valor da CID explica a diferença real do retorno no investimento em economias emergentes e economias já desenvolvidas. Fica evidente que não é preciso o investidor se preocupar com qualquer outro tipo de risco cambial,

uma vez que na própria CID já se encontra a desvalorização esperada embutida nos contratos futuros de câmbio. Após a apresentação do conceito da CID é facilmente derivável que a medida que esta taxa aumenta, torna-se mais atrativo para o investidor institucional investir nas economias emergentes. Há uma relação positiva entre a CID e o fluxo de capitais recebidos por determinado país, quando um aumenta é praticamente garantido o aumento do outro. Analogamente quanto menor for o diferencial, menos rentável ( do ponto de vista do rendimento e da segurança ) será investir nas economias com juros maiores, ficando mais atrativo aportar o capital em economias com rentabilidade um pouco menor, mas com uma segurança de retorno bem mais elevada.

Há esta diferença entre as taxas de juros, porque os mercados não são totalmente integrados; caso fossem o diferencial seria praticamente nulo e esta arbitragem que leva os investidores a aplicarem em diferentes mercados não existiria, dado que a mobilidade seria perfeita e aqueles mercados com maiores barreiras seriam obrigados a reduzi-las ou não receberiam nenhum tipo de investimento. Procurando sempre melhores aplicações, os investidores se concentrariam no mercado que oferecesse maior retorno, e como poderiam sair de um para outro livremente, a tendência seria de que todos os mercados e economias convergiram para um mesmo nível de rentabilidade. Logo a CID pode ser também interpretada como sendo uma medida da integração do mercado de capitais, como mencionado anteriormente.

## **V.2 – A EVIDÊNCIA BRASILEIRA ( 1994 – 1999 )**

Apresentada a teoria na seção anterior cabe agora testarmos a validade do que foi apresentado. Será desenvolvida uma análise para o caso brasileiro, que por ter atravessado diferentes períodos de regulação e por ser uma das economias emergentes

que vem crescendo tornou-se um ilustrativo exemplo para análise do controle de capitais em uma economia.

Desde 1994, mais especificamente após a implementação do Plano Real, o Brasil mostrou ser um país com capacidade para atrair capitais internacionais, e ao mesmo tempo deixou clara sua vulnerabilidade perante os acontecimentos externos. Crises como as da Ásia e da Rússia tiveram fortes efeitos na economia nacional, prejudicando o desenvolvimento e progresso do país. Parte da culpa por esta vulnerabilidade vem do governo que vem atrasando suas ações, principalmente no que diz respeito a reforma fiscal. É consenso entre os economistas e políticos que o país precisa passar por uma consistente melhora fiscal para que possa definitivamente engrenar em sua trajetória rumo a um desenvolvimento elevado e a uma estabilidade macroeconômica. Sem estas ficará difícil conquistar a confiança, e logo o capital, dos investidores externos; sem estabilidade a captação externa acaba dependendo principalmente do diferencial de juros, porém este não é benéfico para o país, uma vez que juros maiores retraem a economia e encarecem a vida cotidiana da população. Ainda assim, muitos acreditam que o país está no rumo certo e que o atual governo está promovendo, ainda que lentamente, as reformas e medidas necessárias para se atingir um nível considerado satisfatório do ponto de vista do investidor externo. Essa confiança somada a algumas reformas já realizadas e ao diferencial de juros que é por suposição significativo fizeram com que as reservas brasileiras crescessem consideravelmente nos últimos anos, de US\$ 38,806 bilhões no final de 1994 para um pico de US\$ 74,656 bilhões em abril de 1998 ( vide tabela 2 ), permitindo a manutenção do nível do Real até o início de 1999.

O impacto das crises internacionais é diretamente sentido no fluxo de capital para o país, quando por algum tempo reduz-se o volume de capital que ingressa no país. O Brasil sentiu tal efeito nos últimos anos e a explicação para este fato encontra-se no

efeito contágio, já mencionado aqui. O receio de investir em economias similares as que ocorreram as crises é muito forte por parte do investidor levando-o a diminuir o fluxo para países emergentes, como no caso o Brasil. Fazer uma análise do fluxo de capitais e de alguns de seus determinantes considerando o efeito das crises é o passo seguinte a se realizar.

Procurei aqui estimar por MQO uma regressão com intuito principalmente de medir a relevância do diferencial dos juros na atração do capital para nosso país. A equação estimada para o período de agosto de 1994 a julho de 1999 ( incluindo então crises do México, Ásia, Rússia e a Brasileira ) está descrita abaixo:

$$\text{Fluxo / PIB} = \beta_1 + \beta_2 * \text{CID} + \beta_3 * \Delta\pi + \beta_4 * \text{Desp.} + \beta_5 * \text{Crise} + \beta_6 * \text{Camb.}$$

Onde :

**Fluxo** = Saldo dos investimentos externos, incluindo : Investimentos de Portfólio ( anexos I a V ), Investimento direto e Investimento em Fundos ( de renda fixa, de investimentos imobiliários, de privatização e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes )

**PIB** = Produto Interno Bruto mensal obtido em estudo feito pela MCM consultores associados.

**CID** =  $(1 + i) / [(1 + f) \times (1 + i^*)]$ , sendo:

$i$  = taxa de juros doméstica ;  $f$  = desvalorização esperada ;  $i^*$  = taxa de juros internacional\*

$\Delta\pi$  = Variação da inflação medida pelo IGP-M computado pela Fundação Getúlio

Vargas

---

\* Variável calculada em Garcia e Valpassos ( 1998 )



**Desp.** = Despesa total do Tesouro Nacional ( Pessoal, Transferência para Estados e Municípios, ajustes de caixa, encargos da dívida pública e outras vinculações ) obtidas no Banco Central do Brasil

**Crise** = Variáveis *dummy* criadas para crises do México ( Jan. - Mar. 1995 ), Ásia ( Set. - Nov. 1997 ), Rússia ( Ago. - Out. 1998 ) e Brasil ( Jan. - Mar. 1999 ).

**Camb.** = Taxa de câmbio oficial mensal

A inflação e as despesas governamentais tornam-se variáveis importantes para o modelo, a partir do momento que representam a situação em que se encontra o país e se o governo está ou não agindo para aprimorar esta situação. A variável CID já foi detalhada em seções anteriores e sua inclusão no modelo parece natural, bem como a taxa de câmbio real que também já foi previamente analisada.

Após a estimação é de se esperar um coeficiente positivo para a CID, já que com um aumento do diferencial, mais atrativa torna-se a economia logo maior será o fluxo de capitais que ingressam no país. Para as despesas, a relação pode ter diferentes interpretações, uma análise advém do fato que o governo estaria trabalhando, gastando para aprimorar a situação do país e por esse motivo atrairia mais capital, fazendo com que o sinal esperado do coeficiente fosse positivo. Por outro lado, pode-se interpretar tais gastos como sendo ineficientes e causadores de pressões na inflação, fato que pode determinar o afastamento do investidor do país. Com tal turbulência pode-se esperar um sinal negativo para o coeficiente da variável despesa. Quanto a inflação, assume-se esta como um indicador de como está a economia, isto é, se há inflação a perigo de desestruturação da economia e logo há um afastamento do investidor. Da mesma forma, se não há perigo de inflação e o regime econômico encontra-se estável, o interesse do investidor no país torna-se maior fazendo com que este leve seu capital para este

mercado. Quanto ao câmbio, um aumento na entrada de capitais é capaz de pressionar a taxa, e logo espera-se um sinal negativo do coeficiente. A pressão para apreciar é decorrente do movimento de entrada do investimento externo no mercado, não necessariamente a apreciação vai ocorrer, isto dependerá do regime cambial adotado pelo país e da atitude do governo perante a entrada.

De acordo com a tabela abaixo podemos analisar os resultados da regressão feita:

Variável dependente : Fluxo / PIB
Método Mínimo Quadrado Ordinário
Período Analisado - Agosto de 1994 à Julho de 1999

Variáveis Independentes	México		Ásia		Rússia		Brasil	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
<b>Coef da Regressão</b>	-0,273	-2,41	-0,334	-3,33	-0,326	-3,39	-0,321	-3,18
<b>Despesa Gov.</b>	-1,6 E-06	-0,68	-2,2 E-06	-0,97	-1,26 E-06	-0,57	-2,13 E-06	-0,93
<b>Var. Inflação</b>	0,001	2,16	0,001	3,25	0,001	3,23	0,001	3,17
<b>CID</b>	0,132	2,03	0,156	2,65	0,146	2,59	0,152	2,56
<b>Dummy</b>	-0,012	-0,95	-0,020	-1,52	-0,034	-2,64	0,025	1,15
<b>Câmbio</b>	0,011	0,55	0,001	0,08	0,005	0,27	-0,017	-0,62
<b>R<sup>2</sup></b>	0,368		0,385		0,433		0,374	

Percebe-se que em todos os casos a variável CID foi significativa e positiva como já esperávamos. Comprova-se desta forma que para o Brasil o diferencial da taxa de juros é um fator relevante na determinação do fluxo de capital para nosso país. Na variável despesa, em nenhum dos casos ela apresentou significância, daí conclui-se que para o Brasil esta variável não ajuda a explicar o comportamento do fluxo, indicando que fatores externos podem ser mais importantes no caso brasileiro.

O sinal positivo e elevados níveis de significância, deixa a entender que com o aumento da inflação, aumenta-se o fluxo de entrada de capital para o país. Este é um resultado surpreendente, pois do ponto de vista teórico, penso que com mais inflação pior é o cenário macroeconômico e menos disposto estará o investidor a aportar seu

capital no Brasil. Tal resultado, pode ser oriundo de complicações nos dados estatísticos e no modelo aqui utilizados; a dificuldade em usar dados mensais foi um dos obstáculos que tentei contornar neste trabalho. Principalmente no que diz respeito ao fluxo de capitais, é árdua a tarefa, pois o Banco Central do Brasil só disponibiliza seus dados em detalhes em períodos trimestrais.

Quanto ao efeito da taxa de câmbio, a conclusão deste estudo é que separadamente a taxa de câmbio real não tem relevância elevada no fluxo de capitais para a economia. A significância desta variável não foi comprovada em nenhuma das regressões; em conjunto com as taxas de juros no entanto a desvalorização esperada obteve importância e sinais condizentes com a teoria, fato relevante, já que a expectativa do investidor perante a taxa de câmbio na economia, é sem dúvida, um dos fatores que o faz investir mais ou menos capitais no mercado.

As variáveis *dummy* tão pouco apresentaram significância, a exceção da *dummy* para a crise russa, todas as outras, ainda que por pouca diferença, não apresentaram níveis satisfatórios para serem consideradas relevantes. Mais uma vez, atribuo esses resultados a não *expertise* deste trabalho no lado econométrico, pois as crises são fatos que influem no fluxo de capitais e Cardoso e Goldfajn ( 1996 ) em seu trabalho concluíram ser relevante a *dummy* para a crise mexicana – o efeito tequila foi amplamente analisado e não pode ser desprezado. Da mesma maneira os efeitos contágio da crise asiática e russa foram sentidos pelo Brasil apesar de não serem relevantes econometricamente no modelo aqui apresentado.

## VI – CONCLUSÃO

Chegando ao final da década de 90, percebe-se claramente que muita coisa mudou desde o início da mesma. A integração dos mercados, a globalização da economia evoluiu de maneira avassaladora, e hoje em dia é impossível governar sem deixar de se preocupar com o ambiente externo ao país. Essa interligação, ainda crescente, fez com que o fluxo de capitais entre os países se tornasse extremamente volumoso neste final de século. Economias emergentes vem tendo papel de destaque na captação destes recursos externos; há uma forte dependência delas em relação a este capital, muitas financiam suas contas com este investimento internacional, fato este que pode ser prejudicial, uma vez que a saída do investidor da economia pode comprometer seu funcionamento. Foram explicados aqui os fatores internos e externos que fazem com que as economias emergentes sejam as principais receptoras deste fluxo : diferencial de juros e estabilidade macroeconômica por exemplo são alguns fatores que influenciam na decisão do investidor em aplicar ou não seu capital em determinada economia. Naturalmente, à medida que um país apresenta elevado nível de entrada de capitais deve ser pensar em realizar o controle do mesmo.

A movimentação tem efeitos sobre as variáveis básicas da economia e tem que ser levada em consideração no momento em que medidas do governo precisem ser decididas. Nível de reservas, taxa de câmbio e taxas de juros são capazes de influenciar

na decisão de taxar a movimentação dos fluxos, e também são afetadas pelo movimento de capitais, se este de fato ocorrer, na economia. Estipular a melhor maneira de fazer este controle sem causar distúrbios no cenário econômico é a grande tarefa do *policy maker*.

Diversas são as maneiras e diferente é a magnitude com o qual é realizado o controle nos diversos países, principalmente nos emergentes que possuem alto grau de entrada de capitais. Taxar a entrada, estabelecer prazos mínimos de permanência do capital, taxar a saída, ou ainda estabelecer um requerimento de reservas não remuneradas ( URR – caso do Chile ) são algumas das maneiras encontradas para se ter um controle da movimentação de capitais. No caso brasileiro a regulação acontece principalmente através de medidas tomadas pelo governo em relação às taxas de entrada para o capital. O grande problema é que a regulação é extremamente variável, a todo instante o governo está alterando-a para melhor servir ao seu interesse. Isto é reflexo da vulnerabilidade do país em relação a estes fluxos, a economia nacional fica muito exposta ao movimento do investidor tendo sempre que se orientar de acordo com o comportamento deste. Como o investidor está sempre atrás de melhores retornos, sua movimentação é elevada, passando, sempre que rentável, de um mercado a outro. Uma das soluções para este problema foi implementado pelo Chile, através do URR a economia aos poucos está se livrando do capital especulativo de curto prazo, se tornando menos vulnerável ao movimento do investidor externo, alongando o perfil de seu fluxo de capital, bem como o de sua dívida. O Brasil também está visando esta mudança de horizonte e tem feito medidas para consolidar esta posição. No entanto este cenário só será de fato atingido se o país conseguir promover reformas econômicas capazes de mudar a forma do investidor analisar o Brasil, e permitir que o país atinja a estabilidade macroeconômica.

No presente trabalho procurei analisar empiricamente o caso brasileiro através da utilização de um modelo simples que fosse capaz de explicar o comportamento do fluxo para o país, analisando suas variáveis em períodos de diferentes condições externas e com diferentes níveis de regulação. O modelo comprovou que o diferencial de juros doméstico e internacional é de fato relevante para o caso brasileiro, sendo este talvez o principal fator de atração do capital externo, uma vez que nossa economia não possui ainda um confortável ambiente macro que tranquilize totalmente o investidor no momento em que este traz seu capital para o país.

É crescente o trabalho de nosso governo para que se melhore a percepção dos investidores internacionais em relação a economia brasileira; a tentativa de facilitar cada vez mais o investimento no país, seja diminuindo as taxas atuais ou mesmo criando novas possibilidades de investimento, vem sendo perseguida pelo atual governo; mas estas medidas sozinhas não atingirão seu objetivo. Sem uma melhoria no ambiente interno, leia-se política e economicamente, jamais teremos capitais de qualidade elevada. Ficaremos sempre dependentes do capital de curto prazo, expostos a crises como as asiáticas e russa, crises estas que têm efeitos consideráveis em nossa economia, atrasando ainda mais nosso desenvolvimento. Em resumo, não adianta controlar o capital, regular fluxos, se a própria economia não está preparada para recebê-los, passando por dificuldades no momento em que este capital entra no país.

**TABELA 1**

<b>CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS <sup>1/</sup></b>						
Discriminação	US\$ milhões					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999 *
Total	43 073	53 885	78 999	128 984	146 110	57 116 0
Investimentos	27 214	28 010	35 152	56 719	58 199	23 705
Em carteira	21 600	22 559	24 684	37 190	26 358	9 178
Diretos <sup>2/</sup>	2 241	3 285	9 580	17 864	26 515	12 258
Fundos de renda fixa	1 434	211	12	398	3 988	2 224
Fundos de privatização	1 939	1 955	779	1 168	1 322	45
Fundos de investimento imobiliário	-	-	92	96	16	0
Fundos de investimento em empresas emergentes	-	-	5	3	0	0

<sup>1/</sup> Não inclui operações em moeda nacional.

<sup>2/</sup> Não inclui investimentos em moeda nacional, mercadorias, conversões de empréstimos e juros ou reinvestimentos.

\* Primeiro Semestre

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - Agosto 1999

**TABELA 2****RESERVAS CAMBIAIS**

<b>Período</b>	<b>Conceito de Liquidez Internacional</b>
<b>Jan/94</b>	35.390
<b>Fev/94</b>	36.542
<b>Mar/94</b>	38.282
<b>Abr/94</b>	38.289
<b>Mai/94</b>	41.408
<b>Jun/94</b>	42.881
<b>Jul/94</b>	43.090
<b>Ago/94</b>	42.981
<b>Set/94</b>	43.455
<b>Out/94</b>	42.845
<b>Nov/94</b>	41.937
<b>Dez/94</b>	38.806
<b>Jan/95</b>	38.278
<b>Fev/95</b>	37.998
<b>Mar/95</b>	33.742
<b>Abr/95</b>	31.887
<b>Mai/95</b>	33.731
<b>Jun/95</b>	33.512
<b>Jul/95</b>	41.823
<b>Ago/95</b>	47.660
<b>Set/95</b>	43.713
<b>Out/95</b>	49.694
<b>Nov/95</b>	51.257
<b>Dez/95</b>	51.840
<b>Jan/96</b>	53.540
<b>Fev/96</b>	55.794
<b>Mar/96</b>	55.753
<b>Abr/96</b>	56.769
<b>Mai/96</b>	59.394
<b>Jun/96</b>	59.997
<b>Jul/96</b>	59.521
<b>Ago/96</b>	59.643
<b>Set/96</b>	58.775
<b>Out-96</b>	58.600
<b>Nov-96</b>	60.471
<b>Dez-96</b>	60.110
<b>Jan-97</b>	58.951
<b>Fev-97</b>	59.405
<b>Mar-97</b>	58.980
<b>Abr-97</b>	56.171
<b>Mai-97</b>	59.279
<b>Jun-97</b>	57.615
<b>Jul-97</b>	60.331
<b>Ago-97</b>	63.056
<b>Set-97</b>	61.931
<b>Out-97</b>	53.690
<b>Nov-97</b>	52.035
<b>Dez-97</b>	52.173
<b>Jan-98</b>	53.103
<b>Fev-98</b>	58.782
<b>Mar-98</b>	68.594
<b>Abr-98</b>	74.656
<b>Mai-98</b>	72.826
<b>Jun-98</b>	70.898
<b>Jul-98</b>	70.210
<b>Ago-98</b>	67.333
<b>Set-98</b>	45.811
<b>Out-98</b>	42.385
<b>Nov-98</b>	41.189
<b>Dez-98</b>	44.556
<b>Jan-99</b>	36.136
<b>Fev-99</b>	35.457
<b>Mar-99</b>	33.848
<b>Abr-99</b>	44.315
<b>Mai-99</b>	44.310
<b>Jun-99</b>	41.346
<b>Jul-99</b>	42.156
<b>Ago-99</b>	41.918
<b>Set-99</b>	42.562

Fonte: Banco Central

Valores em US\$ mm



**TABELA 3**

<b>PRODUTO INTERNO BRUTO</b>	
<b>Período</b>	<b>Variação</b>
1987	6,6
1988	7,3
1989	10,6
1990	3,7
1991	8,0
1992	12,3
1993	7,0
1994	5,7
1995	10,6
1996	7,4
1997	7,6
1998	3,4

Fonte : Banco Central do Chile

**TABELA 4****TAXA DE DESOCUPAÇÃO**

Grande Santiago

1982	22,1
1983	22,2
1984	19,2
1985	16,3
1986	13,5
1987	12,3
1988	10,9
1989	9,1
1990	9,6
1991	7,4
1992	6,0
1993	6,3
1994	6,8
1995	6,6
1996	6,2
1997	6,6
1998	9,1
1999 *	14,2

Fonte: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

\* Dados até junho

**TABELA 5**

<b>Maturidade da dívida com o BIS</b>					
<b>País</b>	<b>Menor de 1 ano</b>	<b>Entre 1 e 2 anos</b>	<b>Maior de 2 anos</b>	<b>Total</b>	<b>% dívida em Curto Prazo</b>
Venezuela	3.629	421	6.717	12.148	29,9
Hungria	1.018	964	3.653	10.851	37,0
Colômbia	6.698	1.423	8.503	16.999	39,4
<b>Chile</b>	<b>7.615</b>	<b>673</b>	<b>8.698</b>	<b>17.573</b>	<b>43,3</b>
México	28.226	2.659	24.647	62.072	45,5
Argentina	23.891	1.662	15.207	44.445	53,8
Rússia	38.308	3.811	24.959	69.091	55,4
Malásia	16.268	615	8.248	28.820	56,4
Brasil	44.223	2.193	19.555	71.118	62,2
Tailândia	45.567	4.592	16.491	69.382	65,7
Cingapura	196.600	1.719	9.818	211.192	93,1

Fonte : Bank for International Settlements

Valores em US\$ mm - 1997

\* Inclui ainda parte não alocada

**TABELA 6**

<b>CHILE</b>	
<b>RESERVAS INTERN. BRUTAS ( US\$ mm )</b>	
1990	5.358
1991	6.641
1992	9.009
1993	9.759
1994	13.467
1995	14.805
1996	15.474
1997	17.841
1998	15.992
1999 *	14.693

Fonte : Banco Central do Chile

\* Dados até setembro

## VII - BIBLIOGRAFIA

Banco Central do Brasil - “Análise do Mercado de Câmbio & Legislação sobre capitais estrangeiros da área de atuação do departamento de capitais estrangeiros ( FIRCE )”. Jun. 1999 - <http://www.bcb.gov.br>

Banco Central do Brasil “Boletim mensal” – diversos números

Calvo, G.; Leiderman; L.; Reinhart, C. - “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No.2, pg. 123-39, 1996.

Cardoso E., Goldfajn I. – “ Capital flows to Brazil – the endogeneity of capital controls” – IMF Staff papers, Abril 1998

Cardoso J.; Laurens B. - “The effectiveness of Capital Controls on Inflows Lessons from the Experience of Chile” – Preliminary Draft – Abril 1998

Dornbusch R. – “Capital controls : an idea whose time is gone” , Março 1998

Dornbusch R., Fisher S. – *Macroeconomia*. São Paulo, Makron McGraw-Hill, 1991

Dooley, M. – “Capital Controls and Emerging Markets”, *International Journal Finance Economics*, Vol.1, pg197-205, 1996

Edwards, S. - "Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin America Experiences", Draft for Conference Presentation at the NBER Conference on Capital Flows to Emerging Markets, Cambridge MA, Fevereiro 20-21, 1998.

Garcia, M.G.P.; Barcinski, A. - " Capital flows to Brazil in the nineties : Macroeconomics aspects of the effectiveness of capital controls. " Jul.96 - The quarterly review of economics and finance. Vol.38. nº3 pg-319-358, 1998.

Garcia, M.G.P.; Valpassos, M.V.P. - " Capital flows, capital controls and currency crisis : the case of Brazil in the nineties. Nov 1998, 41p. - texto para discussão - Departamento de economia PUC-RJ nº389.

Goldfajn I, Valdes R. - " Capital flows and the twin crisis : The role of liquidity." - IMF Working Paper 97/87, Washington, 1997.

Gregorio, J.; Edwards, S.; Valdés, R. - "Capital Controls in Chile : Na Assessment" - Resumo preparado para conferência IASE-NBER, 1998

IPEA "Boletim Conjuntural", disponível na INTERNET via WWW - <http://www.ipea.org.br> [ abril99 ] ; [ jan99 ] ; [ outubro98 ] ; [ abril98 ]

Oliveira R.O. - Efeito líquido dos impostos no fluxo de capitais para o Brasil - monografia de final de curso, departamento de economia - PUC-RJ - julho,1997

Pires V.X. - O fluxo do investimento externo direto - monografia de final de curso, departamento de economia - PUC-RJ - dezembro,1997

Pereira I.P.A - Os fluxos de capital e a política monetária - monografia de final de curso, departamento de economia - PUC-RJ - julho,1996

Stiglitz, E. J. - "Boats, planes and capital flows," Financial Times, Quarta-feira, 25 de março, 1998.