

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS NO BRASIL: UMA
ABORDAGEM MACROECONÔMICA E DA LEGISLAÇÃO

“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”.

Leonardo Fonseca da Silva
0212441

Orientador: Paulo Mansur Levy

Novembro 2005

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

Agradeço a todos os meus amigos e familiares por compartilharem comigo inesquecíveis momentos de minha vida. Em especial, agradeço aos meus pais por todo o carinho e atenção que nunca me faltaram, à minha irmã por ser um exemplo de sabedoria e dedicação, aos amigos Guilherme e Rodrigo pelos momentos de estudo que muito acrescentaram à minha formação, à minha namorada Gabriela por estar sempre ao meu lado, me fazendo cada dia mais feliz.

Agradeço ainda ao professor Paulo Levy por seu esforço e dedicação em me orientar na conclusão deste trabalho.

Índice

1. Introdução	5
2. Aspectos macroeconômicos da liberalização da Conta de Capitais	7
2.1 Inflação	8
2.2 Crescimento do PIB	11
2.3 Balança Comercial	12
2.4 Superávit Primário	14
2.5 Dívida Externa	15
2.6 Reservas Internacionais	17
3. Análise dos fluxos de capitais no Brasil no período de 1990 a 2004	19
3.1 Investimento Estrangeiro Direto	19
3.2 Investimento em Carteira	22
3.2.1 Investimento em Renda Fixa - Bônus	23
3.2.2 Investimento em Renda Fixa – Notes e Commercial Papers	25
3.2.3 Investimento em ações	25
4. Análise da legislação no período de 1990 a 2004	27
4.1 – De 1990 a 1998	27
4.2 – 1999	29
4.3 – 2000	30
4.4 – 2001	30
4.5 – 2002	31
4.6 – 2003	32
4.7 – 2004	33
5. Evidência Empírica	34
6. Conclusão	38

1. Introdução

A partir do início dos anos 90 têm se observado no cenário internacional importantes mudanças a respeito da integração financeira entre os países. Com os países passando por um grande processo de desregulamentação financeira, o fluxo de capital entre economias vem aumentando progressivamente, sendo responsável até por crises financeiras em algumas destas.

Se por um lado esses fluxos podem beneficiar uma economia elevando os investimentos e a renda, por outro eles podem ser prejudiciais, na medida em que provocam uma apreciação cambial e aumentam a vulnerabilidade de um país, uma vez que os fluxos de capitais são muito voláteis e podem provocar crises financeiras ao se escassearem com certa rapidez. Além disso, no contexto de um mundo cada vez mais integrado, essas crises financeiras podem ser determinantes para prejudicar outros países, geralmente economias em desenvolvimento, através do efeito contágio, onde uma situação de abundância de capital pode se reverter subitamente e gerar fugas de capital para economias desenvolvidas.

No caso brasileiro, podemos destacar quatro fatos relevantes para o aumento dos influxos de capital no período de 1990 a 2004: a retomada dos pagamentos da dívida externa através do plano Brady, melhorando as relações do país com o exterior; a criação do plano Real, que produziu a estabilidade macroeconômica necessária para dar maior segurança aos investidores externos; as baixas taxas de juros internacionais, que, somadas às altas taxas brasileiras, contribuíram para levar o Brasil a ser mais atrativo, uma vez que resulta em maior retorno; e o processo de liberalização da conta de capitais através de uma legislação cada vez mais aberta à entrada de capitais.

Em estudos recentes sobre a necessidade de maior abertura da conta financeira, podemos citar duas correntes bem distintas: enquanto Pêrsio Arida (2004) no estudo “Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro” defende a livre conversibilidade sustentando a adoção de um programa de liberalização gradual da conta de capital, o qual permitiria a construção de políticas consistentes ao longo do tempo, sem prejudicar a credibilidade do programa, Luiz Gonzaga Belluzzo (2003) no artigo “O Mito da Conversibilidade ou Moedas não são Bananas” sustenta a imposição de controles de capitais, baseado na idéia de que mesmo com a conversibilidade plena, o Real não se tornaria uma moeda de referência internacional,

visto que não passará a denominar contratos, constituir-se em referência de preços, nem será demandado pelos demais países, o que dará origem ao problema do descasamento. Há pouco tempo, o governo brasileiro emitiu títulos em moeda nacional, o Real, atingindo uma grande demanda pelos mesmos. Tal fato parece bastante interessante e pode esquentar ainda mais esse debate.

Já no trabalho de Gustavo H. B. Franco e Demosthenes M. Pinho Neto “A Desregulamentação da Conta de Capitais: Limitações Macroeconômicas e Regulatórias” indica-se a necessidade da atualização da legislação cambial brasileira, que mesmo enfrentando um processo de liberalização, se caracteriza ainda por algumas normas de raízes arcaicas, estabelecidas com base em conceitos antigos.

Em decorrência do enorme interesse motivado pelo assunto, será feita uma análise do caso brasileiro no período de 1990 até 2004, período caracterizado por um forte aumento dos fluxos de capital; por graves crises financeiras pelo mundo, como a crise asiática, por exemplo; pela melhoria dos aspectos macroeconômicos brasileiros, oriunda de políticas econômicas de estabilização, valendo ressaltar a introdução do Plano Real que, além de atingir o objetivo de reduzir a inflação, deu maior credibilidade ao país; e, pela crescente tendência de maior integração financeira entre os países.

O estudo se divide da seguinte forma: Na Seção 2 serão analisados os aspectos macroeconômicos da liberalização, abordando as principais mudanças macroeconômicas do período e o que necessita ser modificado nessa trajetória de livre conversibilidade. Na seção 3 será feito um breve histórico dos influxos de capital para o Brasil no período estudado. A Seção 4 apresenta as diversas mudanças na legislação cambial ocorridas de 1990 a 2004, especificando as medidas que facilitaram o livre fluxo de capitais no país. Já na seção 5 será abordada a evidência empírica. A seção 6 será a conclusão do estudo.

2. Aspectos macroeconômicos da liberalização da conta de capitais

O impacto da abertura da conta de capitais sobre o crescimento econômico é um assunto ainda muito polêmico no meio acadêmico, pois não nos fornece uma resposta convincente sobre o tema. Vários testes empíricos foram realizados a fim de calcular o grau de correlação entre essas duas variáveis, e apenas alguns poucos conseguiram captar essa correlação, e ainda assim tiveram seus resultados questionados. Apesar de não termos evidências quanto à causalidade da relação entre abertura e crescimento, podemos listar alguns benefícios da liberalização: possibilidade de alocar o capital a novas oportunidades de investimento (em outros países) e a diminuição do impacto das flutuações da renda sobre o consumo como também podemos citar alguns malefícios como o aumento da vulnerabilidade externa e o risco de apreciação cambial em momentos de *boom*.

Arida¹ (2004) nos traz algumas importantes conclusões a respeito da conversibilidade total da moeda. O trabalho foca no chamado risco de imposição de controles de capitais, que ele descreve como sendo o risco de o investidor externo não conseguir retirar seus investimentos de um país que utiliza a prática dos controles no mercado de câmbio. Assim, ao colocar seu capital num país que recorra freqüentemente aos controles normativos, o investidor exigiria uma remuneração maior a fim de ser compensado por esse risco.

O autor nos resume diversos cenários de um processo de especulação cambial em regimes de cambio fixo e flutuante, onde, no caso do câmbio fixo o processo levaria a uma parada súbita de financiamento externo e ao colapso do regime, enquanto no caso do regime flutuante, ele separa os efeitos em dois tipos dependendo do regime de flutuação estar associado à livre conversibilidade ou à possibilidade de imposição de controles. No cenário de livre conversibilidade, o processo especulativo seria limitado pela tendência do mercado ao equilíbrio, enquanto no cenário de risco de controles, haveriam paradas bruscas de financiamento devido à inibição do processo de auto-equilíbrio, gerado pela expectativa do mercado pelo uso de controles. Para ilustrar este risco, Pérsio cita o exemplo dos efeitos da crise asiática sobre a Austrália e o Chile: embora os dois países apresentassem economias bastante abertas, exportadoras de

commodities e com boa gestão macroeconômica, tivemos efeitos diferentes para cada um dos países. Enquanto que o déficit de conta corrente australiano, gerado pela piora dos termos de troca, foi financiado pela entrada de capitais, no caso chileno se observou uma parada súbita de financiamento. Historicamente, a Austrália tinha boas práticas de conversibilidade, enquanto o Chile tinha um histórico de controles e um quadro normativo em vigor que permitia seu uso.

Pérsio Arida responde ainda a Belluzzo que afirma que ao adotar a livre conversibilidade, o Brasil passaria a lutar contra o problema do descasamento uma vez que o Real não é uma moeda de referência internacional. Arida indica a mudança qualitativa que vem ocorrendo na gestão macroeconômica a partir de 1999. Com isso, ele conclui dizendo que *“a percepção da nossa moeda como sendo de qualidade inferior reflete o passado, não o presente”*.

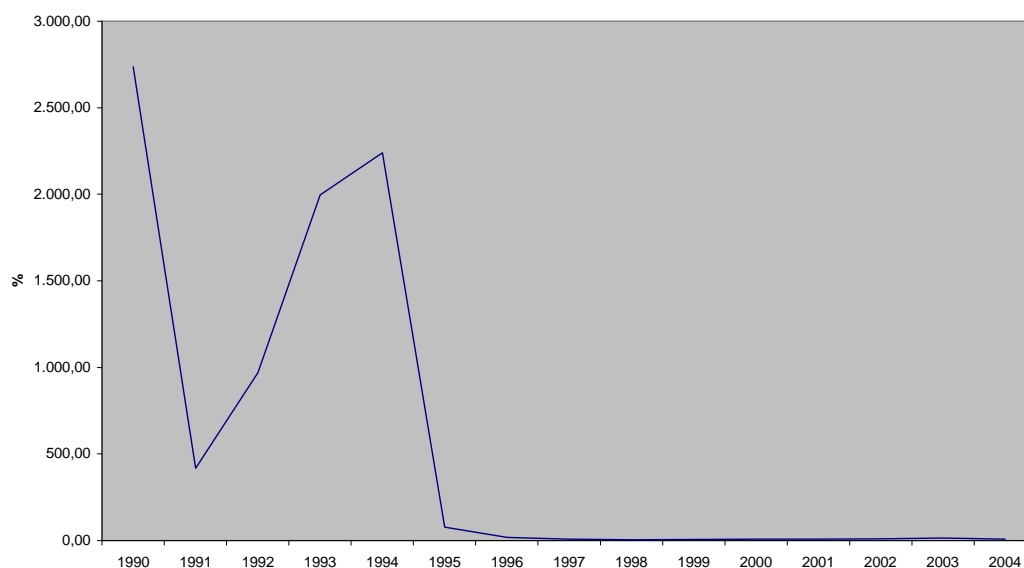
É nesse contexto de melhoria macroeconômica que se faz necessário a apresentação do histórico dessa nova “roupagem” da economia brasileira, que representada pelo tripé: políticas fiscais austeras (Lei de Responsabilidade Fiscal, superávit fiscal), regime de metas inflacionárias e câmbio flutuante, que vem mudando a percepção da economia brasileira no cenário mundial e atraindo um fluxo cada vez maior de capitais.

2.1 Inflação

Uma das maiores preocupações do governo brasileiro na década de 80 e início dos 90, a inflação brasileira, medida pelo deflator implícito do PIB sofreu uma enorme queda após o Plano Real. Como podemos observar no Gráfico 1, em 1990 o índice alcançava a marca de 2.736,97%, o que indicava sérias dúvidas a respeito da economia do país. Até alcançarmos a estabilidade dos índices inflacionários, tivemos uma série de planos heterodoxos, caracterizados por práticas de congelamento de salários e preços e mudança de moeda, entre outros métodos que acabaram por fracassar.

¹ Pérsio Arida (2004) – *“Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro”* – texto preparado para o seminário *“Aprimorando o Mercado de Câmbio Brasileiro”*, organizado pela BMF.

Gráfico 1 - Deflator implícito - % - Ano



Essa série de planos heterodoxos se inicia no governo Sarney através do Plano Cruzado (1986-1987) que, abalizado em uma política de congelamento de preços sobre algumas mercadorias, acabou por gerar um mercado negro, além da prática da maquiagem de produtos pelos respectivos produtores, a fim de evitar o congelamento de preços. Com o inevitável fracasso do plano, a inflação voltou com intensidade e o país entrou em recessão. Ainda no governo Sarney, mais duas tentativas, os planos Bresser (1987) e o plano Verão (1989), são postos em prática. Seguindo a mesma linha de congelamento de preços, ambos os planos caem no descrédito da população e, assim como o primeiro, acabam por fracassar. Modiano conclui sobre os planos: *“Apesar da ênfase da política econômica no combate à inflação, a taxa anual de inflação quadruplicou entre o início de 1985 e o final do ano de 1988. (...) Os planos Cruzado, Bresser e Verão não produziram mais do que um represamento temporário da inflação, uma vez que não foram solucionados quaisquer dos conflitos distributivos de renda ou atacados os desequilíbrios estruturais da economia, que poderiam ser considerados focos de pressão inflacionária a médio prazo. Não se logrou reduzir as transferências de recursos reais para o exterior. O desequilíbrio das contas do governo se agravou. A política monetária foi predominantemente acomodatória”*.

É nesse contexto que se faz necessária a análise dos fluxos de capital do período citado acima, uma vez que essa época se caracteriza pelo forte racionamento de capital e pela declaração da moratória brasileira. Assim, pode se dizer que a década de 80 foi

caracterizada pelo baixo fluxo de capital entre o Brasil e o resto do mundo, sendo a conta Outros Investimentos a mais importante do Balanço de Pagamentos na época. Como pode ser visto pelo gráfico 2, a conta Outros Investimentos representou 75% dos fluxos de capital do período, seguida pela conta de Investimento Direto com 29% e pelas contas Investimento em Portfólio e Derivativos, que por representarem respectivamente -4% (saídas de capital) e menos de 1% podem ser consideradas resíduos no período. O racionamento do capital pode ser notado através dos resultados da conta financeira que, a partir de meados da década, se tornaram muito menores, evidenciando uma retração dos influxos de capital para o Brasil. Na década de 80, a conta Outros Investimentos foi, em grande parte, resultado do que acontecia com sua subconta Empréstimos e financiamentos de longo e curto prazo. Nota-se que até meados da década de 80, tal subconta apresentava robustos resultados de entrada de capital, ultrapassando por dois anos o valor de US\$ 10 bilhões. Entretanto, a partir do ano de 1985, a conta passa a apresentar saídas de recursos, ainda que reduzidas. Já em 1987, ano da declaração da moratória brasileira, a saída de capital se torna mais intensa, atingindo o valor de US\$ -1,5 bilhões e permanece negativa nos dois anos subsequentes. Outra conta com certa relevância no período foi a de Investimento Direto, sempre se mantendo positiva, apesar de não apresentar entradas tão significantes quanto a conta Outros Investimentos. Para demonstrar a importância de tal conta, cabe ressaltar que mesmo no ano de declaração da moratória e em seus dois anos posteriores, ocorreram entradas líquidas na mesma.

Após essas primeiras tentativas fracassadas de combate à inflação, o governo Collor (1990) aspira ao sucesso do controle inflacionário através do Plano Collor I. Mais um plano de estabilização fracassa com o país entrando em recessão e a inflação em ascensão. A quinta tentativa de reprimir o processo inflacionário ocorre pelo Plano Collor II que, assim como os outros, também falha no cumprimento de seus objetivos.

Posteriormente a todas essas tentativas heterodoxas de estabilização, temos, enfim, o primeiro plano que conteve a inflação. Em 1994, no governo Fernando Henrique Cardoso, é lançado o plano Real, que tinha como principais ferramentas a reforma monetária, criando a URV, e a âncora cambial. Assim, após variadas tentativas de reduzir a inflação, o Brasil inicia um novo processo, de inflação controlada, e passa a transmitir maior credibilidade aos investidores internos e externos. Porém, é através do

sistema de metas inflacionárias que o país alcança maior estabilidade inflacionária, sistema pelo qual o Conselho Monetário Nacional traça uma meta para a inflação e o Banco Central, por meio da política monetária, tem o objetivo de alcançar a meta proposta. Vale ressaltar que, em tal sistema, apesar da fixação de uma meta específica, há uma banda de variação de 2,5%, o que permite certa acomodação da inflação.

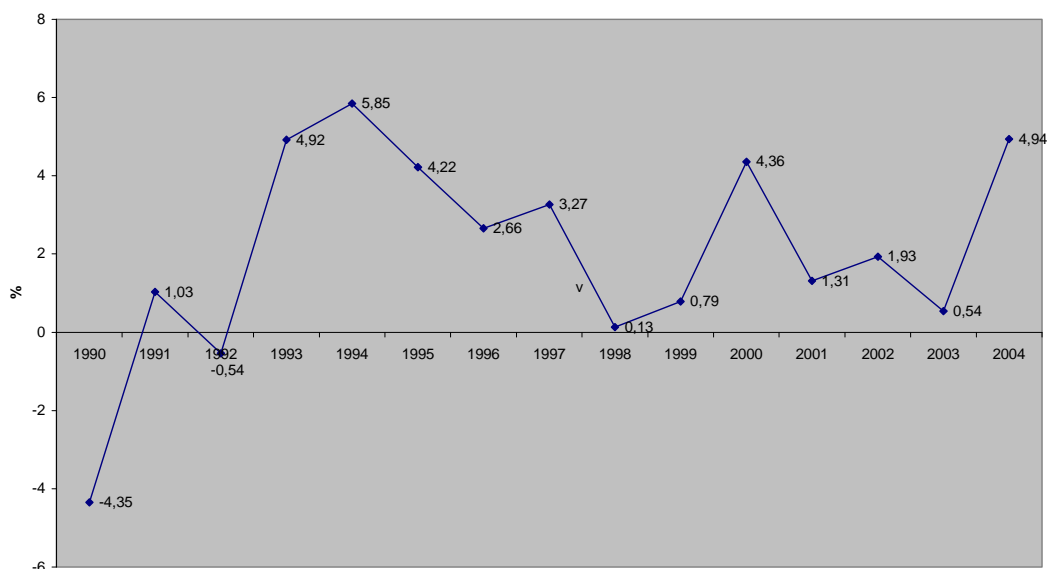
2.2 Crescimento do PIB

Após as espetaculares taxas de crescimento do produto apresentada em fins da década de 1960 e, sobretudo na década de 1970, com as taxas variando de 5% até 14%, o país entra num complicado período de retração do produto nos anos 80 e tem sua taxa média de crescimento de 8,8% nos anos 70 reduzida para 3,02% nos anos 80 e para 1,8% nos anos 90. Se compararmos as décadas de 1970 com a de 1990, concluiremos que a taxa média de crescimento do PIB nos anos 90 representa menos do que a quarta parte da dos anos 70.

Podemos dizer que esse baixo crescimento apresentado tanto nos anos 80 quanto nos anos 90 foi o preço pago por políticas econômicas irresponsáveis na época da ditadura militar (1964 a 1985) que, ao priorizarem apenas o crescimento do produto, não deram importância a outros problemas econômicos, como a inflação, por exemplo, que mais tarde teriam efeitos devastadores sobre a economia brasileira. Além disso, não podemos esquecer as políticas equivocadas adotadas no final dos anos 80 e início dos anos 90 que, conforme já explicado, além de não atingirem o objetivo de combater a inflação, conduziram o país à recessão.

Entretanto, apesar do alto preço ainda pago pelo país, podemos observar pelo gráfico 3 que os últimos dois anos (2004 e a expectativa de crescimento de 3,5% do PIB para o ano de 2005) trazem um pouco mais de esperança. Com uma notável melhora no ambiente externo, onde temos observado um maior crescimento dos países pelo mundo, e a considerável melhora nas políticas econômicas adotadas pelos dois últimos governos, o Brasil caminha para um processo de maior crescimento, que pode ser notado pela variação média do PIB no período 2000 a 2004 de 2,6%, que apesar de se encontrar ainda longe da média alcançada nos anos 70, apresenta um ligeiro aumento sobre os anos 90.

Gráfico 2 - Variação do Produto Interno



2.3 Balança Comercial

Acompanhando o ciclo de integração mundial, o comércio exterior tem apresentado resultados jamais vistos em nossa história. Com elevadas taxas de crescimento tanto das exportações quanto das importações, como demonstrado pelo gráfico 4, o Brasil vai se tornando um país cada vez mais aberto à comercialização internacional. Tal abertura pode ser demonstrada pelo chamado coeficiente de abertura do país, medido pela razão entre o somatório das exportações com as importações sobre o PIB. Nesse contexto podemos observar pelo gráfico 5 que, se em 1990 o coeficiente apresentava 11,10%, no ano de 2004 ele já alcançava 26,37%. Se o país ainda não figura entre o grupo das economias mais abertas do mundo, é inegável a tendência de forte integração comercial com as demais economias, explicitada pela trajetória ascendente do gráfico. O último ano de déficit na balança comercial foi 2000, que registrou um resultado de U\$\$ -697,75 milhões, sendo U\$\$ 55.085,59 milhões em exportações e U\$\$ 55.783,34 milhões em importações. A partir do ano de 2000, tem se observado uma trajetória ascendente de produtos exportados, principalmente nos dois últimos anos com taxas de crescimento da ordem de 21,08% em 2003 e 32,01% em 2004. Assim sendo, a balança comercial representa a principal fonte de receita para a conta corrente e, nos últimos dois anos, responsável pelos superávits desta conta nos

valores de U\$\$ 4.177 milhões em 2003 e U\$\$ 11.738 milhões em 2004. Além disso, é também uma importante fonte de recursos que entram no país, devido à obrigatoriedade da cobertura cambial, norma pela qual os exportadores estão sujeitos à conversão de suas receitas em dólares para a moeda nacional corrente num período de tempo arbitrado pelas autoridades.

Gráfico 3 - Comparação: Exportações e Importações

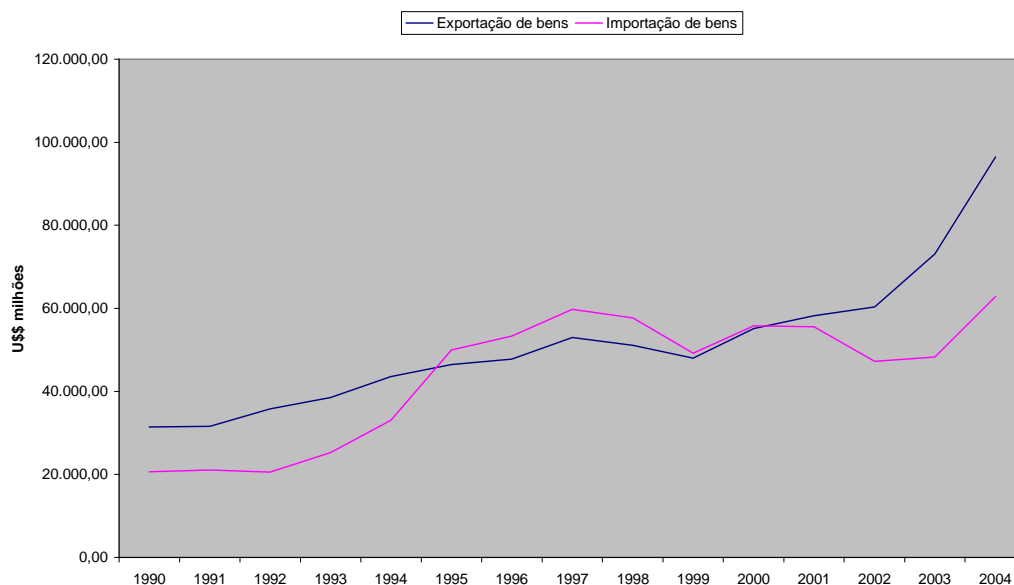
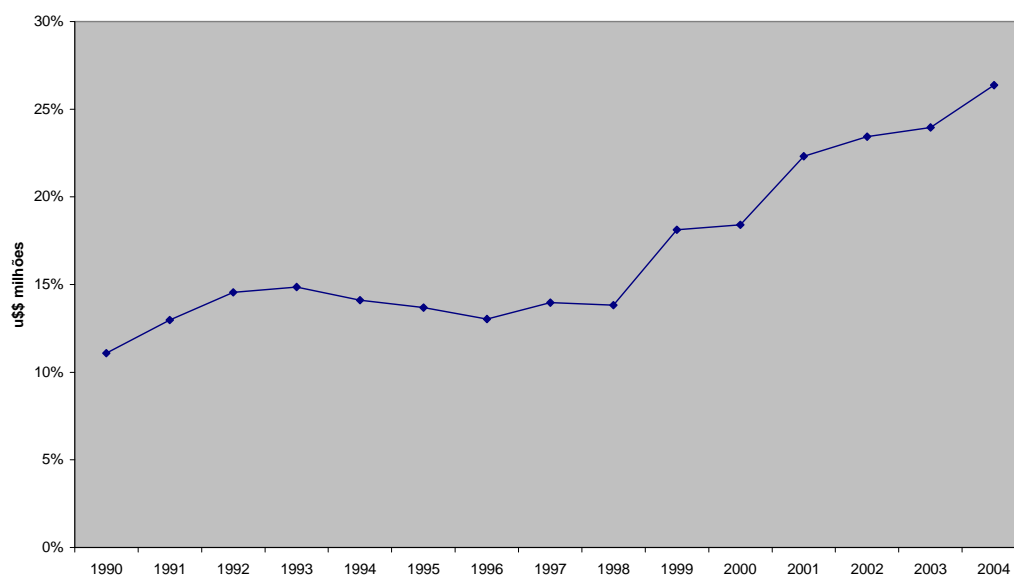


Gráfico 4 - Corrente de Comércio



2.4 Superávit Primário

Importante elemento do chamado tripé, o superávit primário do governo vem produzindo agradáveis resultados no objetivo de redução da dívida. Ao impedir o governo de gastar em excesso e, ao invés disso, utilizar as receitas para o pagamento da dívida, o superávit tem contribuído para o aumento da credibilidade do país com os investidores externos. A prática de gerar robustos superávits se iniciou com a obrigação de fazê-los para cumprir acordos de empréstimos com o FMI. Com a necessidade de se exercer tais acordos, o Brasil sinalizava ao mundo o comprometimento com a estabilidade de sua economia, deixando para trás a memória de elevados gastos governamentais que durante anos colaboraram para o elevado crescimento da dívida. Pelo gráfico 7, podemos perceber a partir de 1999 um maior comprometimento do país para com o resultado do superávit, que pode ser explicitado pela manutenção da taxa de superávit sobre o PIB que variou entre um mínimo de 3,28% e um máximo de 4,63%. Como mais um avanço a ser notado, o governo brasileiro, em 2005, desvinculou a manutenção do superávit da necessidade de se cumprir os acordos de empréstimo do Fundo e, de forma responsável, sustentou um elevado nível de superávit primário sem a exigência do FMI, apontando progressos no tratamento de nossa economia. Como frutos a serem colhidos pelas boas práticas exercidas pelo país, temos notado uma queda do risco país (pontos percentuais acima dos juros americanos que medem o risco de se investir num determinado país), o que contribui para a queda das taxas de juros do Brasil.

Gráfico 5 - Risco Brasil x Risco Países Emergentes (EMBI+)

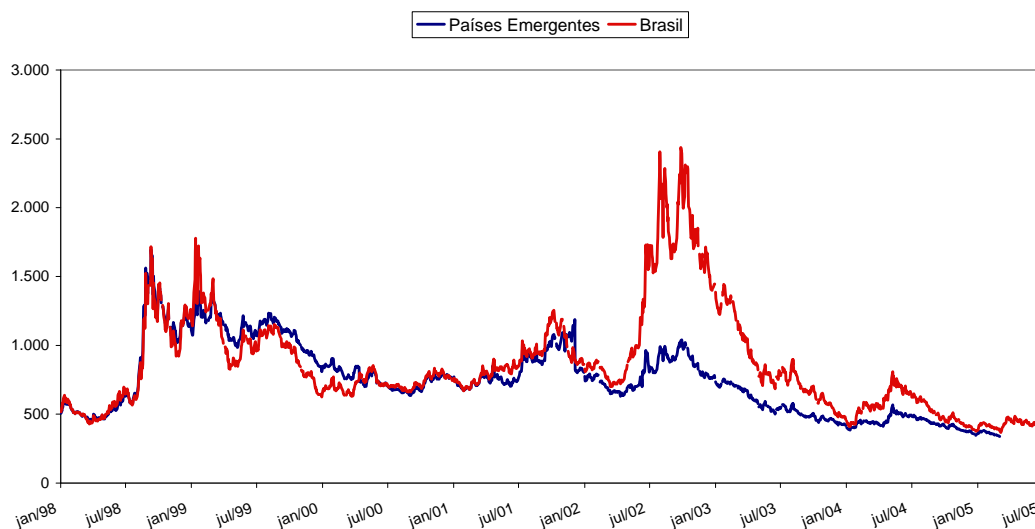
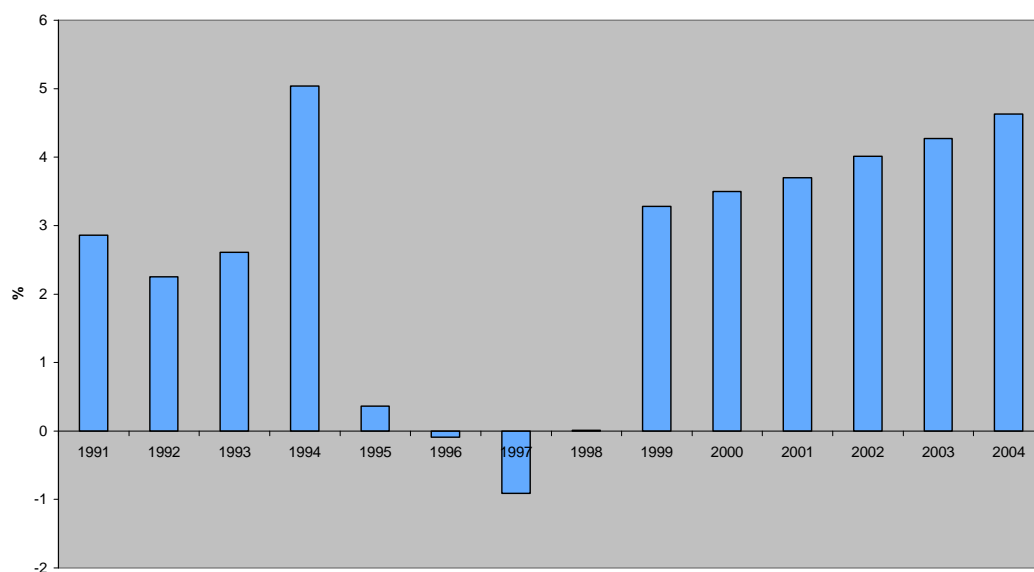


Gráfico 6 - Superávlt Primário

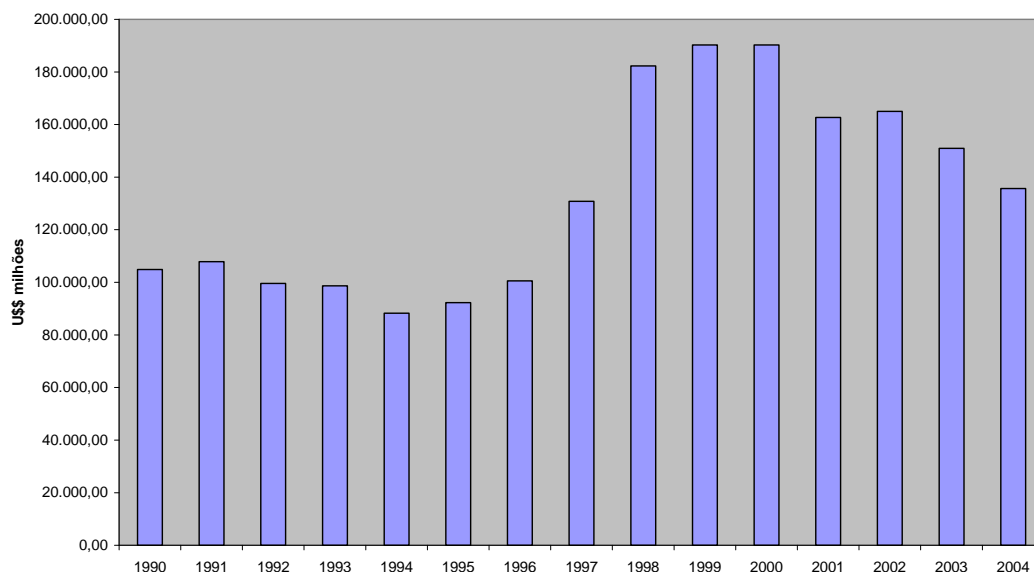


2.5 Dívida Externa

Durante anos, com expressivos déficits em transações correntes, a dívida externa líquida do Brasil vinha crescendo vertiginosamente. Entretanto, no final dos anos 90, mais precisamente em 1999, ano de adoção do câmbio flutuante, tem ocorrido uma reversão da trajetória ascendente observada até então. Grande parte dessa queda pode

ser explicada pelo superávit em conta corrente apresentado nos últimos anos, sustentado pela favorável balança comercial, e pelos ingressos de investimento estrangeiro direto, que passou a ser muito representativo em meados da década de 1990. Pelo gráfico 8 podemos observar o ano de 1999 como um ponto de inflexão, onde a trajetória ascendente é substituída por um movimento de queda. Se observarmos os resultados da conta corrente, podemos perceber que esse mesmo ano de 1999 apresenta também o início de um processo de redução do déficit em conta corrente, uma vez que o ano de 1998 apresentava um resultado de U\$\$ -33.415,90 milhões e em 1999 essa conta passou a ser deficitária em U\$\$ -25.334,78 milhões. Após essa primeira redução do déficit em transações correntes, ocorrem sucessivas reduções no mesmo até que nos dois últimos anos, 2003 e 2004, a conta passa a ser superavitária em respectivamente, U\$\$ 4.177,29 milhões e U\$\$ 11.737,60 milhões. Somado a essa reversão da trajetória das transações correntes, o investimento estrangeiro direto foi também de enorme importância para a redução da dívida, fato que pode ser confirmado através dos valores ingressos nos anos de 1998, 1999 e 2000, que foram de respectivamente U\$\$ 28.855,61 milhões, U\$\$ 28.578,43 milhões e U\$\$ 32.779,24 milhões. Assim, a trajetória da dívida externa líquida não poderia deixar de ser descendente, e nota-se seu declínio ano após ano, excluindo-se o ano de 2002 em que o país passou por uma grave crise de confiança e teve dificuldades em rolar suas dívidas. Em 1999 a dívida externa líquida do país era da ordem de U\$\$ 190.318,67 milhões, reduzindo-se para o valor de U\$\$ 135.702,18 milhões no ano de 2004, ou seja, uma queda de 29% em cinco anos.

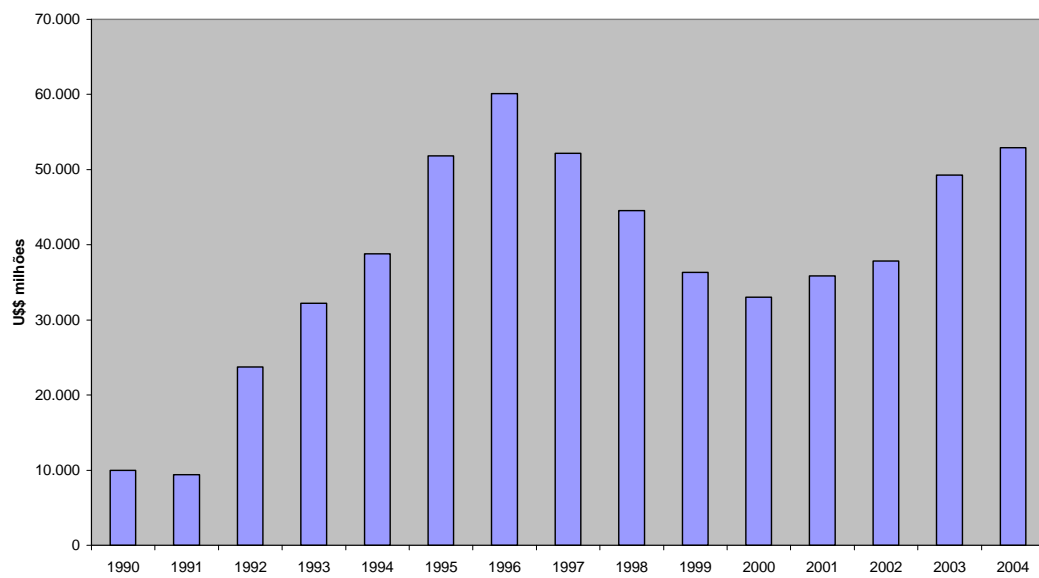
Gráfico 7 - Dívida externa líquida - US\$ milhões - A



2.6 Reservas Internacionais

Indicador de enorme importância para uma economia, sendo uma espécie de identificador da solvência de um país, as reservas internacionais foram de fundamental importância para o país no período de câmbio sobrevalorizado (paridade de um por um entre Real e Dólar). Como pode ser observado no gráfico 9 abaixo, as reservas internacionais apresentaram trajetória crescente no início dos anos 90 atingindo um pico no ano de 1996 da ordem de US\$ 60.110 milhões, seguida de uma reversão dessa tendência nos anos de 1997 e 1998 quando ocorreram as crises asiática e russa, levando as reservas a atingirem o volume de US\$ 33.011 milhões em 2000. O retorno da trajetória ascendente ocorreu no ano de 2001, quando o país acumulou US\$ 35.866 milhões de reservas para voltar a níveis anteriores, alcançando a quantia de US\$ 52.935 milhões no ano de 2004, valendo ressaltar que destas US\$ 27.541 milhões se referiam a reservas líquidas ajustadas. Observa-se, portanto, que o país retomou seus níveis anteriores de reservas e com isso, passou a dispor de maior confiança no cenário mundial.

Gráfico 8 - Reservas Internacionais - Conceito Liquidez



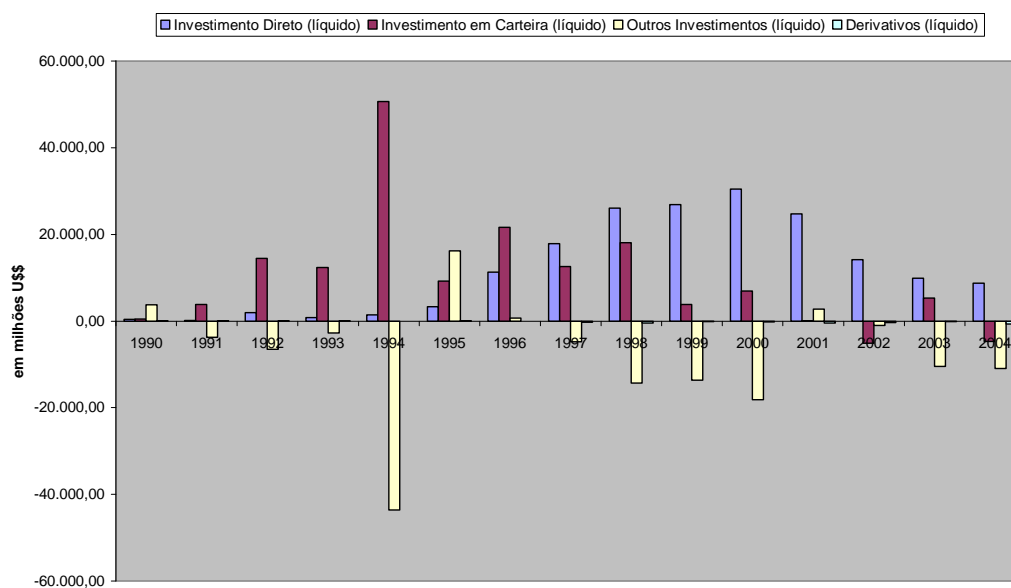
3. Análise dos fluxos de capitais no Brasil no período de 1990 a 2004

A integração financeira internacional tem conduzido muitas economias a uma trajetória de abertura financeira. Com a economia brasileira não foi diferente e, portanto, temos observado um aumento do fluxo de capitais para o país a partir do início dos anos 90. Quatro fatores foram de primordial importância para a atração destes volumosos fluxos: A renegociação da dívida externa (após o default de 1987) com os credores e a regularização dos empréstimos atrasados nos moldes do plano Brady; a implantação do plano Real, que deu maior estabilidade macroeconômica; a baixa taxa de juros internacionais e os altos juros internos, que levaram os investidores internacionais a alocar capital nos países de maior rendimento, como o Brasil; e a trajetória de desregulamentação da conta de capitais por meio de uma legislação cada vez mais aberta ao fluxo de capitais internacionais. Assim, se faz necessária a análise dos fluxos de capital para o Brasil no período de 1990 a 2004, por onde será demonstrada essa tendência de crescente integração financeira com o resto do mundo.

3.1 Investimento Estrangeiro Direto

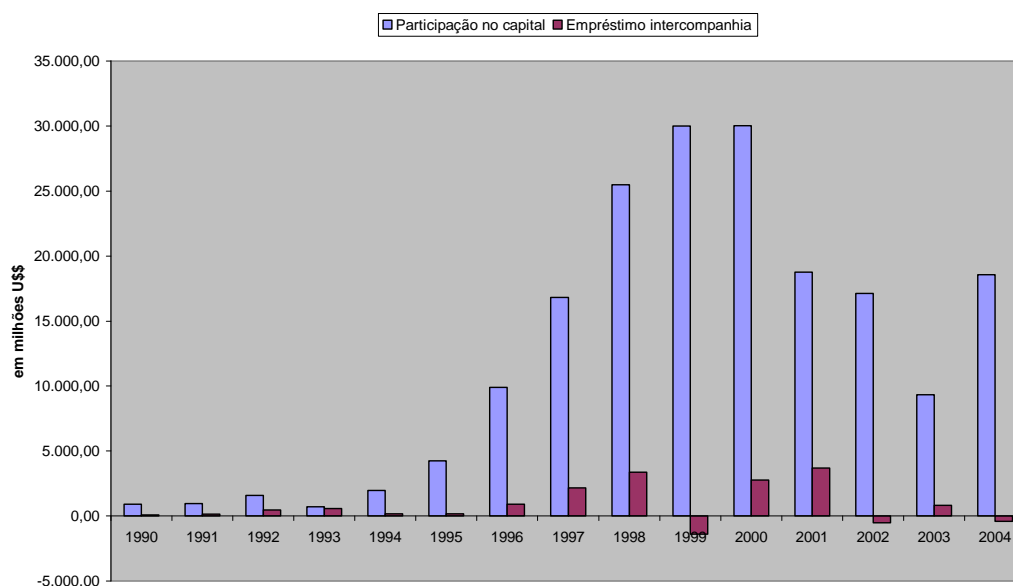
Os investimentos estrangeiros no Brasil podem ser divididos em dois grupos de investimentos que compõem quase que a totalidade da conta financeira, sendo eles o Investimento Estrangeiro Direto, responsável pela entrada de U\$\$ 199.352,60 milhões entre os anos de 1990 e 2004, e o Investimento Estrangeiro em Carteira responsável por entradas de U\$\$ 157.113,41 milhões no mesmo período. Pelo gráfico 9 da conta de capitais, podemos perceber o aumento dos influxos de capital internacional para o país a partir do plano Real em 1994, onde os indicadores econômicos do país começaram a sinalizar maior estabilidade de nossa economia para os investidores externos.

Gráfico 9 - Conta Financeira (Composição)



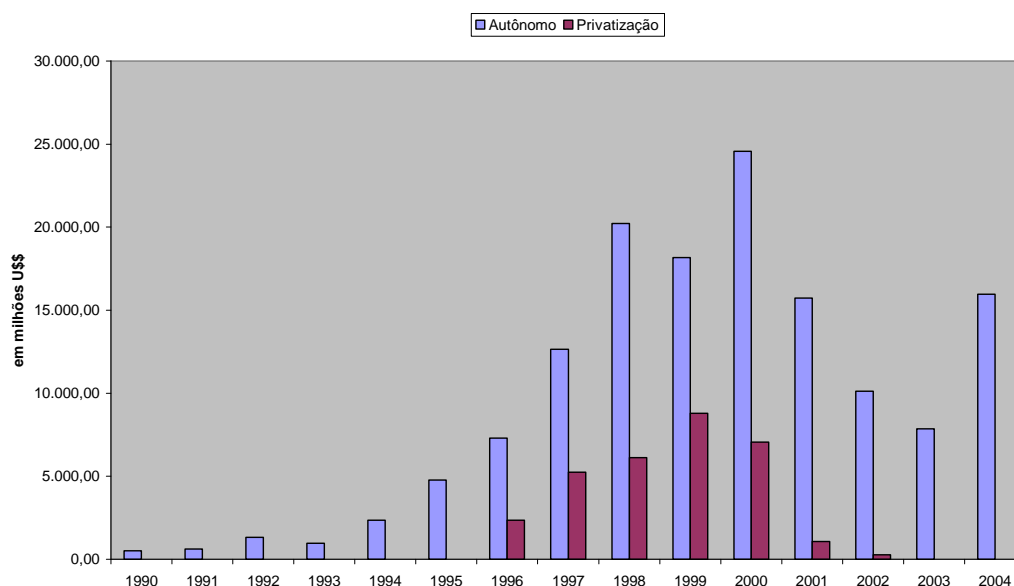
Para analisarmos as entradas de capital no período de 1990 a 2004, se faz necessário o estudo dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Para isso, devemos destacar os grupos que compõem o IED: moedas, mercadorias, conversões e reinvestimentos. Dentre estes, vale destacar a participação do grupo moedas que com US\$ 174.030,80 milhões foi responsável pelo ingresso de aproximadamente 83% dos investimentos estrangeiros diretos no período analisado. As conversões foram responsáveis por quase 16% dos fluxos, enquanto que mercadorias e reinvestimentos tiveram as irrisórias participações de respectivamente, 0,34% e 1,04%.

Gráfico 10 - Investimentos Estrangeiros Diretos



Os investimentos diretos em moedas são representados por dois subgrupos denominados de capitais autônomos e privatizações, com os capitais autônomos responsáveis pela entrada de US\$ 143.120,58 milhões no período de 1990 a 2004, o que representa 82% dos investimentos diretos em moedas, e as privatizações contabilizando US\$ 30.910,22 milhões, ou 18% desse mesmo total. Entretanto, se analisarmos as privatizações no governo FHC, mais especificamente de 1996 a 2002, nota-se um aumento de sua representação nos investimentos em moedas para 22% das entradas, uma vez que no governo Lula não ocorreu entradas de recursos por meio das privatizações.

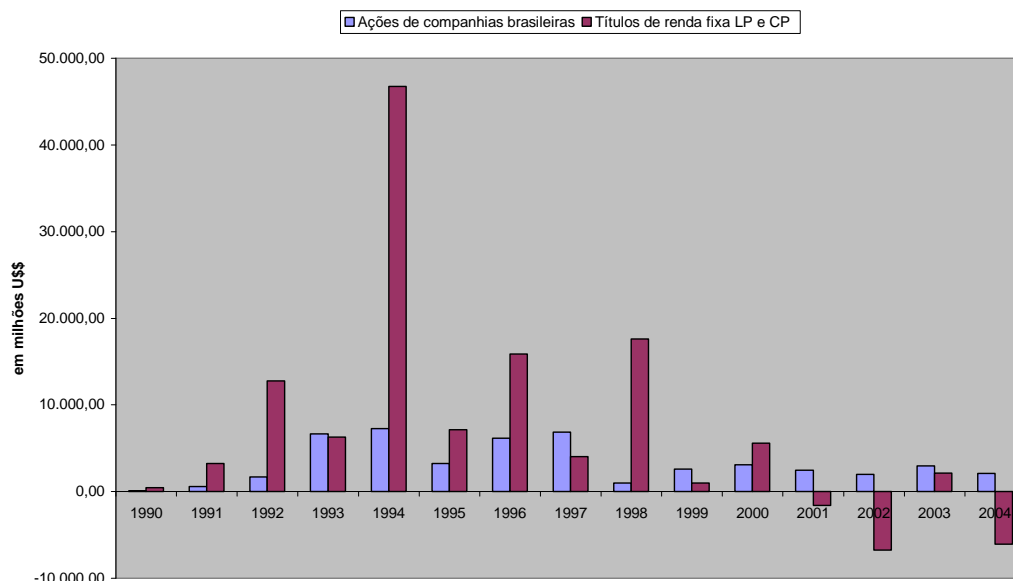
Gráfico 11 - Autônomo X Privatização



3.2 Investimento em Carteira

Os investimentos em portfólio foram também importantes fluxos de entrada de capital estrangeiro no país. Composto pelos investimentos em ações de companhias brasileiras e pelos títulos de renda fixa, o investimento em carteira foi responsável pela entrada de U\$\$ 157.113,41 milhões no período de 1990 a 2004, constituindo assim num fundamental meio de atração de capital estrangeiro. Uma análise do investimento em portfólio nos remete a uma decomposição da conta nas subcontas já citadas anteriormente, investimento em ações de companhias brasileiras e em títulos de renda fixa, onde a primeira representou U\$\$ 48.732,15 milhões de entradas, correspondendo, portanto a 31,02% dos investimentos em portfólio no período, e os títulos de renda fixa com entradas de U\$\$ 108.381,60 representando 68,98% dos recursos em carteira. Os investimentos em renda fixa são classificados como títulos negociados no país e títulos negociados no exterior. Como a maior parte dos influxos de capital ocorre por meio dos títulos negociados no exterior, serão analisadas as transações com títulos de renda fixa realizadas no exterior. Dentre os títulos de renda fixa negociados no exterior temos: Bônus, Notes e Commercial papers e os títulos de curto prazo, que por representarem uma pequena fatia da conta (menos de 1% no período de 1990 a 2004 e 0% na década de 80), serão tratados como resíduo.

Gráfico 12 - Investimento Estrangeiro em Portfólio



3.2.1 Investimento em Renda Fixa - Bônus

Com influxos de capital da ordem de US\$ 62.378,50 milhões no período de 1990 a 2004, ou aproximadamente 54% dos títulos de renda fixa negociados no exterior, os investimentos em Bônus vêm se tornando uma importante fonte de recursos para o país. Para uma demonstração da importância que vem assumindo este título, se pegarmos a década de 80 como comparação, observa-se um enorme crescimento dos bônus em valores absolutos, revertendo uma década de saída de capital para um período de robustos influxos. No período de 1980 a 1989 observou-se saídas de US\$ 2.393,50 milhões, o que dá uma média de US\$ 239,35 milhões de saída por ano. Já na década de 90, nota-se a entrada de US\$ 54.034,90 milhões, o que dá uma média de US\$ 5.403,49 milhões por ano. Além disso, apesar das saídas de capital, os investimentos em bônus representavam, na década de 80, a totalidade dos fluxos de capital da conta investimento em renda fixa negociados no exterior. Já nos anos 90, sua participação caiu para 44% dos fluxos, entretanto, ao contrário do que ocorria nos anos 80, esta participação representa influxos de capital. Para uma melhor análise dos investimentos em bônus, o gráfico 14 demonstra a baixa movimentação dessa conta nos anos 80, revertida em

entradas de capital nos anos 90. Assim, podemos dizer que a emissão de bônus configurou-se como mais uma fonte de ingressos de capitais ao Brasil na década de 90.

Gráfico 13 - Investimentos em Renda Fixa - Desagregado

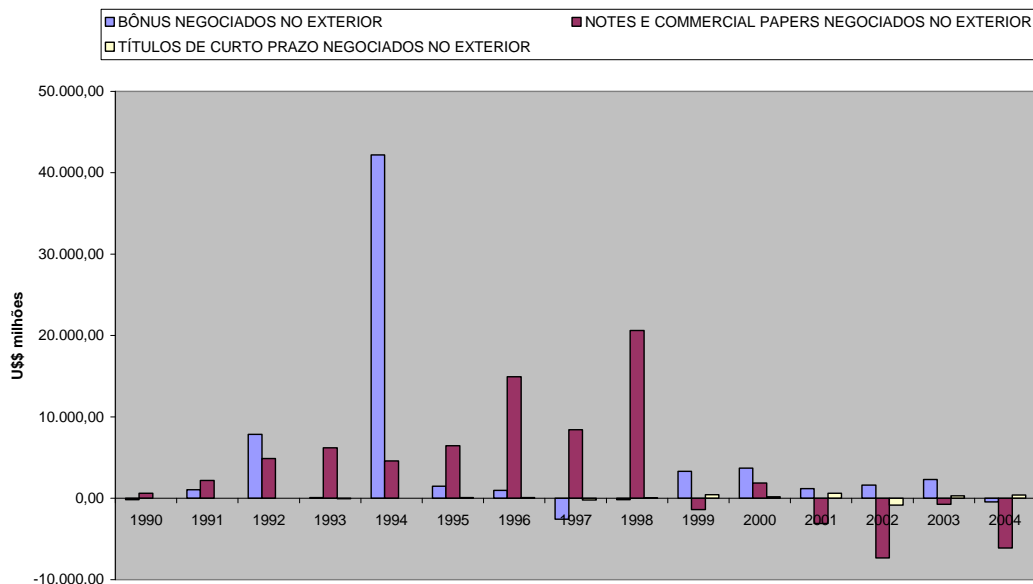
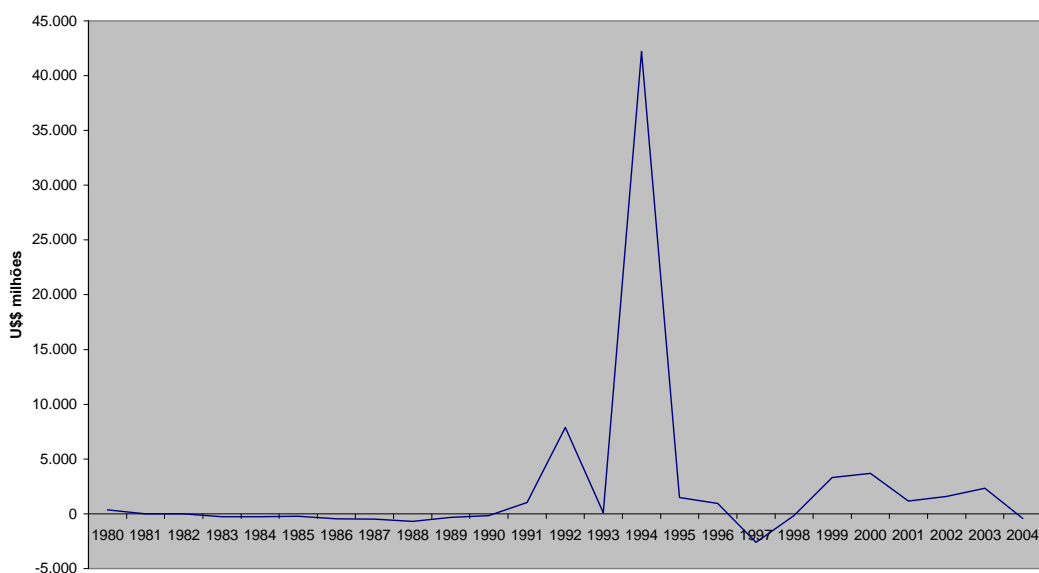


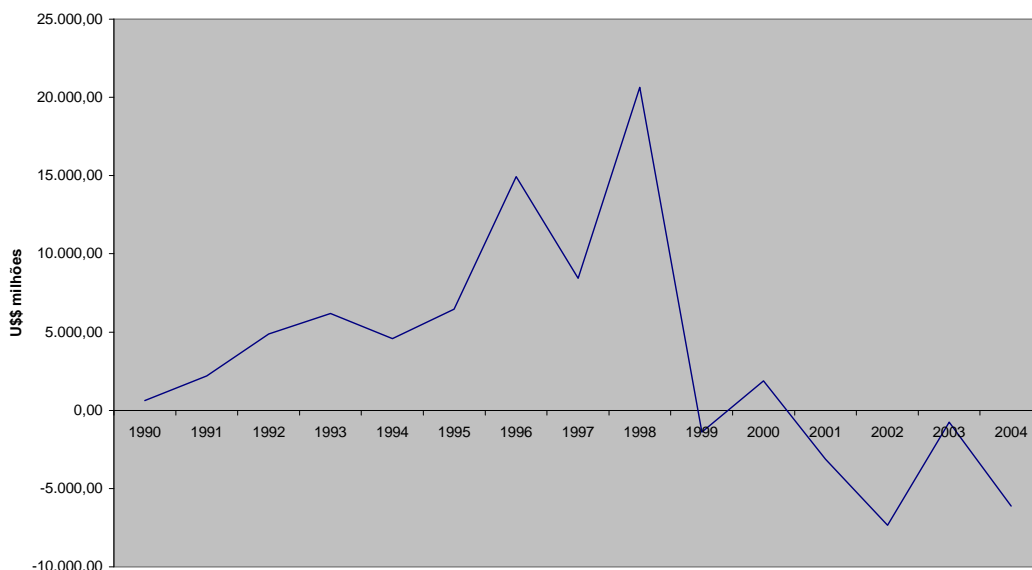
Gráfico 14 - Bônus negociados no exterior



3.2.2 Investimento em Renda Fixa – Notes e Commercial Papers

Ao analisarmos os investimentos em Notes e Commercial Papers, nota-se a enorme contribuição destes títulos para os influxos de capital para o Brasil a partir dos anos 90. Se na década de 80 esses títulos não contabilizavam valor algum para a conta financeira, os anos 90 representam uma grande expansão destes números e já a partir de 1990, observa-se a entrada de U\$\$ 631,20 milhões. A década de 90 apresenta a impressionante entrada de U\$\$ 67.555,70 milhões por meio destes títulos, o que representa 55% dos influxos de capital dos investimentos em renda fixa negociados no exterior. Apesar do notável crescimento destes influxos, no período de 2000 a 2004 observa-se uma reversão nos resultados da década passada, com saídas de capital da ordem de U\$\$ 15.442,40 milhões.

Gráfico 15 - Notes e Commercial Papers negociados no exterior

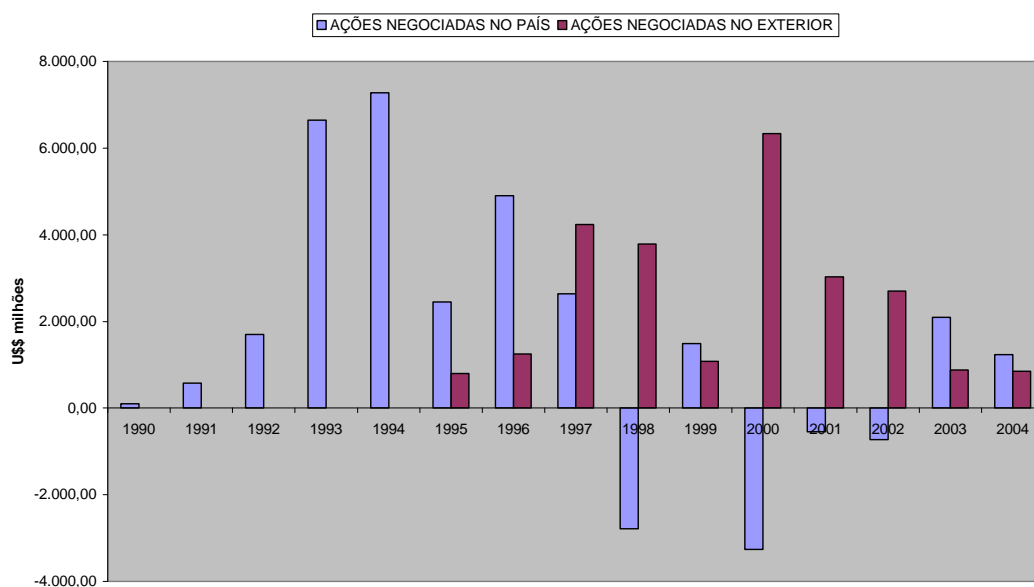


3.2.3 – Investimento em Ações

Representando 31% dos investimentos em carteira, as ações de companhias brasileiras se caracterizam como mais um caso de forte expansão dos influxos a partir da década de 90. Se durante os anos 80 ocorreram entradas de U\$\$ 179,20 milhões, a década de 90 apresenta influxos de U\$\$ 36.140,90 milhões, demonstrando um enorme

crescimento em relação à década de 80 e seu conseqüente aumento na participação dos influxos de capital para os investimentos em portfólio. Esse expressivo crescimento dos influxos para os investimentos em ações pode ser explicado pela fundamental importância que assumem as ações de companhias brasileiras negociadas no exterior (Depositary Receipts). Até 1995, não ocorreram influxos de capital por meio dos Depositary Receipts, sendo este o primeiro ano de entradas por meio destas ações. No período de 1995 a 2004, as ações negociadas no exterior representaram influxos de US\$ 24.932,20 milhões, ou 77% dos investimentos em ações de companhias brasileiras. Já as ações negociadas no país, que outrora representavam 100% das ações negociadas, apresentaram entradas de US\$ 7.484,90 milhões, ou 23% dos investimentos em ações.

Gráfico 16 - Investimento em Ações



4. Análise da legislação no período de 1990 a 2004

Como já ressaltado, a legislação dos fluxos de capitais no Brasil vem passando por mudanças no sentido de facilitar as transferências de capital com o resto do mundo. Essa tendência de liberalização da conta de capitais pode ser verificada a partir do início dos anos 90, balizada na maior integração financeira experimentada pelos países nas últimas décadas. É nesse contexto que se faz necessário abordar os diversos regulamentos criados no período que, de acordo com o cenário mundial, foram por algumas vezes restritivos, mas em sua maioria de sentido liberalizante.

4.1 1990 a 1998

O gradual processo de abertura financeira no Brasil inicia-se no final dos anos 80, com a criação dos anexos I e III, pela resolução 1.289, que isentava os ganhos de capitais do imposto de renda. No entanto, somente no ano de 1991 que se observam avanços significativos na legislação cambial. Em 1991, com a criação do anexo IV, que permitia aos investidores estrangeiros comprarem títulos de renda fixa para aplicação em carteira com isenção de impostos, acarretou em uma mudança dos fluxos de capitais para o país, aumentando os investimentos em ações e derivativos.

No ano de 1992, a legislação cambial é caracterizada por medidas voltadas para a continuação do processo de abertura da conta financeira, das quais podemos destacar: Resolução n° 1.894 que reduziu de 12 para 6 anos o prazo mínimo de permanência dos recursos investidos no país; Resolução n° 1.927 que aprovou o anexo V, que autoriza e disciplina os investimentos estrangeiros de capitais estrangeiros por meio do mecanismo de *Depositary Receipts*.

O ano de 1993 é marcado por medidas restritivas quanto à legislação cambial brasileira. Com o objetivo de impedir o aumento da dívida externa e sem poder reduzir a taxa de juros, o Banco Central se utilizou dos controles às entradas de capital. Dentre as medidas restritivas, destacam-se: Resolução n° 2.013 que alterou os dispositivos dos Anexos I, II, III e IV, proibindo o capital estrangeiro registrado dentro desses anexos a aplicarem em cotas de fundos de aplicação financeira; Circular n° 2.323 que limitou em 180 dias o prazo autorizado para pagamento antecipado de exportações, fixado anteriormente em 360 dias.

Em 1994, com o início do plano Real, o país adota a taxa de câmbio flutuante e mantém uma elevada taxa de juros, o que acaba por apreciar o câmbio e leva o Banco Central a utilizar medidas de caráter restritivo: Portaria MF n° 534 aumentou a taxa de IOF sobre a captação de recursos externos; Circular n° 2.410 suspendeu a autorização automática de emitir bônus, *commercial papers* e outros ativos de renda fixa no exterior; Circular n° 2.490 que suspendeu o ingresso de recursos por intermédio de operações de antecipação de exportação; Circular n° 2.491 reduziu de 60 para 30 dias a validade para a autorização prévia do Banco Central para as contratações de operações de crédito externo.

No ano de 1995 a crise mexicana leva a um período de redução dos fluxos de capitais para os países emergentes. Para combater essa fuga de capitais do país, o Banco Central por um lado adota medidas de abertura à entrada de capitais: Portaria MF n° 095 reduziu o IOF sobre a captação de recursos externos de 9% para 5%; Circular n° 2.538 revogou a autorização de pagamento antecipado de operações de exportação com prazo de 720 dias e restabeleceu o prazo mínimo de até 360 dias para operações de pagamento antecipado de exportação. Entretanto, após uma grande desvalorização do Real no mês de março, o Banco Central adota o regime de bandas cambiais. Com a recuperação da credibilidade e a conseqüente maciça entrada de capitais, algumas medidas restritivas, para conter a apreciação da moeda, são postas em prática: Portaria MF n° 202 aumentou o IOF sobre a captação de recursos estrangeiros de 5% para 7%; Resolução n° 2.188 que proibiu a aplicação dos recursos dos Anexos I, II, III e IV em operações realizadas nos mercados de liquidação futura administrados por bolsas de valores ou de mercadorias e futuros.

Em 1996, o Banco Central mantém a política cambial de meados de 1995 a fim de restringir os capitais de curto prazo e dessa forma evitar grandes oscilações na taxa de câmbio. Com o intuito de manter tal política, a Resolução n° 2.234 determinou a atuação obrigatória do Banco Central no mercado interbancário de câmbio quando os limites da banda (R\$ 0,97 e R\$ 1,06) fossem atingidos. Além do objetivo de evitar o fluxo de capitais de curto prazo, o Banco Central se concentrou em evitar que recursos de longo prazo fossem desviados para fins especulativos.

No ano de 1997 o Banco Central adotou duas estratégias para a política cambial. Até a crise asiática, não ocorreram modificações, e a política adotada se manteve igual à

dos anos de 95 e 96. Já a partir da crise asiática, o Banco Central teve que retirar as restrições aos fluxos de capitais e estimular a entrada de recursos externos.

Já em 1998, mais uma crise no cenário mundial, desta vez a Russa, dificultou a entrada de capitais para países emergentes. Com isso, tivemos no ano dois períodos distintos do mercado cambial brasileiro. No começo do ano, ainda sob influência das medidas de estímulo à entrada de capitais, ocorreram influxos de capitais para o país e o surgimento de novas modalidades de operações, assim, tornou-se necessário o aprimoramento e a atualização das normas sobre esses capitais. Com a crise da Rússia, através do efeito contágio, o Brasil sofreu perdas nas suas reservas internacionais e teve a classificação da dívida externa rebaixada por uma agência de *rating*.

4.2 1999

O ano de 1999 se caracteriza por importantes mudanças na política cambial do país. Até esta data, a política se baseava em desvalorizações graduais do Real por meio do sistema de bandas cambiais e leilões de *spread*. Por meio desta, o Banco Central podia controlar a taxa de câmbio e fazia com que as reservas internacionais flutuassem de acordo com os resultados do mercado de câmbio.

Assim, com a adoção do regime cambial de livre flutuação, anunciado pelo Comunicado nº 6.565 de 18.1.1999, o Banco Central passou a editar medidas que adequassem o mercado à nova política cambial. A desvalorização cambial dificultou a captação e a rolagem de compromissos já assumidos. Com isso, as medidas adotadas foram com o objetivo de captar recursos, através da redução de custos e da flexibilização dos prazos de captação. Dentre elas podemos destacar: Portaria MF nº 5, que reduziu a zero a alíquota de IOF sobre empréstimos e aplicações em fundos de privatização; a Circular nº 2.859, reduzindo para 90 dias o prazo médio mínimo de amortização de empréstimos, anteriormente fixado em 12 meses para novos empréstimos e em 6 meses para renovações e prorrogações.

Vale destacar a interessante observação de Gustavo Franco² a respeito do ano de 1999, de que o Brasil através de sua adesão ao Artigo VIII dos estatutos do FMI - que vedava genericamente as restrições aos pagamentos feitos em transações de conta

² Gustavo H. B. Franco e Demosthenes M. Pinho Neto – “ A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias” – Texto para discussão nº 479, Dep. Economia, PUC-Rio.

corrente – dava um importante passo na direção da conversibilidade da moeda. Segundo Franco (2004): *“É interessante notar que, como se sabe, os estatutos do FMI aceitam (no Artigo XIV) que um país não adote inteiramente as regras do Artigo VIII no momento de sua entrada no organismo, podendo assim manter restrições vedadas pelo Artigo VIII desde que pré-existentes e apenas temporariamente, enquanto perdurarem as dificuldades de balanço de pagamentos que, presumivelmente, teriam dado origem a essas medidas. Pois bem, o Brasil esteve no Artigo XIV desde 1946, quando entramos no FMI, e tivemos dificuldades “temporárias” de balanço de pagamentos que duraram meio século, terminando (!?) em 1999...”*

4.3 2000

O ano de 2000, segundo ano sob o regime de câmbio flutuante, teve como principais medidas de política cambial, a abertura de novas oportunidades de inversão de capital externo nos mercados acionário e financeiro brasileiros e o incentivo à criação de empréstimos externos por residentes. Vale destacar as seguintes normas: Resolução n° 2.687 que permitiu a realização de operações em bolsa de mercadorias e futuros, com contratos a termo e de opções, referenciados em produtos agropecuários; Resolução n° 2.689 que equiparou o investidor estrangeiro ao investidor doméstico, ao autorizar a realização de investimentos no mercado financeiro e de capital nas modalidades permitidas aos residentes; Resolução n° 2.716 que permitiu às entidades fechadas de previdência privada, a inversão de até 10% de seus recursos em Certificados de Depósitos de Valores Mobiliários (*Brazilian Depositary Receipts*) lastreados em ações de companhias abertas.

4.4 2001

Em 2001, uma enorme pressão externa foi responsável pela forte pressão sofrida pelo câmbio no sentido da desvalorização cambial. Além da degradação da situação política e econômica da Argentina, a economia americana gerava incertezas quanto a sua recuperação do atentado terrorista de setembro. Somados a esses fatores externos, a situação interna não era das melhores, uma vez que se observava um enorme problema quanto à restrição de oferta de energia elétrica que teria forte impacto sobre o nível de

produto. Cabe lembrar que devido a este clima de instabilidade tanto externo quanto interno, o Brasil realiza um saque de *tranche* de crédito junto ao FMI no valor de U\$\$ 2 bilhões.

Logo, as medidas referentes à legislação cambial neste ano foram no sentido de regulamentar os fluxos de capitais estrangeiros e na consolidação das normas referentes à imposição de penalidades por irregularidades associadas a capitais estrangeiros. Dentre as medidas que se destacam temos: Circular nº 3.037 que autorizou a realização de investimento brasileiro no exterior sob a modalidade de conferência internacional de ações ou outros ativos; Resolução nº 2.873 que permitiu aos bancos múltiplos, aos bancos comerciais, à Caixa Econômica Federal, aos bancos de investimento, às sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e às sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários a realização, no mercado de balcão, de operações de swap a termo e com operações não padronizadas, referenciados em ouro, taxas de câmbio e índices de moeda.

4.5 2002

Após os momentos de instabilidade no ano de 2001, ocasionados pelo atentado terrorista nos Estados Unidos e pela restrição na oferta de energia elétrica no Brasil, da mesma forma o ano de 2002 é marcado por uma nova situação de instabilidade financeira, agora gerada por incertezas quanto ao processo eleitoral brasileiro, pelo contágio da crise argentina no país e pela crise no mercado acionário americano, com a descoberta de fraudes contábeis de grandes empresas. No contexto de incertezas causadas pelo processo eleitoral, houve grande pressão sobre o mercado de câmbio, caracterizada pela volatilidade da taxa de câmbio e pela dificuldade de se rolar a dívida interna atrelada ao dólar, além disso, o período foi marcado por redução no fluxo de capitais e nas linhas de crédito.

Para atingir seu objetivo de política cambial em 2002 (diminuir a volatilidade da taxa de câmbio que sofria demasiada depreciação e rolar parte da dívida) o Banco Central teve que fazer algumas interferências na legislação cambial por meio de algumas medidas: A fim de desestimular os bancos a manterem posição em moeda estrangeira, a Circular nº 3.127 alterou, de 10% para 15%, a alíquota do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites

cambiais, cédulas pignoratícias de debêntures, títulos de emissão própria e contratos de assunção de obrigações vinculados a operações realizadas com o exterior; através da Circular n° 3.157 foram promovidas alterações na legislação cambial com o objetivo de reduzir a exposição cambial líquida máxima das instituições financeiras, como por exemplo a elevação de 75% para 100% da exigência de capital para exposição líquida em câmbio das instituições; Circular n° 3.156 que reduziu de 60% para 30% o limite máximo da posição cambial líquida como proporção do patrimônio ponderado, além do aumento nas alíquotas dos depósitos compulsórios que se elevaram de 48% para 53% nos depósitos à vista, de 18% para 23% nos depósitos a prazo e de 25% para 30% nos depósitos de poupança.

4.6 2003

Após as turbulências enfrentadas no ano de 2002 com as incertezas quanto ao processo eleitoral brasileiro, o ano de 2003 foi marcado por uma calma tanto no cenário externo quanto no interno. O compromisso do novo governo com os princípios básicos de estabilidade monetária, os resultados favoráveis da balança comercial e a depreciação da taxa de câmbio levaram a melhora das expectativas dos investidores quanto à economia brasileira. Além disso, vale ressaltar também como contribuição a esse novo cenário, o novo acordo de empréstimo com o Fundo Monetário Internacional, que serviu como um seguro contra as turbulências do mercado, uma vez que o montante de U\$\$ 14 bilhões do acordo só seriam liberados sob condições adversas.

Assim, diante deste novo panorama, o ano se caracterizou pela apreciação cambial e pelo controle da inflação, criando-se condições para a flexibilização das restrições cambiais impostas aos bancos no ano anterior. Logo, podemos destacar a Circular n° 3.194 que reduziu de 100% para 50% a capitalização mínima necessária para atender à exposição líquida, permitindo-se assim o aumento da alavancagem das instituições financeiras. Foram anunciadas também novas regras quanto à rolagem da dívida cambial e à atuação do Tesouro Nacional no mercado de câmbio.

4.7 2004

O ano de 2004 foi caracterizado por tranquilidade nos cenários interno e externo, com ótimo resultado da balança comercial brasileira e expansão da economia mundial, levando à melhor percepção dos investidores quanto à economia brasileira, fato que se comprova através da redução do risco país. Num cenário de apreciação do Real frente ao Dólar e de crescente demanda externa por ativos em moeda nacional, criou-se condições para a emissão de títulos brasileiros no exterior. Assim, diversas foram as medidas com características liberalizantes: Resolução CMN 3.221 e a Circular Bacen 3.250 estabeleceram condições para registro dos recursos captados no mercado internacional, mediante a emissão de títulos denominados na moeda brasileira; Resolução CMN 3.250 e Circular Bacen 3.268 que criaram a possibilidade de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, realizarem investimentos no exterior mediante conferência internacional de ações, por meio de ações ou permuta de participação societária em empresa brasileira.

Com isso, podemos notar que, fora alguns períodos de turbulência da economia mundial, em que o Banco Central e o CMN adotam medidas restritivas a saída dos fluxos de capitais, e períodos de grande entrada de capitais que, ao causarem a apreciação do Real, levam a controles de entrada de capital, vem ocorrendo uma gradual abertura da conta financeira do país aos investidores externos, criando-se incentivos à alocação de capital no Brasil.

5. Evidência empírica

Os diversos trabalhos empíricos no sentido de captar alguma correlação entre abertura da conta de capital e crescimento econômico não vêm apresentando resultados satisfatórios. Apenas alguns destes testes comprovaram tal correlação e, ainda assim têm se tornado alvos de críticas no meio acadêmico. Ao contrário da literatura sobre abertura comercial e crescimento econômico, na qual há um consenso quanto à importância do comércio para o desenvolvimento dos países, o benefício da liberalização da conta de capitais para o crescimento apresenta pouca evidência.

Para uma abordagem da literatura empírica da abertura financeira no Brasil, o trabalho de Cardoso e Goldfajn (1997) nos remete a uma análise dos controles de capitais com a criação de um índice que mede o nível de controle estabelecido pelo governo brasileiro. Para isso, os autores constroem dois indicadores que medem eventuais mudanças na legislação que afetam os fluxos de capitais, através dos índices ΔRI e ΔRO . O índice ΔRI mede as alterações ocorridas no controle à entrada de capital, sendo atribuído o valor de +1 para as restrições impostas pela legislação e -1 para a liberalização dos fluxos de capitais. Já o índice ΔRO refere-se às alterações no controle às saídas de capitais e, da mesma forma que ΔRI , são atribuídos os valores de +1 para medidas restritivas e -1 às medidas liberalizantes. Ao se concentrarem no período de 1988 a 1995, os autores chegam à conclusão de endogeneidade do controle de capital, uma vez que há reação do governo às entradas de capital ao aumentar o controle nos momentos de euforia e liberalizar o capital nos momentos de crise. Seguindo a bibliografia de controles de capitais, o recente estudo de Garcia e Carvalho (2005) promove uma atualização do índice de controle de capitais e observa diferenças entre os controles de entrada e de saída de capitais no caso brasileiro. Enquanto que os controles de entrada são caracterizados pela endogeneidade, uma vez que em épocas de fortes influxos de capitais o governo responde com medidas restritivas, os controles de saída de capital se caracterizam por serem exógenos, pois seguem uma tendência de liberalização, onde não há respostas do governo ao cenário mundial. Mais ainda, os autores demonstram através de seu estudo a ineficácia dos controles de capitais, por meio de diversos casos em que demonstram as tentativas bem sucedidas dos participantes internacionais do mercado de capitais de burlar as restrições à entrada de capitais e estimam que o “prazo de vida” dos controles de capitais varia de dois a seis

meses. Ainda sobre a abordagem dos controles, vale ressaltar o trabalho de Eliana Soihet (2002) que, ao atualizar o índice de controles de capitais de Cardoso e Goldfajn, chegou a interessantes conclusões no período de 1990 a 2000. A autora conclui que o período foi marcado por uma tendência de liberalização na entrada e na saída de capital, onde os índices foram, na média mensal, de $\Delta RI = -0,46$ e $\Delta RO = -0,15$. Após estes resultados, Soihet divide a década em subperíodos escolhidos com base nos principais eventos macroeconômicos e regimes de câmbio ocorridos, tais como: fase inicial do processo de liberalização do capital (janeiro/ 1990 a dezembro/ 1994(?)), regime de bandas cambiais (janeiro/ 1995 a dezembro/ 1998) e regime de câmbio flexível (janeiro/ 1999 a junho/ 2000). Sobre estes subperíodos ela conclui que: i) Os quatro primeiros anos da década de 90 foram caracterizados pelo incentivo à entrada de capital; ii) O período de janeiro de 1995 a 1998, caracterizado por três crises financeiras (mexicana, asiática e russa) que causaram grande instabilidade nos fluxos de capitais e levaram o Banco Central a tomar medidas cada vez mais liberalizantes para a entrada de capital, entretanto, com a criação do plano Real e a conseqüente contribuição para a entrada de capitais, houveram também medidas restritivas com o intuito de evitar a apreciação cambial; iii) Já os anos de 1999 e 2000 foram marcados pela alteração do regime cambial, que passou de um sistema de bandas para o câmbio flexível, e a legislação cambial se caracterizou por ser extremamente liberalizante.

Os estudos iniciais sobre a liberalização da conta de capitais e o crescimento econômico não conseguiram captar nenhum efeito estatisticamente significativo da primeira variável sobre a última. Em uma das primeiras tentativas empíricas, Alesina, Grilli e Milesi-Ferreti (1994) tentaram captar a correlação entre abertura financeira e crescimento em uma amostra de 20 países no período de 1950 a 1989 e concluíram que os efeitos sobre o crescimento eram pequenos e insignificantes. No ano seguinte, Grilli e Milesi-Ferreti (1995) realizaram um cross section para 61 países no período de 1966 a 1989 e ainda assim encontraram resultados negativos. Da mesma forma, Rodrik (1998) com sua extensa amostra de 95 países, para o período de 1975 a 1989 não obteve uma relação positiva entre crescimento e integração financeira.

Por outro lado, alguns pesquisadores como Quinn (1997) encontraram resultados estatisticamente significantes de correlação entre as variáveis abertura financeira e crescimento econômico. Com uma amostra de 58 países, no período de 1975 a 1989, o autor mediu a abertura financeira dos países em uma escala que variava de zero a oito.

No estudo, foi calculado o impacto de mudanças na abertura da conta de capital sobre o crescimento dos países.

Ainda sobre os autores que encontraram alguma correlação entre integração financeira e crescimento, Edwards (2001), em uma amostra de 62 países, no período dos anos 80, e utilizando-se da medição de Quinn (1997), encontrou efeitos estatisticamente significantes apenas para países de alta renda. Ao contrário de Edwards, o estudo de Edison, Klein, Ricci e Slok (2002), com mais de 89 países e analisando o período de 1980 a 2000, encontraram maior correlação entre abertura financeira e crescimento econômico para economias emergentes. No entendimento de Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003) sobre o estudo: *“Of the papers summarized (...) the one by Edison, Levine, Ricci, and Slok (2002) is perhaps the most thorough and comprehensive in terms of measures of financial integration and in terms of empirical specifications. These authors measure a country’s degree of financial integration both by the government’s restrictions on capital account transactions as recorded in the IMF’s AREAER and by the observed size of capital flows crossing the border, normalized by the size of the economy. The data set in that paper goes through 2000, the latest year analyzed in any existing study on this subject. Furthermore, the authors also employ a statistical methodology that allows them to deal with possible reverse causality i.e., the possibility that any observed association between financial integration and growth could result from the mechanism that faster growing economies also more likely to choose to liberalize their capital accounts. After a battery of statistical analyses, that paper concludes that, overall, there is no robustly significant effect of financial integration on economic growth”*.

Outras vertentes da literatura, que associam mudanças na regulamentação da conta de capitais a presença ou não de crises financeiras também são recorrentes no meio acadêmico. Dentro das que associam a abertura financeira a crises, podemos citar o estudo de Kaminsky e Reinhart (1996), no qual elas tentam achar alguma ligação entre as crises bancárias e de balanço de pagamentos. Elas concluem que a liberalização financeira tem um grande papel nas crises financeiras, uma vez que muitos países que passaram por estas sofreram uma abertura de sua economia em momentos precedentes. Já nos estudos que associam os controles de capitais a crises cambiais encontra-se o de Leblang (2001) que demonstra que os controles de capitais estão associados a uma maior probabilidade de crise financeira. Uma possível interpretação para estes

resultados é que a imposição ou manutenção de controles de capitais passam para o mercado um sinal negativo, o que acaba por prejudicar o compromisso do país com políticas de estabilização e leva a pressão sobre a moeda doméstica.

Tabela 1 – Summary of Research on Financial Integration and Economic Growth³

Study	Number of Countries	Years Covered	Effect on Growth
Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)	20	1950-89	No effect
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966-89	No effect
Quinn (1997)	58	1975-89	Positive
Kraay (1998)	117	1985-97	No effect / mixed
Rodrik (1998)	95	1975-89	No effect
Klein and Olivei (2000)	Up to 92	1986-95	Positive
Chanda (2001)	116	1976-95	Mixed
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	51-59	1973-92	Mixed
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)	30	1981-97	Positive
Edwards (2001)	62	1980s	No effect for poor countries
O'Donnel (2001)	94	1971-94	No effect, or at best mixed
Reisen and Soto (2001)	44	1986-97	Mixed
Edison, Klein, Ricci, and Slok (2002)	Up to 89	1973-95	Mixed
Edison, Levine, Ricci, and Slok (2002)	57	1980-2000	No effect

³ Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose – “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence” – IMF Occasional Paper.

6. Conclusão

Após um período de ajustes em sua economia, o Brasil vem experimentando uma nova fase. Beneficiado pelo cenário externo favorável, o país apresenta expressivos resultados de suas políticas fiscal e monetária. Como visto no estudo, a adoção do tripé macroeconômico (responsabilidade fiscal, metas de inflação e câmbio flutuante) sinalizou aos agentes do mercado um novo comprometimento do país com a estabilidade de sua economia. Assim, pode-se dizer que a nova “roupagem” da economia mudou a concepção dos investidores estrangeiros quanto aos fundamentos do país.

Nesse contexto, os anos 90 nos remetem a uma fase de liberalização da conta de capitais do Brasil, acompanhando o ciclo de integração financeira das demais economias mundiais. Ao contrário do ciclo de abertura comercial, que possui evidências dos benefícios da integração comercial entre os países contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento das nações envolvidas, o ciclo de integração financeira, como discutido nas evidências empíricas, não apresenta fortes indícios de que trará benefícios para as nações que se integrarem. Diversas são as críticas quanto à capacidade de se obter o crescimento econômico por meio da abertura da conta financeira. Aumento da volatilidade da moeda e dos fluxos de capitais são alguns argumentos a favor da utilização de controles de capitais. Mas nem mesmo a forma de se utilizar os controles é um consenso no meio acadêmico. Se por um lado alguns economistas defendem a utilização de controles de entrada de capital, por outro lado temos também alguns economistas que defendem controles de saída de capital.

Algumas crises financeiras, como a do México, por exemplo, que passou por um processo de liberalização total da conta de capitais em um curto período de tempo, levam alguns economistas a argumentarem contrariamente à abertura financeira, observando a característica volátil dos fluxos de capitais que podem ser excessivos em determinado momento e no período seguinte serem totalmente escassos. Assim, alguns economistas, como Arida (2004), passam a defender a gradual liberalização financeira, processo pelo qual vem passando o Brasil.

É inegável os esforços feitos pelo país no sentido de melhorar a qualidade do capital, ou seja, captar capitais de longo prazo ao invés dos de curto prazo. Ao analisarmos a composição da conta financeira do país podemos observar o progresso

obtido quanto aos investimentos de maior qualidade como os investimentos estrangeiros diretos e os investimentos estrangeiros em portfólio, que foram os principais responsáveis pelo aumento dos influxos de capital no período analisado.

Não se pode dizer com certeza se a medida adotada como estratégia de política cambial do governo de liberalizar a conta financeira é um instrumento correto na contribuição para o crescimento do país, entretanto, com a melhoria nos fundamentos da economia, temos observado os benefícios obtidos nestes últimos anos como fruto dessa combinação de estratégias de políticas fiscal, cambial e monetária. Queda no risco país, elevação de algumas empresas nacionais para o nível de *investment grade*, a colocação de títulos brasileiros atrelados ao Real no exterior, além das elevações de *Rating* do país no período são alguns destes benefícios que nos levam a acreditar na maior vitalidade da economia brasileira, o que pode ser de enorme importância quando nos depararmos com uma nova crise financeira internacional. Desta forma, apesar da dificuldade em avaliar a causalidade do processo de liberalização no crescimento da economia, os resultados obtidos até agora levam a acreditar que a trajetória de liberalização tem se caracterizado por ser uma melhor escolha do que a estratégia de impor controles ao fluxo de capitais.

Bibliografia

- Arida, Pérsio – “*Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro*” – Seminário BM&F (2004).
- Arida, Persio – “*Por uma moeda plenamente conversível*” – Jornal Valor Econômico (Agosto 2004).
- Belluzo, L.G.; Carneiro, Ricardo – “*O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas*” – Suplemento 1 do Boletim quadrimestral do Centro de Estudos e Política Econômica, n. 1.
- Cardoso, Eliana; Goldfajn, Ilan – “*Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls*” – IMF Working Paper (September 1997).
- Edison, H.J.; Levine, Ross; Ricci, Luca; Slok, Torsten – “*International Financial Integration and Economic Growth*” – NBER Working Paper 9164 (September 2002).
- Eichengreen, Barry; Leblang, David – “*Capital Account Liberalization and Growth: was Mr. Mahathir right?*” – NBER Working Paper 9427 (December 2002).
- Franco, G.H.B.; Neto, D.M.P. – “*A Desregulamentação da Contade Capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias*” – Texto para discussão No. 479, Departamento de economia Puc-Rio (Janeiro 2004).
- Garcia, M.G.P.; Carvalho, B.S.M. - “*Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties*” – Palestra realizada na PUC-Rio (novembro 2005).
- Garcia, M.G.P.; Valpassos, M.V.F. – “*Capital flows, capital controls and currency crisis: the case of Brazil in the nineties*” – Texto para discussão No. 389, Departamento de Economia PUC-Rio.
- Henry, P. B. – “*Capital Account Liberalization, the cost of capital, and economic growth*” – NBER Working Paper 9488 (February 2003).
- Montiel, Peter – “*Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates*” – The World Bank Economic Review, vol. 8, No. 3.
- Paula, L.F.R. – “*Conversibilidade do real e redução da taxa de juros*” – Jornal Valor Econômico, 01.03.2005.
- Prasad, Esward; Rogoff, Kenneth; Wei, Shang-Jin; Kose, Ayhan – “*Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*” – IMF Occasional Paper 220 (March 2003).

- Schwartzman, Alexandre – “*Descontrole nas contas CC5?*” – Jornal Valor Econômico, 27.08.2004.
- Soihet, Elena – “*Índice de Controle de Capitais: uma análise da legislação e dos determinantes do fluxo de capital no Brasil no período 1990 – 2000*” – Tese de Mestrado FGV (junho 2002).