

O avanço do processo de liberalização financeira no Governo Lula e o comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil*

Cristiano Ponzoni Ghinis**

Economista, Bolsista da FEE

Resumo

Este artigo demonstra as particularidades do comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil, após o avanço do processo de liberalização financeira da economia, no Governo Lula. Assim, observa-se que, dentre as medidas liberalizantes adotadas nesse governo, se destacam: a extinção da Conta de Não-Residentes (CC5), a unificação dos mercados de câmbio de taxas livres e flutuantes e a dilatação de prazo para a cobertura cambial nas exportações. Apesar de recentes, essas medidas já repercutiram no comportamento dos fluxos de capitais para o País, a partir do segundo trimestre de 2005. Desse modo, duas características específicas desses fluxos foram identificadas: os ciclos de liquidez de curta duração dos fluxos financeiros foram acentuados; e os fluxos de investimento em carteira cresceram em detrimento dos investimentos estrangeiros diretos.

Palavras-chave: Governo Lula; liberalização financeira; fluxos de capitais internacionais.

Abstract

This article shows the particularities of the behavior of the international capital flows to Brazil after widening of the financial liberalization process of the economy in the Lula Government. Among the liberalizing measures adopted in this Government, can be highlighted: the extinction of the CC5 accounts, the unification of the free and floating cambial rate's markets, and the increase of the deadline for cambial covering of the exports. Although these are recent measures, they had affected the capital flows behavior since the second quarter of 2005. Thereby, two specific characteristics of these flows were identified: short term liquidity cycles of financial flows had been amplified and the portfolio investment flows had grown in detriment of the direct foreign investments.

* Artigo recebido em 14 jul. 2006.

** O autor agradece aos técnicos da FEE André Luís Contri e André Luís Forti Scherer, bem como aos colegas bolsistas Felipe Guatimosin Maciel e Marianne Zwilling Stampe pelos comentários e sugestões ao texto.

Introdução

O processo de liberalização financeira da economia brasileira foi iniciado no final dos anos 80. Tal processo também é chamado de integração financeira; uma vez que o sistema financeiro doméstico se integra, torna-se parte de um sistema financeiro maior, composto por diversos mercados domésticos. Pode ser denominado, ainda, conversibilidade (ou abertura) da conta de capitais do balanço de pagamentos, pois a moeda nacional passa a ser livremente conversível em moedas de outros países. Assim, recursos podem ser enviados e recebidos do exterior, sem quaisquer restrições, pela via financeira da conta de capitais.

Já nos Governos Collor e Fernando Henrique Cardoso, a ampliação da abertura financeira da economia brasileira foi aprofundada, envolvendo principalmente medidas que afetavam a entrada e a saída de capitais do País, sendo que a liberalização das entradas foi bem mais ampla que a das saídas.¹ O Governo Lula deu continuidade a esse processo, seguindo a mesma estratégia adotada nos governos precedentes, qual seja, a integração financeira entre o País e o exterior, ora por meio de resoluções e circulares do Banco Central ora mediante medidas provisórias.

Em março de 2005, foram adotadas diversas medidas, que consolidaram e ampliaram a abertura financeira da economia. A partir de então, o comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil apresentou características particulares, diferentes daquelas observadas no período subsequente à adoção do regime de câmbio flutuante e à eliminação de praticamente todas as restrições aos ingressos de capitais, em janeiro de 2000.

Sendo assim, pretende-se apresentar, neste artigo, as medidas que consolidaram e aprofundaram o processo de liberalização financeira no Governo Lula e identificar as características específicas dos fluxos de capitais internacionais para o País após o mês de março de 2005. Para tanto, além desta **Introdução** e das **Considerações finais**, este texto está dividido em duas seções: na primeira, apresentam-se as medidas que aumentaram o nível de liberalização financeira da economia brasileira; na segunda, busca-se identificar as especificidades do comportamento dos fluxos internacionais de capitais para o País a partir de então, sendo

essa seção subdividida em mais duas, que correspondem a cada característica particular dos fluxos observada.

1 A liberalização financeira da economia brasileira no período recente: continuidade e aprofundamento

A liberalização (ou abertura) financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e ao acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico. Desse modo, ela envolve tanto a liberalização dos movimentos de capitais internacionais quanto a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no território nacional. A liberalização dos fluxos de capitais envolve, de um lado, a entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e a captação de recursos externos por residentes (*inward transactions*), de outro, a saída de capitais pelos residentes e o endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico (*outward transactions*). A permissão de transações em moeda estrangeira no espaço nacional, por seu turno, refere-se à conversibilidade interna da moeda (Prates, 2006).

No dia 4 de março de 2005, foram aprovadas diversas propostas formuladas pela Diretoria de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil, dentre as quais se destacam: a unificação dos dois mercados cambiais, o livre e o flutuante; a extinção da Conta de Não-Residentes (CC5), facilitando as remessas de recursos para o exterior; e a dilatação de prazo para a cobertura cambial nas exportações.² Além disso, em fevereiro de 2006, a Medida Provisória nº 281 sancionou a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna.

A extinção das contas CC5 significa uma liberalização adicional das saídas de capitais, uma vez que elimina os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exte-

¹ Sobre o processo de abertura financeira da economia brasileira no período 1989-99, ver Freitas e Prates (2001).

² As duas primeiras são medidas que alteram o funcionamento burocrático, consolidando o estágio atual avançado de liberalização, enquanto a última é uma medida essencialmente liberalizante (Sicsú, 2005).

rior (Prates, 2006)³. Na realidade, agora, qualquer residente no País pode efetuar suas remessas diretamente, sem intermediários. Anteriormente, os recursos deviam ser enviados para o exterior por intermédio de contas abertas por instituições financeiras não-residentes em instituições financeiras residentes (contas CC5).⁴

Em relação à concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna, cabe ressaltar que a aquisição direta de títulos de renda fixa pelos investidores estrangeiros foi permitida em janeiro de 2000. Contudo, devido à elevada carga tributária e à atratividade dos derivativos vinculados à taxa de juros do real, esses investimentos foram irrisórios.⁵ Sendo assim, o objetivo dessa medida é justamente estimular o aumento da demanda externa por esses títulos.

Sobre a unificação dos mercados de câmbio, o Quadro 1 resume as principais alterações com a Resolução nº 3.265, de 04.03.05. Observa-se que as mudanças nas regras para a operação no mercado cambial foram liberalizantes, simplificando o funcionamento burocrático para os investidores e diminuindo a capacidade da autoridade monetária de monitorar os fluxos de capitais. Segundo Sicsú (2005), a unificação dos mercados foi adotada justamente para dificultar uma reimposição de controles sobre a quantidade movimentada de capitais. Isto porque, para serem implementados, os controles de capitais devem primar por separar fluxos de dólares referentes ao comércio e a investimentos diretos (antigo mercado de taxas livres) de fluxos de dólares financeiros especulativos (antigo mercado de taxas flutuantes), impedindo que estes últimos possam causar crises cambiais e financeiras. Portanto, a reimposição de controles torna-se mais complexa, pois, antes, bastaria focar as medidas no mercado de taxas de câmbio flutuantes. Outras justificativas seriam as assimetrias na operação dos dois antigos mercados de câmbio: enquanto um exportador era obrigado a ingressar com dólares resultantes de suas transações pelo

mercado de câmbio de taxas livres, podia reenviar os mesmos recursos ao exterior, quase simultaneamente, pelo mercado de taxas flutuantes; e, ao mesmo tempo em que havia a limitação ou, até mesmo, o impedimento de envio de recursos de residentes ao exterior para determinadas finalidades, era possível, pelas contas CC5 de instituições financeiras, enviar recursos sem que houvesse qualquer limite quantitativo.

De outra parte, a mesma tendência liberalizante observa-se nas alterações com a Resolução nº 3.266, que dispõe sobre o recebimento do valor das exportações brasileiras (Quadro 2). Na verdade, a mudança de maior impacto foi a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores. O objetivo maior dessa medida é consolidar o estágio atual de liberalização e aprofundá-lo, iniciando o fim da cobertura cambial nas exportações, ainda que através de medidas aparentemente tênues. A extinção de tal cobertura, na realidade, já foi proposta. Caso essa medida seja aprovada, os exportadores poderão, livremente, manter suas receitas, em dólares, em contas em moeda estrangeira no Brasil. Portanto, somente a dilatação do prazo já elevou significativamente a conversibilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos do País.

Conforme Sicsú (2005), essa flexibilização do prazo de cobertura cambial nas exportações é considerada a mais problemática das medidas adotadas para a operação da economia brasileira. Ela contribui, desde já, para a diminuição do ingresso de dólares no País e aponta o fim da obrigação dos exportadores de converter suas receitas que estão na forma de dólares em moeda nacional. Além disso, é uma medida instabilizadora do câmbio, uma vez que a entrada de dólares no País, resultante do saldo comercial, que é uma variável bastante previsível e estável, se torna um fluxo movido por cálculos especulativos. Isto porque os exportadores terão que se especializar na atividade especulativa de cálculo do momento ótimo para a internalização de dólares. Em momentos críticos, empresários poderão adiar a entrada, esperando uma maior desvalorização. Alternativamente, diante de uma valorização, poderão acentuar a tendência, na expectativa de que a situação poderá ser pior ainda para a internalização quando o prazo terminar.

O fim da cobertura cambial nas exportações é, na realidade, estratégico para o processo de liberalização. A desregulamentação cambial plena para o segmento dos exportadores é parte integrante e estratégica do projeto de conquista da plena conversibilidade da conta de capitais. Espera-se, com isso, que os exportadores, com contas correntes ativas no exterior, poderão realizar pagamentos para outros agentes residentes em contas

³ Conforme Prates (2006), no que se refere às saídas de capitais, ainda não foi permitido o endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Esse endividamento amplia a capacidade de alavancagem e, assim, de especulação desses agentes contra a moeda doméstica.

⁴ Os créditos (depósitos) realizados nessas contas podiam ser transferidos para o exterior pelo seu titular (a instituição financeira não-residente) e depositados em contas no exterior indicadas pelo depositante, qualquer pessoa física ou jurídica (Sicsú, 2005).

⁵ O estoque de títulos públicos detido por investidores externos, em janeiro de 2006, totalizava somente US\$ 5 bilhões (Prates, 2006).

abertas também no exterior, implicando que todos disponibilizem recursos fora do País, não somente os exportadores, mas também os bancos, firmas não exportadoras de serviços ou de mercadorias e as pessoas físicas. Sendo assim, pode-se estar alcançando o ápice da liberalização financeira da economia brasileira no período recente (Sicsú, 2005).

Contudo um nível mais acentuado de liberalização financeira ocorreu desde 1999, com a eliminação de praticamente todas as restrições ainda existentes aos fluxos de capitais entre o País e o exterior. Naquele ano, houve uma mudança na política econômica, cujo marco foi a adoção do regime de câmbio flexível. Com câmbio flutuante, os fluxos de capitais de curto prazo incorrem

em risco mais elevado, reduzindo-se, assim, a atratividade das operações de arbitragem sobre taxas de juros. Por consequência, restrições aos fluxos de capitais internacionais tornam-se menos importantes. Desse modo, em janeiro de 2000, o Conselho Monetário Nacional equiparou investidores não residentes e residentes, autorizando o acesso de estrangeiros às mesmas aplicações financeiras permitidas aos brasileiros (Baldini Jr., 2001). A ampliação da abertura financeira e a flexibilização da política cambial foram os principais fatores que condicionaram a evolução dos componentes da conta capital e financeira do balanço de pagamentos brasileiro desde então.

Quadro 1

Principais alterações com a Resolução nº 3.265, de 04 de março de 2005, do Banco Central do Brasil

SITUAÇÃO ANTERIOR	SITUAÇÃO ATUAL
Existência de dois segmentos no mercado de câmbio, com regras distintas e características próprias: o Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL) e o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), além do segmento das Transferências Internacionais em Reais (TIR), com regulamentação própria.	Existência de um mercado único para as operações de câmbio, transferências internacionais em reais e ouro-instrumento cambial.
As transferências ao exterior somente podiam ser cursadas diretamente na rede bancária se estivessem contempladas e detalhadas na regulamentação do Banco Central. Caso contrário, este último analisava, caso a caso, a operação em questão.	Pessoas físicas e jurídicas podem comprar ou vender moedas, ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, ficando dispensadas de autorização prévia do Bacen para a assunção de compromissos no exterior.
Regulamentação da venda de moeda estrangeira para fins de investimento no exterior restrita.	Permissão para que as pessoas físicas e jurídicas possam comprar e vender moeda estrangeira, para fins de aplicação no exterior, sem limitação de valor, diretamente da rede bancária, para: investimento direto, aplicações no mercado financeiro, aplicações no mercado de capitais e de derivativos.
Investimentos diretos no exterior eram permitidos até o limite de US\$ 5 milhões, por período não inferior a 12 meses, e não havia regulamentação para IED por parte de pessoas físicas.	Investimentos diretos no exterior, por parte de pessoas físicas e jurídicas não financeiras, podem ser efetuados sem qualquer restrição.
No caso de venda ou dissociação do empreendimento externo, o titular devia promover, de imediato, o retorno, ao país, dos recursos transferidos.	Fim da obrigatoriedade de retorno desses recursos, que podem ser livremente reaplicados no exterior.
Obrigatoriedade de envio ao Bacen de prestação de contas, comprovação da capitalização dos valores enviados ao exterior e dos documentos a serem apresentados ao banco negociador, da moeda estrangeira, nas operações de investimento direto no exterior.	Fim da obrigatoriedade de envio ao Bacen de qualquer comprovação do documento, nas operações relacionadas ao investimento direto no exterior.

FONTE: PRATES, D. M. A sustentabilidade da melhoria nas contas externas. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 5, p. 76, nov./04-abr./05.

NOTA: A Resolução nº 3.265 completa pode ser obtida no Banco Central do Brasil, Câmbio e Capitais Estrangeiros, Legislação e Normas. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?RESOL3265>

Quadro 2

Principais alterações com a Resolução nº 3.266, de 04 de março de 2005, do Banco Central do Brasil

SITUAÇÃO ANTERIOR	SITUAÇÃO ATUAL
Eram vedadas instruções para pagamento ou crédito no exterior, diretamente ao exportador ou a terceiros, exceto aquele relativo à comissão de agente e a parcelas de outra natureza devidas a terceiros.	Exportações conduzidas por intermediário no exterior, de valor inferior a US\$ 10.000, ou o equivalente em moeda estrangeira, estão autorizadas ao pagamento diretamente ao exportador ou a terceiros.
O contrato de câmbio era considerado irregular, e a comprovação da cobertura cambial era devida a partir da data pactuada, entre importador e exportador, para o pagamento da operação, prevista nos correspondentes documentos da exportação e indicada no mercado de câmbio.	A comprovação da cobertura cambial é exigida a partir de 210 dias da data de embarque da mercadoria ou da prestação de serviços e de 30 dias da data indicada no registro de crédito nas operações sujeitas a esse registro (1).
Não havia regulamentação para a verificação de cobertura cambial.	A cobertura cambial dá-se por meio da vinculação dos contratos aos registros de exportação com despachos averbados no Siscomex, da liquidação dos contratos de câmbio relativos à prestação de serviços ou da confrontação por CNPF/CPF do total das vendas ao exterior em relação ao total dos valores recebidos do exterior.
O contrato de câmbio devia ser celebrado pelo exportador constante o registro de exportação do Siscomex.	São aceitas, em alguns casos, vinculações de contrato de câmbio celebrado por pessoa diversa do exportador: fusão, cisão ou incorporação de empresas, empresas do mesmo grupo, decisão judicial; dentre outras.
Operações de câmbio simplificado de exportação eram restritas às exportações de mercadoria.	Operações de câmbio simplificado de exportação passam a contemplar as exportações de serviços.

FONTE: PRATES, D. M. A sustentabilidade da melhoria nas contas externas. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 5, p. 77, nov./04-abr./05.

NOTA: A Resolução nº 3.266 completa pode ser obtida no Banco Central do Brasil, Câmbio e Capitais Estrangeiros, Legislação e Normas. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?RESOL3266>

(1) Mais especificamente, o prazo de internalização de recursos por parte de exportadores variava entre 20 e 180 dias e dependia da forma de recebimento dos recursos. Esse prazo foi dilatado para 210 dias, independentemente da forma de pagamento feita pelos clientes estrangeiros.

2 O comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil no período 1999-06: tendências e particularidades no Governo Lula

Após a adoção do regime de câmbio flexível e o aprofundamento do processo de liberalização financeira a partir de 1999, o comportamento dos fluxos líquidos de capitais para o Brasil foi determinado, principalmente, pelos impactos das mudanças nas condições e nos humores dos investidores nos mercados financeiro e de

capitais internacionais. Assim, os fatores internos (estruturais e macroeconômicos de gestão cambial e monetária) constituíram mediações desses impactos sobre a composição dos fluxos de capitais, pois, com uma maior abertura, o que determina, em última instância, o comportamento dos fluxos para o País é a dinâmica internacional (Prates, 2006). Essa tendência permanece no período recente, porém com algumas especificidades, pois os avanços do processo de liberalização no Governo Lula alargaram ainda mais os canais pelos quais são permitidas as transações entre o País e o exterior, reduziram a capacidade da autoridade monetária de monitorá-las e facilitaram o processo burocrático para a realização de determinadas operações.

2.1 Fluxos financeiros: a tendência acentuada dos ciclos de liquidez de curta duração

No Brasil, desde o final de 1999, uma maior liberalização dos fluxos de capitais internacionais tornou a economia mais suscetível aos impactos das mudanças de contexto econômico internacional. A partir de então, o comportamento dos fluxos de capitais para o País segue, de forma mais acentuada, a tendência dos mercados globais.

A evolução das principais modalidades de fluxos financeiros para o País, entre dezembro de 1999 e maio de 2006, reflete, em grande medida, uma dinâmica de abundância/escassez (*feast or famine*), que ocorreu na maior parte dos países em desenvolvimento, nesse período. Em verdade, o comportamento dos fluxos financeiros para o País pode ser explicado, principalmente, pela tendência geral dos países emergentes (Prates, 2003).

Os fluxos de capitais internacionais para esses países, entre 1999 e 2003, caracterizaram-se pela retração de algumas modalidades de financiamento externo e pela alternância de ciclos de liquidez de curta duração. Essa dinâmica de abundância/escassez foi marcante, sobretudo, no mercado internacional de capitais, principalmente no mercado de títulos de dívida. Nos anos 90, esse mercado consolidou-se como principal segmento do mercado financeiro internacional, e os títulos de dívida constituíram a principal modalidade de captação de recursos pelos países emergentes.

Devido à influência crescente das mudanças dos sentimentos dos investidores e das condições de liquidez globais sobre esse segmento, a volatilidade do acesso desses países aos mercados de títulos de dívida reforçou-se nos últimos anos. Em 2002, um período de forte escassez de recursos (entre maio e novembro) foi seguido por um de abundância no final de dezembro, que se estendeu no primeiro semestre de 2003. Nesse episódio, a natureza volátil dos fluxos de capitais para os países emergentes e a sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais tornaram-se mais uma vez evidentes (Prates, 2003).

Assim, o clima favorável aos mercados emergentes que caracterizou o primeiro trimestre de 2002, associado ao aumento do apetite ao risco diante das expectativas de retomada econômica global, reverteu-se a partir de maio. Progressivamente, a deterioração das

condições de financiamento externo desses países intensificou-se ao longo do segundo e do terceiro trimestre do ano, em decorrência do aumento geral da aversão ao risco nos mercados financeiros globais. A frustração das expectativas favoráveis, a divulgação dos balanços das corporações indicando lucros inferiores aos esperados e, principalmente, a revisão do risco de crédito da WorldCom (grande firma norte-americana de telecomunicações), num mercado já abalado pela revelação de várias irregularidades contábeis em 2001, resultaram numa perda adicional de confiança dos investidores. Esse aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros dos países centrais espalhou-se para os mercados emergentes, resultando num declínio significativo nos preços das ações e dos títulos e num aumento de suas volatilidades. Em alguns países, os fundamentos internos contribuíram para acentuar essa tendência (no caso do Brasil, as incertezas econômicas devido à proximidade das eleições).

As condições adversas de financiamento externo para os países emergentes, entretanto, começaram a dar sinais de reversão em novembro de 2002. Tal como o período de escassez foi determinado, em grande parte, pelo aumento da aversão ao risco dos investidores globais, a fase de abundância, que se iniciou no final de 2002 e se estendeu pelo primeiro semestre de 2003, decorreu do movimento inverso: o aumento do apetite ao risco nos mercados globais. Num ambiente de taxas de juros historicamente baixas nos Estados Unidos e na Europa e de desilusão com as aplicações em ações, o corte de mais 50 pontos básicos da taxa de juros norte-americana estimulou os investidores a buscarem aplicações de maior rentabilidade nos países em desenvolvimento (Prates, 2003).

No caso do Brasil, a partir de 2004, os principais fluxos financeiros apresentaram um movimento cíclico, que foi associado, mais uma vez, à dinâmica do mercado financeiro internacional, bem como à demanda dos residentes por recursos domésticos (Prates, 2004). Após um período de queda dos investimentos em carteira e de outros investimentos no final desse ano, esses fluxos apresentaram saldos positivos já no primeiro trimestre de 2005. Os ingressos líquidos de investimentos em carteira decorreram tanto de aplicações de não-residentes na Bolsa de Valores de São Paulo quanto das maiores taxas de rolagem dos títulos emitidos no exterior. Os fluxos de outros investimentos foram associados às taxas de rolagem positivas de algumas modalidades de crédito bancário, como o crédito comercial.

No período subsequente, entretanto, essa tendência cíclica de curtos períodos de abundância ou de

escassez foi acentuada. Ou seja, os ciclos de liquidez tiveram período mais curto e atingiram níveis mais elevados (Gráfico 1). Algumas medidas liberalizantes, adotadas no dia 4 de março de 2005, certamente contribuem para a explicação desse comportamento. Em primeiro lugar, o prazo de internalização de recursos por parte dos exportadores foi ampliado, extinguíram-se as contas CC5 e unificaram-se os mercados de câmbio de taxas livres e flutuantes. Em segundo, facilitaram-se a compra ou a venda de moedas e a realização de transferências internacionais em reais, bem como a assunção de compromissos externos, por parte de pessoas físicas ou jurídicas (sendo estas autorizadas a venderem e a comprarem moedas diretamente da rede bancária para fins de aplicação no exterior). No mesmo sentido, em fevereiro de 2006, a Medida Provisória nº 281 estimulou os investidores estrangeiros a adquirirem títulos da dívida pública interna.

Já no início de 2000, praticamente todas as restrições às transações de capitais entre o País e o exterior foram eliminadas. Contudo a adoção dessas novas medidas implica: a ampliação da abertura financeira no âmbito dos residentes (*outward transactions*), ou a facilitação para residentes manterem depósitos ou investimentos no exterior; e a concessão de incentivos fiscais para investidores adquirirem títulos da dívida pública doméstica (*inward transactions*). Ademais, suprimir a cobertura cambial nas exportações ou eliminar a obrigatoriedade da internalização de dólares pelos exportadores (proposta em tramitação no congresso) transforma, na prática, um fluxo de natureza mercantil em um fluxo financeiro, similar aos capitais de curto prazo, cujas entrada e saída são determinadas pelas expectativas quanto à variação das taxas de câmbio e de juros (Carneiro, 2006).

Assim, a partir de março de 2005, proporcionou-se uma maior mobilidade aos fluxos de capitais, o que eleva sua sensibilidade aos choques externos e internos. Desse modo, uma pequena redução das taxas de juros domésticas num contexto de liquidez internacional desfavorável, por exemplo, gera uma ampla fuga de capitais do País. Do mesmo modo, mudanças nas condições e nos humores de investidores no mercado financeiro internacional têm maior impacto. De fato, enquanto, no período dez./04-fev./05, os investimentos em carteira e os títulos de renda fixa negociados no exterior totalizavam, em média, R\$ 1.370 bilhões e R\$ 410 milhões, entre março e maio de 2005 chegaram a atingir um saldo negativo de R\$ 535 e R\$ 197 milhões respectivamente (Bacen, 2006). Entre janeiro e maio de 2006, do mesmo modo, os principais fluxos financeiros oscilaram

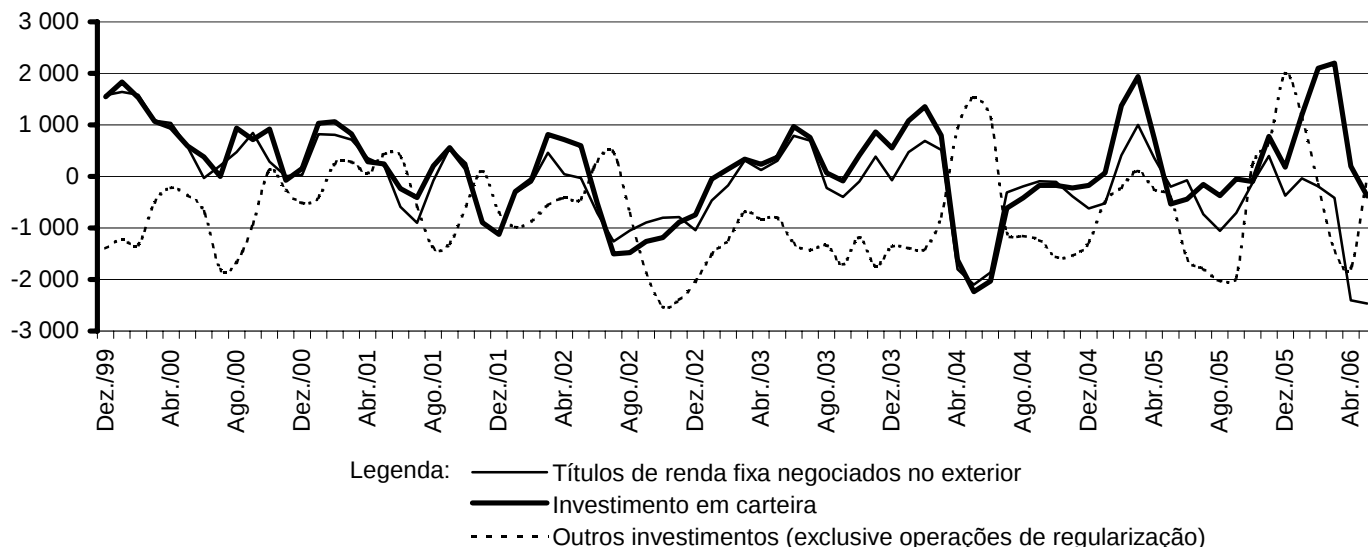
substancialmente, sendo que os investimentos em carteira apresentaram uma queda de 84%. Isto porque, a partir de maio, aumentou, consideravelmente, a volatilidade nos mercados financeiros mundiais, devido ao temor de que a inflação nas principais economias estaria demonstrando uma pressão acima da esperada até aquele momento, o que apontaria uma elevação das taxas de juros acima das expectativas. Essa alteração do cenário econômico acarretou o aumento das incertezas e a redução da exposição ao risco por parte dos investidores (B. Conj., 2006).

Por conclusão, com um maior nível de liberalização financeira a partir de março de 2005, observa-se que os ciclos de liquidez de curta duração das principais modalidades dos fluxos financeiros para o Brasil foram acentuados, uma vez que as mudanças na dinâmica econômica internacional geraram um maior impacto sobre a quantidade movimentada de capitais.

Gráfico 1

Média móvel (de três meses) dos principais fluxos financeiros para o Brasil — dez./99-maio/06

(US\$ milhões)



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BANCO CENTRAL DO BRASIL — Bacen. Economia e finanças: séries temporais, Tabelas especiais, balanço de pagamentos, jan./1995-maio/2006. Brasília, 2006. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG> Acesso em: 23 jun. 2006.

2.2 O aumento dos fluxos de investimento estrangeiro em carteira em detrimento dos investimentos diretos

Analogamente ao comportamento dos fluxos financeiros, a evolução da conta capital e financeira, em geral, refletiu a interação da dinâmica da economia internacional no período com o marco institucional referente à abertura financeira e ao regime de câmbio flutuante. A dinâmica do mercado internacional de capitais constituiu, do mesmo modo, o fator determinante dessa conta (Prates, 2006).

O Gráfico 2 evidencia a influência do comportamento da economia internacional sobre a composição dos fluxos de capitais para a economia brasileira após 1999. Em primeiro lugar, para a análise desses fluxos, deve-se ressaltar a lógica diferenciada dos fluxos financeiros em relação aos fluxos de investimento externo direto (IED), os quais são vinculados às perspectivas de crescimento econômico nos países de origem e de destino, bem como às estratégias das empresas

transnacionais. Sendo assim, no período 1999-02, enquanto os investimentos estrangeiros em carteira sofreram queda em decorrência das condições de liquidez internacional desfavoráveis, a retração do crescimento nos países centrais e a redução das operações de fusões e aquisições em âmbito global provocaram a queda dos fluxos de investimento externo direto após 2001.⁶

Mais especificamente, a evolução dos principais componentes da conta financeira em valores acumulados em 12 meses demonstra a tendência da redução progressiva dos fluxos de capitais privados para o País após 1999. Essa tendência acentuou-se a partir de meados de 2001, quando as condições econômicas e financeiras nos países centrais se deterioraram, basicamente, em função: da continuidade da deflação da “bolha” dos preços dos ativos dos setores de telecomunicação e de tecnologia nos mercados globais; do início de uma recessão econômica nos Estados Unidos, simultanea-

⁶ O comportamento dos fluxos de outros investimentos estrangeiros foi determinado, essencialmente, pelo saldo das operações de regularização ao longo de todo o período dez./99-maio/06.

mente com a redução sincronizada do crescimento global; de inúmeras falências e revelação de diversas fraudes contábeis; da crise financeira na Turquia; do ataque terrorista de 11 de setembro; e do *default* da Argentina após uma crise duradoura (Prates, 2003). Nesse quadro de escassez de recursos externos, os empréstimos do FMI (contabilizados nas operações de regularização) cumpriram o papel de suprir liquidez em moeda estrangeira a partir de 2000.

Essa retração dos fluxos de capitais permaneceu em 2002. Nesse período, somente as operações de regularização cresceram em função, novamente, dos empréstimos do FMI. Ao longo de 2003, a conta financeira apresentou uma tendência de melhora, porém devido às modalidades de fluxos mais voláteis, uma vez que os investimentos em carteira cresceram substancialmente em detrimento dos investimentos externos diretos. A redução dos fluxos de IED nesse ano foi associada à desaceleração econômica dos países centrais e às incertezas decorrentes da guerra contra o Iraque. Contudo, diante da retomada do crescimento nesses países e das perspectivas de recuperação do nível de atividade doméstica (fatores condicionantes das estratégias das empresas estrangeiras instaladas no país), os fluxos de IED interromperam, em 2004, essa tendência de queda. Em 2005, por outro lado, o excesso de liquidez internacional e o elevado apetite por risco estimularam a demanda por títulos com elevado risco de crédito (que apresentam maior rentabilidade) nos países em desenvolvimento (Prates, 2005).

Assim, no período que corresponde aos três primeiros anos do Governo Lula, as condições internacionais mais favoráveis de liquidez e de crescimento resultaram na retomada dos fluxos de capitais voluntários e permitiram o pagamento das operações de regularização com o FMI. Houve, então, um crescimento dos fluxos de IED após 2004, o qual se inseriu num movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos; e os investimentos em carteira tiveram um comportamento instável, apresentando uma trajetória de recuperação mais consistente somente a partir de 2005 (Gráfico 2). A partir de julho daquele ano, no entanto, o movimento dos fluxos de IED foi revertido, mantendo tendência de queda até maio de 2006, enquanto os fluxos de investimento estrangeiro em carteira continuaram crescendo.

Na realidade, a partir de 2003, o novo ciclo de liquidez internacional que emergiu teve impacto diferenciado sobre as diferentes modalidades de investimentos em carteira. Nesse contexto, somente as aquisições de ações na Bolsa de Valores de São Paulo apresentaram

uma recuperação significativa e consistente, que se intensificou em 2005 (Gráfico 3). O comportamento dessa modalidade foi influenciado, basicamente: pela corrida quase generalizada nos mercados acionários dos países centrais e emergentes, tanto da Ásia quanto da América Latina, fomentada pelo contexto de ampla liquidez; pelas perspectivas de lucro com as ações negociadas no mercado acionário doméstico; e pela apreciação da taxa de câmbio real (Prates, 2006).

Em relação às ações negociadas no exterior — American Depositary Receipts (ADRs) —, as aquisições de ADRs no mercado primário mantiveram-se num patamar baixo e estável. Contudo o volume negociado com ADRs de empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (mercado secundário) atingiu um valor recorde no primeiro trimestre de 2006, impulsionado pelas perspectivas de lucro de empresas produtoras de *commodities* (como Petrobrás, CSN e Usiminas), ocupando a posição de liderança nessa bolsa.⁷

De outra parte, as aplicações em títulos de renda fixa negociados no País mantiveram fluxos praticamente nulos até janeiro de 2006. Entretanto, com a edição da Medida Provisória nº 281, que concedeu incentivos tributários aos investidores estrangeiros, essa modalidade de investimento em carteira apresentou, de forma acelerada, uma recuperação significativa. Assim, essa medida revelou-se, num primeiro momento, eficaz na atração dessas aplicações. Tal eficácia associa-se à persistência de um contexto de liquidez internacional favorável no primeiro trimestre de 2006, pelo menos para os países emergentes com superávit em transações correntes.

As emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior, entretanto, apresentaram um comportamento bem mais volátil, com fluxos negativos na maior parte do período. Em primeiro lugar, o condicionante geral desse comportamento foi o regime de câmbio flutuante, que desestimulou a demanda por endividamento externo, ao implicar maior risco cambial e custo de *hedge* potencialmente mais elevado. Além disso, essa demanda pode ter sido abalada por três crises cambiais, que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999, 2001 e 2002); pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional; e pelo ambiente de estagnação econômica que predominou nos últimos anos (Prates, 2006).

Portanto, o crescimento dos investimentos em carteira a partir de 2005 foi determinado, em grande parte,

⁷ Conforme Prates (2006), esse valor atingiu US\$ 61,5 bilhões no primeiro trimestre, contra US\$ 58,1 bilhões do Reino Unido e US\$ 27,3 da China.

pelo aumento das ações e dos títulos de renda fixa negociados no País. Na verdade, desde janeiro de 2000, o Conselho Monetário Nacional equiparou investidores não residentes e residentes, autorizando o acesso de estrangeiros às mesmas aplicações financeiras permitidas aos brasileiros (como mencionado na seção 1). Todavia, a partir de março de 2005, com a unificação dos mercados de câmbio, a capacidade do Banco Central de separar os fluxos de dólares referentes ao comércio e a investimentos diretos (antigo mercado de taxas livres) de fluxos de dólares financeiros especulativos (antigo mercado de taxas flutuantes) tornou-se limitada. Além disso, a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna provocou um acelerado crescimento desse tipo de operação. Portanto, além do elevado grau de liberalização preexistente dos fluxos financeiros, atualmente se facilita seu trânsito, se aumenta a dificuldade para a autoridade monetária identificá-los e se adotam medidas de estímulo à aplicação em determinadas modalidades. Esses fatores podem contribuir para a explicação da tendência crescente dos investimentos

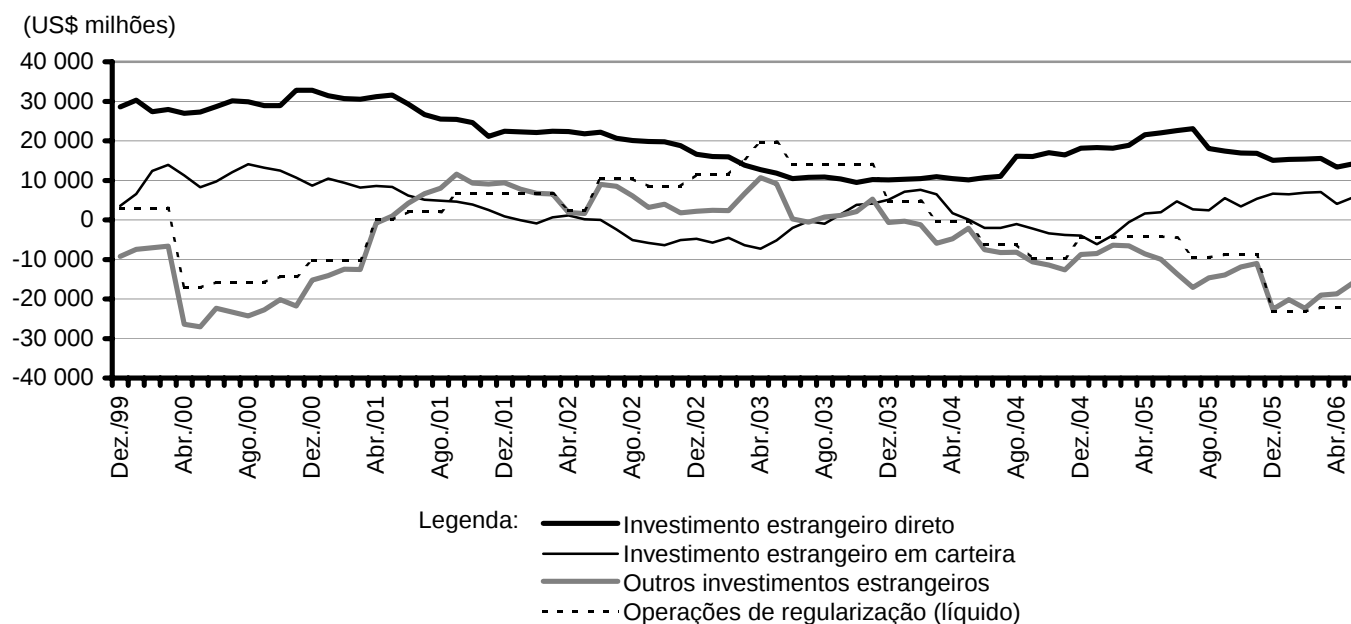
estrangeiros em carteira, num período de elevada liquidez internacional a partir de julho de 2005, a qual prevaleceu até maio de 2006, enquanto os investimentos externos diretos apresentaram queda ao longo desse período.

Ademais, considerando-se os investimentos brasileiros diretos, observa-se que a redução desses investimentos deveu-se, principalmente, ao aumento das saídas, pois as entradas se mantiveram relativamente constantes (B. Conj., 2006). Duas medidas adotadas em março de 2005 podem ter estimulado esse movimento por parte dos residentes: pessoas físicas e jurídicas foram autorizadas a comprar e a vender moeda para fins de aplicação em investimento direto no exterior, sem limitação de valor, diretamente da rede bancária; e investimentos diretos no exterior, por parte de pessoas físicas e jurídicas não financeiras, passaram a ser permitidos sem qualquer restrição.

Por consequência, com uma maior liberalização financeira, a participação dos fluxos de capitais internacionais mais instáveis no total da conta capital e financeira do balanço de pagamentos brasileiro vem mantendo uma trajetória crescente.

Gráfico 2

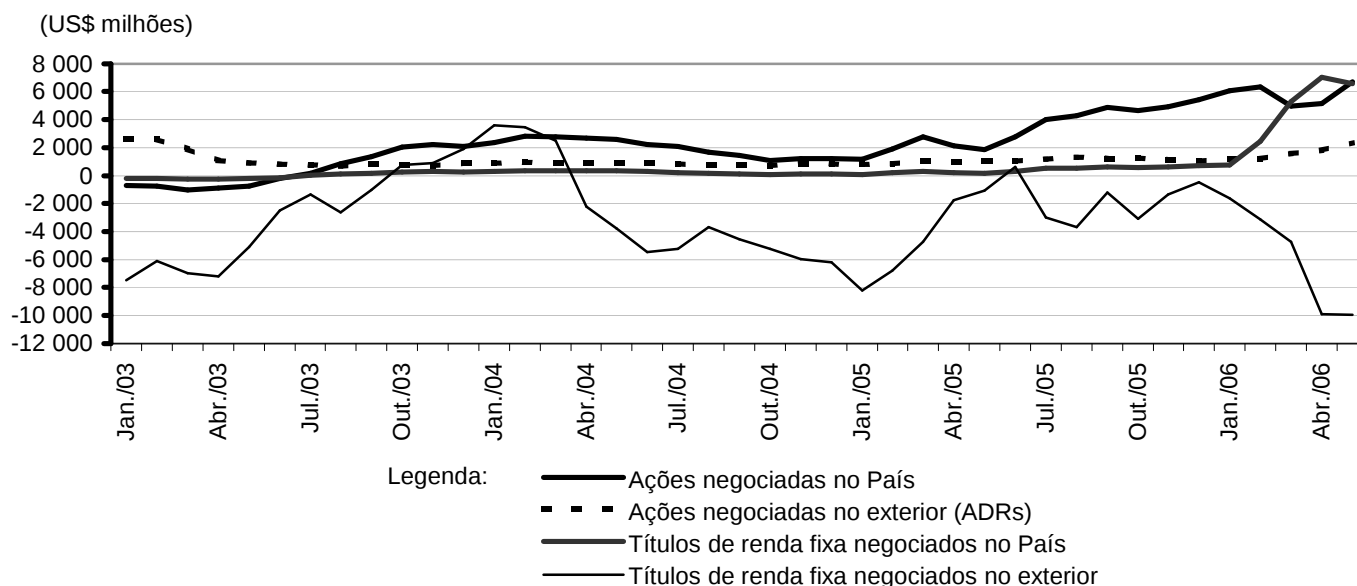
Composição dos fluxos de capitais internacionais, acumulados em 12 meses, para o Brasil — dez./99-maio/06



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BANCO CENTRAL DO BRASIL — Bacen. Economia e finanças: séries temporais, Tabelas especiais, balanço de pagamentos, jan./1995-maio/2006. Brasília, 2006. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG> Acesso em: 23 jun. 2006.

Gráfico 3

Fluxos de investimento estrangeiro em carteira, acumulados em 12 meses, para o Brasil — jan./03-maio/06



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BANCO CENTRAL DO BRASIL — Bacen. Economia e finanças: séries temporais, Tabelas especiais, balanço de pagamentos, jan./1995-maio/2006. Brasília, 2006. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG> Acesso em: 23. jun. 2006.

3 Considerações finais

Desde o final de 1999, o aprofundamento do processo de liberalização financeira (acompanhado pela flexibilização cambial) vem condicionando o comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil. Entretanto algumas medidas adotadas no Governo Lula avançaram esse processo, e a tendência daqueles fluxos apresentou características particulares, principalmente a partir do segundo trimestre de 2005.

Em março de 2005, as principais medidas liberalizantes adotadas foram: a unificação dos mercados de câmbio de taxas livres e flutuantes, a extinção das contas CC5 de instituições financeiras e a dilatação do prazo de cobertura cambial nas exportações. Assim, o avanço do processo de liberalização no Governo Lula alargou ainda mais os canais pelos quais eram permitidas as transações entre o País e o exterior e facilitou-as.

No período 1999-04, a tendência dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil refletiu, em grande medida, uma dinâmica de abundância/escassez de

recursos externos, que ocorreu na maior parte dos países em desenvolvimento. Essa dinâmica foi determinada, essencialmente, pelos impactos das mudanças nas condições e nos humores dos investidores no mercado financeiro internacional. Todavia, com a maior mobilidade estabelecida a partir de março de 2005, os fluxos de capitais tornaram-se mais sensíveis aos choques externos e internos. A partir de então, observou-se que os principais fluxos financeiros para o País caracterizaram-se ainda pelos ciclos de liquidez de curta duração, porém estes se deram em períodos mais curtos e atingiram níveis mais elevados.

Cabe mencionar que essa maior sensibilidade dos fluxos de capitais exige um esforço adicional na condução da política monetária. Num contexto de liquidez internacional desfavorável, uma pequena redução nas taxas de juros domésticas gera uma ampla fuga de capitais do País, e a atração de capitais internacionais exige, então, que essas taxas sejam mantidas em níveis mais elevados do que deveriam ser com mobilidade restrita. Por outro lado, num quadro de elevada liquidez internacional, um pequeno aumento das taxas

de juros domésticas gera uma massiva entrada de capitais, o que força um crescimento das operações de esterilização para conter a expansão da base monetária e as conseqüentes pressões inflacionárias, comprometendo o Governo com a emissão crescente de títulos da dívida pública interna.

Além disso, no mesmo período em que se observou uma tendência acentuada dos ciclos de abundância ou de escassez, a composição da conta capital e financeira do balanço de pagamentos brasileiro sofreu uma alteração significativa. Em 2004, houve um crescimento dos fluxos de investimento externo direto em função de um movimento de retomada desses investimentos para os países periféricos. Por outro lado, as modalidades de fluxos financeiros tiveram um comportamento bem mais instável, apresentando uma trajetória de recuperação mais consistente somente a partir de 2005. A partir de julho desse ano, no entanto, o movimento dos fluxos de IED foi revertido, mantendo tendência de queda até maio de 2006. Em oposição, os fluxos de investimento estrangeiro em carteira continuaram crescendo, em grande parte, devido ao aumento das ações e dos títulos de renda fixa negociados no País. Isto porque, além do elevado grau de liberalização preexistente, foram estabelecidos incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna, e a unificação dos mercados de câmbio facilitou os fluxos de dólares financeiros especulativos.

Portanto, após o avanço do processo de liberalização financeira em março de 2005, o comportamento dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil apresentou, basicamente, duas características específicas: os ciclos de liquidez de curta duração dos fluxos financeiros foram acentuados; e os fluxos de investimento estrangeiro em carteira (capitais mais instáveis) cresceram em detrimento dos fluxos de investimento externo direto.

Referências

- BALDINI Jr., R. **Controles de capitais em países emergentes na década de noventa e reforma da arquitetura financeira internacional**. Dissertação — PUC-SP, São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/depesteses/download/> Acesso em: 01 jun. 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL — Bacen. **Economia e finanças**: séries temporais, Tabelas especiais, balanço de pagamentos, jan./1995-maio/2006. Brasília, 2006. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG> Acesso em: 23 jun. 2006.
- BOLETIM DE CONJUNTURA: setor externo, Rio de Janeiro, IPEA, n. 73, p. 33-38, jun. 2006. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/Publicacoes/> Acesso em: 25 jun. 2006.
- CARNEIRO, R. A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 7, p. 1-23, nov./05-abr./06.
- FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 17, p. 81-111, 2001.
- PRATES, D. M. A assimetria das contas externas. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 4, p. 49-72, maio-out./2004.
- PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 7, p. 119-151, nov./05-abr./06.
- PRATES, D. M. A permanência da vulnerabilidade externa. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 1, p. 31-52, maio-ago./03.
- PRATES, D. M. A sustentabilidade da melhoria nas contas externas. **Política Econômica em Foco**, UNICAMP; Instituto de Economia, n. 5, p. 57-77, nov./04-abr./05.
- SICSÚ, J. Mais um passo liberalizante: comentários sobre as novas normas cambiais. UFRJ, Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro, 2005. (Textos para discussão). Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/> Acesso em: 10 maio 2006.