

Camila Cerenser Brugnaro - 2001



1290000435



TCC/UNICAMP B833i

Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia - IE

CEDOC/IE/UNICAMP

IMPACTOS DA GLOBALIZAÇÃO NO BRASIL NA ÚLTIMA DÉCADA

Camila Cerenser Brugnaro
orientador: Prof. Lício da Costa Raimundo ✓

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Unicamp

Campinas/São Paulo
julho de 2001 ✓

**TCC/UNICAMP
B833i
IE/435**

CEDOC/IE

SUMÁRIO

1	Introdução.....	04
2	Globalização – breve histórico	
2.1	Do mundo desenvolvido para o Brasil.....	05
2.2	Internacionalização.....	08
2.3	Desregulamentação.....	10
2.4	Mundialização.....	15
2.5	Globalização.....	16
2.5.1	Definições.....	16
2.5.2	Volatilidade.....	19
3	Reflexos no Brasil	
3.1	Anos oitenta – cenário.....	20
3.2	Reinserção – anos noventa.....	21
3.3	Consenso de Washington.....	23
3.3.1	Liberalização e Desregulamentação.....	25
3.4	Mudanças mercado de capitais.....	28
3.5	Estabilização – 1994.....	38
3.6	Investimento Direto Externo (IDE).....	41
3.6.1	O papel das Privatizações – Fusões e Aquisições.....	46
3.7	Apêndice.....	49

4 Repercussões Nacionais

4.1	Perda de autonomia das autoridades monetárias.....	65
4.2	Vulnerabilidade Externa.....	69
4.2.1	Crises Internacionais – reflexos no Brasil.....	71
4.2.2	Predomínio do IDE – desestabilização.....	75
	Bibliografia.....	79

Capítulo 1

Introdução

Este é um trabalho que tem por objetivo estudar o resultado do processo de abertura comercial e financeira, ou seja, o impacto da globalização na década de noventa, no Brasil.

São 4 capítulos sendo o primeiro a introdução, onde é apresentado o conteúdo de cada capítulo.

O segundo faz uma caracterização do ambiente internacional no qual a economia nacional está inserida, como foi a evolução gradual da globalização pelo mundo e quais os acontecimentos fundamentais para tal transformação do sistema.

No terceiro capítulo enfoca-se o caso Brasil: como ele desenvolveu seus mecanismos internos para a captação de recursos do exterior, quais os atrativos para a entrada de capitais no país, como o fluxo de capitais vem crescendo e por que vias.

Já no quarto e último capítulo é apresentado o resultado desta movimentação em torno da atração de capitais sem controle total das autoridades monetárias, o que pode resultar nas crises cambiais como as que ocorreram em outros países emergentes, ou mesmo, no desinteresse de novos investimentos no Brasil.

Capítulo 2

GLOBALIZAÇÃO – PARTE HISTÓRICA

2.1 Do mundo desenvolvido para o Brasil

Este capítulo se faz necessário para entendermos melhor a abertura financeira no Brasil, estudada no capítulo 3, pois o movimento da abertura externa nos países periféricos está diretamente ligado à compreensão da dinâmica internacional. A conjuntura internacional exerce grande influência sobre a periferia, devemos então, analisar primeiramente a ordem internacional.

O Padrão-Ouro clássico foi a expressão da hegemonia inglesa entre o final do século XIX e a Primeira Guerra Mundial, e a hegemonia americana foi construída na Segunda Guerra Mundial. Tendo esta a aceitação do seu padrão no âmbito das relações comerciais e financeiras internacionais, pois todos tinham confiança no sistema ^{monetário} ~~bancário~~ do país hegemônico. x

Inúmeras mudanças ocorreram na década de setenta e oitenta no Sistema ^{monetário} Internacional (SMI), entretando a hierarquia ^{monetária} básica entre as moedas, que leva em consideração a influência do país hegemônico, foi preservada. x

A hierarquia pode ser geralmente dividida em três categorias de moeda. Segue na sequência de poder: a moeda reserva (dólar –

moeda norte-americana), as moedas conversíveis (países centrais) e as moedas não-conversíveis (países periféricos).

A consequência direta da hierarquia das moedas é que a taxa de juros básica do sistema é definida no âmbito da moeda considerada mais forte (moeda reserva = dólar americano). Esta é a menor taxa⁽¹⁾ de todas, pois é considerada a mais segura, depois a tendência é que a taxa de juros aumente, segue para as moedas conversíveis e depois para as não-conversíveis que têm a taxa de juros mais elevada, isto devido ao maior prêmio exigido pelos investidores para investirem em moedas menos seguras e dada a incerteza ligada a estas moedas. As maiores taxas de juros do mundo - tabela 61 - podem chegar até a 77% como ocorreu na Turquia no mês de abril de 2001, enquanto que no mesmo período a taxa de juros nominal dos EUA variava perto dos 4%.

→ A taxa de juros é o preço da moeda.

A taxa de juros e as expectativas quanto a sua variação podem trazer consequências diretas como a determinação de um estado de preferência entre a posse de ativos mais ou menos líquidos, definindo o fluxo de gastos monetários que determinam o emprego, a renda e os salários. E também afeta simultaneamente o valor das dívidas já emitidas e o valor presente dos fluxos esperados de rendimentos de ativos.

Essa hierarquia das moedas mostra a dependência do mundo frente às decisões dos Estados Unidos, ou melhor, do FED (Banco Central dos EUA) que fixa a taxa básica de juros de curto prazo. A dependência frente aos Estados Unidos também explica e caracteriza a inserção hierarquizada e assimétrica dos países na globalização.

Os Estados Unidos, visando reduzir os déficits de transações correntes, fragilizado na década de 70, optou pela reconquista da hegemonia financeira, já que a liderança tecnológica e comercial

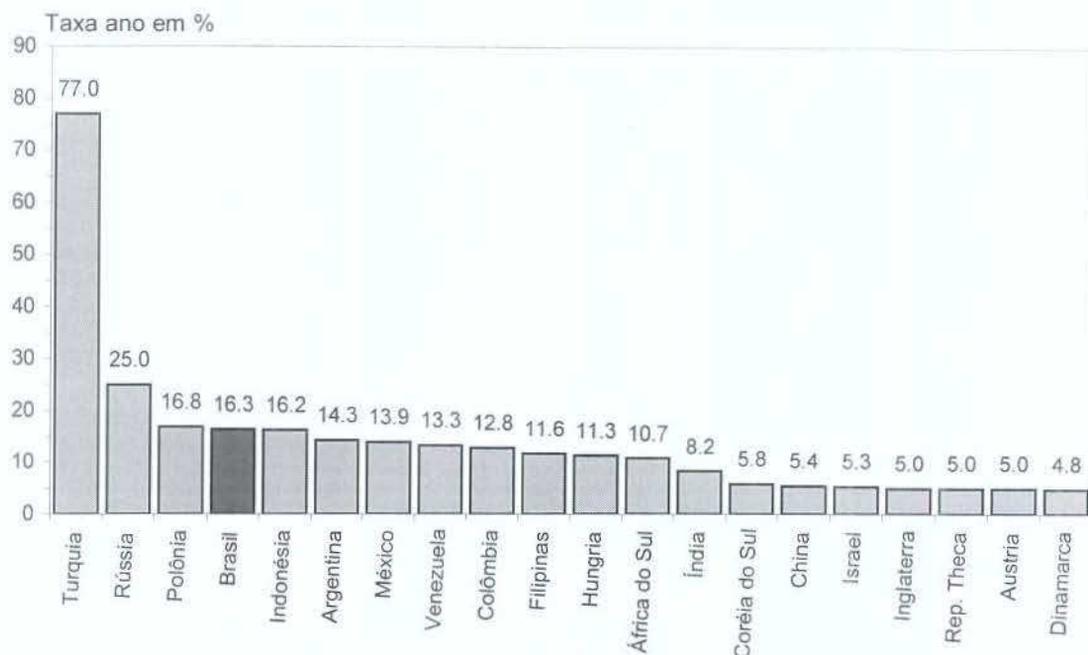
(1) A taxa de juros é o preço da moeda.

estavam comprometidas – restabelecendo assim, à escala internacional, a reprodução do capital.

Teve a ajuda de vários organismos internacionais na reconquista de sua hegemonia financeira. Com expressão política a ONU (Organização das Nações Unidas) e com expressão econômica/militar criados na Conferência de Bretton Woods, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o BIRD (Banco Interamericano de Desenvolvimento). Inicia-se assim o processo de transnacionalização do sistema capitalista e de liberalização dos movimentos de capitais pelo incentivo aos outros países a adotarem a desregulamentação e a destaxação das operações financeiras, facilitando a mobilidade internacional do capital financeiro e promovendo o desenvolvimento das finanças mundiais.

Os países com déficit de transações correntes, ao recorrerem portanto, aos mercados financeiros internacionais para financiar sua dívida, dão continuidade a onda de liberalização iniciada nos EUA, ocorre, portanto, um aumento da autonomia do movimento dos capitais.

As maiores taxas de juros do mundo



Fonte: Gobalinvest. * Taxa nominal praticada em abril/2001.

2.2 Internacionalização

Do Final da Segunda Guerra Mundial até o início dos anos sessenta, uma grande estabilidade nos mercados financeiros era observada num contexto de elevada e incomum liquidez de capital. Os agentes financeiros, neste período, optaram por comportamentos mais conservadores no tocante à criação de crédito e geração de riscos, influenciado talvez pela memória da crise financeira - Grande Depressão de 1929 - e das regras do sistema herdado de Bretton Woods (taxa de câmbio fixos, juros baixos e elevada liquidez).

Porém, como apresenta MENDONÇA (1994), o movimento de internacionalização dos mercados financeiros já começa a aparecer no início dos anos 60 e é percebido através do aumento da concorrência entre as instituições financeiras, da busca por liberação das restrições e

controles impostos pelas autoridades monetárias às operações monetárias/financeiras domésticas, do crescimento do euromercado e do desenvolvimento das telecomunicações.

A internacionalização do capital financeiro é mais claramente percebida no início da segunda metade da década de 60 e se intensifica depois do primeiro choque do petróleo e da introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes - 1973.

Segundo o BNDES (1991), os anos 70 foram marcados por grandes alterações no Sistema Financeiro Internacional. O texto nos apresenta um panorama geral das principais mudanças verificadas na década e tem como principal a crescente internacionalização das operações financeiras e para a efetivação deste processo contribuíram:

- a expansão do comércio internacional e do investimento direto no exterior que, ampliando a internacionalização da produção, gerou necessidade de um sistema financeiro internacionalizado;

- grande crescimento do já existente euromercado, facilitando as transações em moedas estrangeiras e a introdução de uma importante inovação financeira: a taxa de juros flutuante na concessão de créditos;

Com o passar do tempo, os mercados evoluíram e o quadro de estabilidade mudou – pela própria atuação das instituições financeiras e funcionamento do mercado e do próprio processo de intermediação financeira (inovações). Aumenta assim, a competição entre as instituições bancárias e/ou não-bancárias, estimula-se a implementação de novos mercados de captação ou aplicação, com objetivo de diferenciar os serviços. Como reflexo do crescente movimento de internacionalização financeira - que foi em grande parte influenciado pela internacionalização

Resumo do texto: A internacionalização do capital financeiro é mais claramente percebida no início da segunda metade da década de 60 e se intensifica depois do primeiro choque do petróleo e da introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes - 1973. Segundo o BNDES (1991), os anos 70 foram marcados por grandes alterações no Sistema Financeiro Internacional. O texto nos apresenta um panorama geral das principais mudanças verificadas na década e tem como principal a crescente internacionalização das operações financeiras e para a efetivação deste processo contribuíram:

das grandes empresas produtivas - e que forçou as instituições a se lançarem no mercado internacional e a maiores riscos.

Com a crescente concorrência bancária que se dá pela busca de formas de fuga da regulamentação ou pelas condições econômicas e financeiras mais favoráveis, surgem operações cross-border (além-fronteiras), acentua-se assim, os riscos de flutuação nas taxas de câmbio (devido às diferentes moedas envolvidas no mercado financeiro cross-border), surgem swaps para diminuir o risco, semelhantes ao processo de securitização das dívidas e do desenvolvimento de contratos de derivativos.

Na década de setenta ocorre uma crise monetária internacional, intensifica-se a incerteza sobre o dólar. O que causou uma considerável desvalorização desta moeda, mas o FED, na tentativa de retomar a hegemonia do dólar, adota a chamada política Volcker (presidente do FED na ocasião), aumenta a taxa de juros em 1979 e adota uma política monetária rígida.

2.3 Desregulamentação

O início da década de 80 foi marcada pelo dólar forte (aumento da taxa de juros, política recessiva), como tentativa dos EUA em retomar o domínio do mercado financeiro internacional e na tentativa de absorver capitais de países superavitários.

As mudanças de direção da política dos EUA, como discutido no item 2.1, acabaram causando grande instabilidade na conjuntura macroeconômica mundial decorrentes de fortes oscilações das

taxas de juros e câmbio e resultaram na crise da dívida externa dos países em desenvolvimento no início da década de 80.

A segunda onda de inovações, é a de desregulamentação, de expansão dos instrumentos de *hedge* e crescimento dos mercados de emissão e negociação direta de títulos de dívida. O período destes acontecimentos é marcado pela ampliação do endividamento público americano e europeu para socorrer as carteiras e conter o colapso dos bancos envolvidos com a dívida do Terceiro Mundo. A dívida externa dos países em desenvolvimento cresceram rapidamente na década de 80 pelo aumento da taxa de juros americana em 1979, deixando os países devedores mais dependentes dos governos em relação aos mercados financeiros internacionalizados para sanar suas dívidas externas. Estes foram fatores decisivos para o processo de aprofundamento dos processos de securitização das operações de emissão de dívidas e para o desenvolvimento da desregulamentação, ou seja, o aumento da concorrência exerce forte pressão para a desregulamentação dos mercados.

Surgiam assim, devido à volatilidade e outras características, instrumentos de *hedge*, chamados derivativos, que buscam neutralizar os riscos de perda de rendimento e/ou de capital. Estas operações tomam a forma de contratos de compra e venda, *swaps*, ou operações em datas futuras, intermediadas principalmente pelos bancos, com lastro em títulos de alta qualidade.

Historicamente os derivativos foram inicialmente criados com o objetivo de oferecer *hedge* e corrigir eventuais desequilíbrios através da arbitragem. Com as variadas mudanças durante a década, os mercados tornam-se cada vez mais especulativos. Com o decorrer do processo e avanço das transformações liberais, a lógica especulativa atinge a maioria

dos setores econômicos. Quanto mais profunda a liberalização, mais a lógica especulativa toma conta dos agentes.

Fica claro neste parágrafo de PRATES (1997) , que:

“ ...as transformações financeiras da década de oitenta e a supremacia do mercado de capitais (da “economia de ativos”) ampliaram a instabilidade financeira internacional e o risco sistêmico global. Esse crescimento surpreendente das finanças internacionais corresponde a uma mudança estrutural: a própria natureza do sistema passou a ser dominada pela especulação.”

GUTTMANN (1996) nos lembra de um aspecto muito importante, com a liberalização total das finanças que faz surgir o capital especulativo leva para uma relativa impotência da política monetária diante dos mercados - instrumentos tradicionais como intervenções “esterilizadoras” no mercado de divisas; manipulação das taxas de juros; controle de divisas perdem sua eficácia e o problema agravante é que as reservas dos Banco Central são na maioria dos casos insuficientes para possíveis ataques especulativos.

Para BELLUZZO (1997) as inovações financeiras além de servirem para reduzir os riscos de flutuação de preços dos ativos são essenciais para também contornar as restrições de liquidez ou de pagamento impostas pelas normas de criação e “destruição” da moeda, inerentes à reprodução de qualquer regime monetário. Segue que nos últimos vinte anos, a inovação financeira foi imposta com velocidade espantosa, e com crescente liberalização dos movimentos de capitais. Segundo o autor, a aceleração das inovações foi causada pelo aumento da volatilidade dos preços dos ativos financeiros devido às diversas e distintas moedas – o que causou maiores e mais frequentes flutuações

das taxas de juros e de câmbio, no âmbito de um processo de desregulamentação e de abertura dos mercados, que estimularam a criação de novos instrumentos destinados a repartir os riscos de preços, de liquidez e de pagamento, ^{Fluxo 100} mostra claramente que os derivativos repartem e não eliminam o risco.

A crescente concorrência no mercado financeiro internacional foi também em grande parte possível devido aos avanços tecnológicos nas áreas de informática e telecomunicação pela redução nos custos das transações financeiras. Avanços na área de telecomunicações foram primordiais para a criação do mercado financeiro global, facilidade e eficiência na administração de portfólios, fator impulsionador no desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, dada a facilidade de transmissão de informação.

Tais inovações, favoreceram e favorecem a realização de um número cada vez maior de operações, tornando este mercado cada vez mais ágil e global. As principais mudanças desta década foram a securitização onde qualquer operação financeira realizada através da emissão de títulos destinada à captação de recursos, permite uma transferência do risco dos bancos para os investidores, as novas técnicas de gestão do risco como os instrumentos nos mercados de swaps, opções e futuros que possibilitam o encurtamento dos prazos das operações e a proteção contra os riscos decorrentes da significativa volatilidade das taxas de juros e câmbio, e o processo de globalização que envolve o processo de liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros - internacionalização bancária- maior independência entre os mercados nacionais e internacionais facilitado pelo desenvolvimento da tecnologia de informática e de comunicações e pelas inovações financeiras.

Surge um novo padrão de concorrência. Com as novas formas de emissão e da proliferação de *securities*, os bancos ~~vêm~~ cada vez mais operando como prestadores de serviços devido a mudança de seu papel como fornecedores de crédito que tornou-se menos importante a partir da crise de endividamento do início dos anos 80, que reduziu a capacidade de mobilização dos recursos por estes agentes, além de aumentar os custos de intermediação bancária. Outras instituições não-bancárias tais como bancos de investimento, corretoras, algumas companhias de seguro também disputam a execução destes serviços, acelerando o processo de desregulamentação entre os segmentos que atuam no sistema financeiro devido a concorrência pela disputa de novos espaços de atuação.

As mudanças nos fluxos de liquidez a partir de 82, estão associados à redução nos superávits dos países exportadores de petróleo, à recuperação econômica dos países em desenvolvimento, à transformação dos EUA em captadores líquidos de recursos externos, como também à crise da dívida dos países do Terceiro Mundo.

Com o processo de desregulamentação dos anos 80, e com o surgimento de novos instrumentos financeiros ocorreu a criação de novos mercados e os mercados domésticos tradicionais dos países avançados passaram por um processo de “desregulamentação”, possibilitando a interpenetração de vários mercados nacionais e alargamento do mercado financeiro internacional que segue para a globalização.

2.4 Mundialização

A dinâmica de funcionamento da mundialização mostra-se dependente das prioridades do capital privado altamente concentrado e do aumento da mobilidade de capitais. No conceito de CHESNAIS (1995) temos que “A globalização aproxima-se muito mais do conceito de mundialização do capital do que dos conceitos de igualdade de condições e competição aos quais estão arraigados os defensores do processo globalizante” .

Ainda em CHESNAIS (1995) encontramos o que ele apresenta como as características marcantes para a economia deste fim de século, diferente de muitos que vêem na globalização algo que melhorou o sistema. Destaca-se: taxas de crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) muito baixas, deflação rastejante, instabilidade conjuntural na economia mundial, alto nível de desemprego estrutural, marginalização de regiões inteiras em relação ao sistema de trocas e uma concorrência internacional cada vez mais intensa, geradora de sérios conflitos comerciais entre as grandes potências da Tríade. Essas características estão relacionadas ao novo regime mundial de acumulação, cuja origem está relacionada à uma nova fase no processo de internacionalização, que é a mundialização do capital.

2.5 Globalização

2.5.1 Definições

Todas as demonstrações anteriores deixam claro que as novas formas de organização do capital e da produção restabelecem as hierarquias características do capitalismo (pólos dominantes).

Os novos fenômenos que surgem nos anos 60 e se desenvolvem mais intensamente durante a década de 80, que ultrapassam as fronteiras nacionais. A “internacionalização”, a “desregulamentação”, a “mundialização” e a “globalização” – nos mostram a continuidade, o desenvolvimento do sistema econômico internacional, nesta fase atual do desenvolvimento econômico representa a retomada de 3 decênios de crescimento e expansão, abandonados pelo período entre-guerras.

A globalização, dentre as diversas definições, pode ser descrita como a livre mobilidade de capitais e a desregulamentação financeira. Com um caráter mais geral, processo histórico de internacionalização: aceleração forte e desigual da mudança tecnológica, ausência de um padrão monetário mundial estável, aumento significativo de fluxos financeiros entre agentes (empresas, bancos e investidores institucionais).

Podemos nos defrontar com diversas opiniões sob diversos pontos de vista. Os que acreditam na liberalização unilateral dizem que a globalização é um processo irreversível e que vai contra os que se opõem. Deve-se ter um alinhamento da política econômica às expectativas dos investidores e credores estrangeiros, para ter uma maior

credibilidade do país e maior potencial de desenvolvimento econômico. Já os defensores de uma estratégia nacional de desenvolvimento mostram que políticas comerciais e financeiras dos últimos anos aumentaram a fragilidade do Estado, a dependência externa e a crise social. Os críticos da ortodoxia ultraliberal ditam a globalização como um jogo competitivo onde os países lançam mão de políticas de Estado para enfrentá-la (medidas de apoio setoriais, colaboração entre agências do governo e iniciativa privada, políticas de financiamento que privilegiam empresas nacionais e incentivos fiscais aliados a políticas científicas e tecnológicas).

Para alguns a globalização é apenas um conceito impreciso, e enganoso, descrevem que as mudanças relevantes que vêm ocorrendo no mercado mundial, nas formas de organização empresarial, nas normas de competitividade, para não falar nas transformações na órbita financeira e monetária, de longe as mais significativas. Todos estes movimentos vêm submetendo, de fato, as políticas macroeconômicas nacionais à tirania de expectativas volúveis, ataques especulativos contra paridades cambiais, os episódios de deflação brusca de preços de ativos reais e financeiros, bem como as situações perigo para os sistemas bancários.

A visão de CARNEIRO (2000) consegue filtrar de todas considerações sobre globalização, questões-chave para a economia dos anos noventa. O autor parte da hipótese central de que a globalização é a resultante da interação de 2 movimentos básicos: um no plano doméstico, da progressiva liberalização financeira e, e o outro no plano internacional, da crescente mobilidade dos capitais.

As principais características da economia internacional que vão constituir a essência da globalização e da interação dos 2 movimentos básicos acima, para CARNEIRO (2000), são a centralidade

do dólar, o regime de taxas de câmbio flutuantes e a livre mobilidade de capitais. Apresenta também o sistema monetário financeiro internacional como um sistema hierarquizado pelo dólar.

A integração financeira internacional aumentou enormemente nas duas décadas após o fim do sistema de Bretton Woods. Parte da integração corresponde ao volume de posições monetárias como forma de minimização do risco cambial, os ativos domésticos com proprietários estrangeiros, têm um aumento significativo (veremos no capítulo 3), tudo devido a razões comerciais, tecnológicas e principalmente, financeiras (processo de abertura).

A abertura financeira tem vários processos: a liberalização dos fluxos de câmbio, a abertura dos mercados de crédito aos operadores estrangeiros, a abertura das bolsas de valores e de mercadorias.

A definição de globalização para PLIHON (1995) é apresentada como uma situação do fim do século XX, de grande instabilidade, relação monetária e financeira internacionais - sucessão de crises nas Bolsas e no mercado cambial associado ao processo de globalização financeira. O Sistema Financeiro Internacional como um megamercado único do dinheiro, unidade de lugar e tempo – perde a distância com o desenvolvimento das telecomunicações para transmissão de dados de qualquer parte do mundo e o mercado tem a possibilidade de funcionar 24 horas por dia. Globalização como descompartimentalização dos mercados, queda das fronteiras, abertura dos mercados nacionais para o exterior e dentro deles, ajuda das inovações financeiras para facilitar a circulação dos capitais. Demonstra que o início da globalização ocorreu pela necessidade de financiar os desequilíbrios mundiais nos Balanços de Pagamentos, principalmente dos EUA.

2.5.2 Volatilidade

MIRANDA (1992) demonstra claramente o resultado negativo da globalização financeira para uma Nação. Ela deslocou grande parte do controle da liquidação sistêmica dos Bancos Centrais para o mercado financeiro privado, tornando difícil a coordenação das políticas monetárias e fiscais dos principais países e nos demais, a situação é ainda mais arriscada.

A perda de autonomia é legada à vulnerabilidade externa. Torna a volatilidade algo muito próximo e temido, admi-se a possibilidade de fáceis saídas de divisas - institucionalizada pela abertura financeira - trazendo fortes implicações para a política monetária e para a dívida pública, principalmente.

CARNEIRO (2000) acredita que a Ordem Econômica Internacional atual depende da globalização! Pois, o período de seu desenvolvimento é marcado pela queda no dinamismo e o aumento da instabilidade provocados pela liberalização financeira.

Capítulo 3

Reflexos no Brasil

3.1 Anos oitenta – cenário

Estudamos no capítulo anterior a relevância do cenário internacional para o estudo dos casos nacionais e, em especial para nosso trabalho, o caso do Brasil.

CRUZ (1993) defende que o governo brasileiro, após o Golpe Militar, e durante os anos sessenta e setenta, teve ações que foram decididamente estimuladoras da entrada de capitais externos (abundantes no euromercado de moedas). Algumas dessas ações foram a "... instituição da correção monetária para ativos financeiros e a política de minidesvalorizações cambiais que permitiram a prática de taxas de juros reais internas superiores às observadas no mercado internacional de crédito." Com a elevação das taxas de juros internas vários problemas surgiram. Dentre eles, o pior foi o agravamento da dívida externa que foi progressivamente concentrada em mãos do Estado brasileiro e a rolagem desta situação resultou na crise da dívida externa dos anos oitenta e na interrupção do fluxo de capital externo para o Brasil.

A década de 80, no Brasil, foi marcada pela estagnação do produto e pela instabilidade de preços. Diversas foram as tentativas de buscar-se a estabilidade. Os planos do governo eram basicamente

alternativas heterodoxas, ou seja, políticas de renda com choques através de congelamento. O fracasso foi generalizado, mas no decorrer do tempo a economia brasileira desenvolveu diversos mecanismos de proteção contra a inflação, culminando na indexação. A Reforma monetária de 1990 foi feita com a intenção de interromper o círculo vicioso que envolvia o aumento de juros e preços - inflação, sem causar uma fuga em massa para ativos reais.

3.2 Reinserção – anos noventa

A década de 90 foi marcada pela reinserção do Brasil nos fluxos financeiros internacionais. Isto foi devido à nova dinâmica financeira internacional em conjunto com fatores internos ao país que possibilitaram o retorno do Brasil ao cenário financeiro internacional.

Dentre os fatores internos destacam-se o processo de liberalização e desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais. Quanto aos fatores externos, destacam-se os empréstimos, ou seja, o Brasil fez emissões de bônus e títulos no mercado internacional conseguindo assim, a entrada de capitais.

A reintegração da periferia aos mercados de capitais significou o retorno dos influxos voluntários de capital externo para o país. Para PRATES (1997), a participação do Brasil na nova dinâmica financeira internacional foi feita devido à necessidade de obtenção de financiamento externo.

Há um inflexão no modelo de financiamento do desenvolvimento, até então sustentado em duas grandes fontes internas: o financiamento público, com repasses de recursos fiscais e parafiscais, e

o autofinanciamento, tanto de empresas privadas quanto estatais. Os desequilíbrios orçamentários da União e dos Estados mobilizaram todos os recursos fiscais, impedindo a continuidade dos repasses. A opção é a busca de capital externo.

A entrada dos bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico é capaz de trazer benefícios diversos, levantados pelo MINISTÉRIO(1997):

1. sabe-se que crises bancárias decorrem da conjunção de fatores microeconômicos, determinados pelas características individuais das instituições financeiras e fatores macroeconômicos, representados por choques macroeconômicos que ocasionam pressões sobre o sistema financeiro de um país. Dessa forma, quanto mais fortes forem as instituições financeiras em uma economia, maior será a capacidade do sistema financeiro em absorver choques macroeconômicos. A entrada de bancos estrangeiros para atuar na economia brasileira vai ao encontro de fortalecer o sistema financeiro doméstico;
2. a entrada de bancos estrangeiros aumenta a concorrência no sistema financeiro, ocasionando redução dos *spreads* e das taxas de serviços bancários;
3. ajuda na reestruturação do sistema financeiro doméstico, por meio da compra de ativos financeiros em liquidação em poder do Banco Central e pela compra de bancos brasileiros que estavam com desequilíbrio patrimonial. Exemplos: Korea Exchange Bank, Banco Santander, Banco Société Générale, Hong Kong & Shanghai Banking Corporation (HSBC), ABN - AMRO Bank.

3.3 Consenso de Washington

Os anos 80, foram considerados como a “década perdida” devido à situação de estrangulamento que se seguiu aos choques externos a partir de 79 e à interrupção dos empréstimos bancários desde o final de 82 com a crise da dívida externa.

A América Latina enfrentava na passagem para os anos 90 uma série de alterações políticas e econômicas. Os organismos multilaterais situados na capital americana, Washington (FMI, Banco Mundial, BIRD), acompanhavam neste momento, em algumas conferências esse rumo e identificaram diretrizes que vinham sendo (ou deveriam ser) seguidas pelos países da América Latina. O Consenso de Washington foi uma destas conferências que ditavam o caminho a ser seguido pela periferia.

Segue-se, na década de 80, a estratégia de liberalizações, cuja justificativa assemelha-se com o discurso de Washington. A abertura comercial permite a eliminação das barreiras aduaneiras ao comércio externo e a redução gradual de tarifas, a liberalização do IDE (Investimento Direto Externo) como intenção declarada do governo (atração de IDE para possível conversão da dívida externa em investimento direto) e a liberalização financeira intensifica-se com a ampliação da conversibilidade da conta de capitais do Balanço de Pagamentos, a determinação da taxa de juros passa a ser feita pelo mercado.

Os motivos internos da liberalização eram da busca de financiamento e investimento. Os anos 90 caracterizam-se pela

intensificação do processo de liberalização, com um governo neoliberal no poder, buscando uma diminuição do papel do Estado na regulação do financiamento da economia brasileira.

A hegemonia do pensamento neoliberal na década de noventa instituiu um paradigma, em que o predomínio das relações de mercado (com privatização e desregulamentação) minimizaria incisamente o papel que deveria ser desempenhado pelo Estado. Sem um Estado para preservar minimamente um espaço de autonomia para sua gestão macroeconômica, particularmente quanto às taxas de juros e de câmbio e à sustentação de condições saudáveis em seu Balanço de Pagamentos, cria-se uma situação em que a submissão às finanças globalizadas pode ser fatal ao desenvolvimento do país.

O consenso de Washington e o Brasil ficam estreitamente ligados no governo Collor, presidente que defendia as reformas estruturais, o “modelo neoliberal” e a modernização. O centro irradiador do sentido dessas reformas situa-se na capital americana - o Consenso de Washington funcionou como uma espécie de guia deste processo.

A crítica ao Brasil pelo Consenso de Washington era clara e objetiva. Alguns itens criticados foram o gasto excessivo não focalizado, a inexistência de uma reforma tributária, a lentidão no processo de privatização e a permanência de subsídios, uma maior discordância no campo comercial e de regulamentação econômica e a Constituição de 88 que inibia o investimento externo. Entre os anos 89 e 90, o presidente Collor inicia uma onda de privatizações, como uma frente de combate à crise fiscal – e pela dificuldade financeira das empresas estatais. – a implementação de programas de desestatização no governo Collor foi feita através de certificados de privatização - vultuosa transferência patrimonial para o setor privado mudando a organização econômica do país.

No mandato seguinte, a política seguida pelo governo de Fernando Henrique Cardoso continua dentro dos moldes do Consenso de Washington. Continuou-se patrocinando a abertura financeira e comercial, a desregulamentação, as privatizações, e as tentativas de flexibilidade dos mercados de trabalho.

O problema de se estar seguindo o que se definiu no Consenso de Washington é que o governo brasileiro não consegue ter instrumentos, nem a liberdade de utilizar os instrumentos de política fiscal e monetária para sustentar o crescimento de curto prazo e muito menos de ter estratégias de longo prazo.

3.3.1 Liberalização e Desregulamentação

A tendência à liberalização das regras dos sistemas financeiros, verificada nos países em desenvolvimento acontece à medida que os fluxos financeiros vão ganhando relevância em detrimento dos fluxos produtivos.

Os fluxos produtivos não deixaram de existir ou perderam sua importância. Ocorre apenas que na centralidade dos fluxos externos a figura predominante é a dos fluxos financeiros.

Tal movimento ocorre no início dos anos 90 com a intensificação da abertura financeira e da globalização. O movimento de atração de capitais foi feito pela necessidade de entrada de capitais para um resultado positivo no balanço de capitais. Os países em desenvolvimento - como é o caso do Brasil - estruturalmente deficitários em seu balanço de transações correntes, precisam manter um balanço de

capitais positivo e compatível com o déficit em transações correntes para manter um Balanço de Pagamentos equilibrado. Por isso mantinham taxas de juros um tanto quanto elevadas.

Os atores do processo de liberalização e desregulamentação são os próprios países e os agentes financeiros (empresas, bancos, investidores institucionais). As empresas através do IDE, os bancos através dos financiamentos e os investidores institucionais (Fundos de Pensão, Fundos Mútuos, Companhias de Seguros, Bancos de Investimento) através de portfólio.

A liberalização cambial ocorre desde 1988 com a taxa de câmbio flutuante – o Brasil foi o último país a liberalizar o câmbio, nos EUA o câmbio fixo acabou em 1973. Entretanto, o Brasil inicia a década de 90 vivendo sob um regime de centralização cambial adotado em meados do ano de 1989 pela ameaça de crise cambial, época de rígidos controles sobre os fluxos de capital estrangeiro, principalmente os destinados a aplicações de portfólio.

A abertura financeira e a política cambial conduziram para mudanças na economia brasileira. O processo de abertura financeira foi intensificado e trouxe mudanças estruturais determinantes para o futuro do país.

A década de 90 no Brasil é marcada por dois grandes acontecimentos: o processo de abertura financeira (desregulamentação) feito pelo governo Collor e o processo de estabilização (Plano Real em 1994). As consequências destes dois acontecimentos foram, internamente, mudanças como o enfraquecimento do processo inflacionário, e uma taxa real de juros elevada, e externamente, mudança no saldo da balança comercial, grande aumento do fluxo de capitais.

A ausência de um padrão estável, resultado da desestruturação do sistema criado no pós-guerra (Bretton Woods), não significa o isolamento dos países. Pelo contrário, embora instável e desregulamentado, o presente sistema monetário internacional apresenta o paradigma da livre mobilidade de capitais. Houve uma redução nas taxas de crescimento do comércio mundial - fim do compromisso entre os países de manter o câmbio fixo - instabilidade e incerteza ao sistema aumentando o risco das transações.

Por outro lado, a liberalização cambial é viabilizadora do processo de abertura financeira. A regulamentação do segmento flutuante permitiu um nivelamento entre as diferentes cotações do dólar entre os diversos países. Além de aproximar as cotações, observa-se uma maior flexibilidade nas condições de remessas de divisas pelos não-residentes.

Com o passar da década de 90, o Banco Central aprofundou o processo de liberalização dos movimentos de capitais, ampliando o grau de abertura financeira da economia (suspendeu a exigência de prazos mínimos de amortização para a captação de empréstimos no exterior, suprimiu a exigência de autorização prévia para a tomada de crédito externo pelo setor privado e removeu as restrições ao direcionamento de recursos trazidos de fora). O Bacen passou a utilizar o *open market* a fim de estabilizar os juros e evitar o descontrole nas expectativas de formação dos preços.

Duas características foram fundamentais para a abertura financeira:

- 1) a redução significativa das barreiras financeiras a investidores estrangeiros – criação dos Anexos, principalmente pelo Anexo IV - que disciplina a constituição e administração de carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros definidos

como fundos de pensão, companhias de seguro, carteira própria de instituições estrangeiras e fundos de ações constituídos no exterior. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 1991, autoriza a abertura definitiva das bolsas de valores brasileiras aos investidores internacionais - isenção de tributação sobre os ganhos de capital (menos para capital estrangeiro - tributado em Imposto de Renda pelo Banco Central).

- 2) ampliação do acesso às fontes externas de financiamento por residentes - principal mecanismo de captação de recursos externos permitido pela Resolução 135 do Conselho Monetário Nacional (CMN) de 31/7/91, regular o processo para que os recursos captados sejam utilizados como *funding* para empréstimos domésticos às empresas corrigidos pela variação do dólar comercial.

3.4 Mudanças mercado de capitais- 1991

A CMN em 20 de março de 1987 com a Resolução 1289 cria três mecanismos para a redução das barreiras a investidores estrangeiros, foram criados os Anexos I, II, III. O Anexo IV foi estabelecido em 30 maio de 1991 com a Resolução 1832 da CMN, em 18 de maio de 1992 com a Resolução 1927 cria o Anexo V e em 17 de dezembro de 1993, com a Resolução 2034 o Anexo VI. Ver tabela 2.

tabela 2

ANEXO I: sociedades de investimento em capital estrangeiro

ANEXO II: fundos de investimento de capital estrangeiro

ANEXO III: carteira de títulos e valores mobiliários

ANEXO IV: carteira de investidores institucionais

ANEXO V: depositary receipts (DR)

ANEXO VI: fundos de renda fixa - capital estrangeiro

Muitas outras Instruções e Resoluções foram definidas após a criação dos Anexos, sempre com o compromisso de defender o investidor. Uma delas é a Resolução CVM 2046 de 19/01/1994 que permite a aplicação de capitais estrangeiros provenientes de sociedade de investimento, fundos de investimento e portfólios administrados por entidades estrangeiras nos mercados de derivativos brasileiros.

No ano passado, em 26 de janeiro, a CVM publicou uma Resolução que alterou significativamente o funcionamento dos Anexos e causou mudanças na operacionalidade dos administradores e custodiantes com relação aos seus investidores externos. Foi com a Resolução 2689 que define que os Anexos I, II, IV e VI à Resolução 1289/87 e também a Resolução 2034/93 que regulamentava os investimentos fixos em fundos de renda fixa- capital estrangeiro, deixam de existir, ou melhor, seriam substituídos. A Resolução começou a vigorar em 31 de março de 2000. Eles foram adaptados para a nova regulamentação, foram transferidos e recadastrados, causando um grande trabalho e transtorno para os investidores, porém com um resultado positivo, limpando os investidores inativos. Os Anexos I, II e VI tiveram até o dia 31 de março de 2001 para as adaptações ou pela escolha da liquidação dos fundos/ações, já o Anexo IV teve seu processo de cadastramento cancelado em 30 de junho de 2000, aqueles que não o fizeram foram impedidos de operar no país pela CVM.

A CVM é uma autarquia (não é uma empresa) vinculada ao Ministério da Fazenda, criada em 1976. Foi criada pela necessidade de um organismo enxuto, ágil e austero que zelasse por um mercado de capitais em processo de expansão e aperfeiçoamento. Visa o desenvolvimento de uma economia fundamentada na livre iniciativa, e tendo por princípio básico defender os interesses do investidor.

A Instrução 325/00 da CVM e em 28 de fevereiro de 2000, a Circular 348 do Banco Central são documentos complementares à Resolução 2689 -ver apêndice. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. A nova legislação veio para facilitar, liberalizando e simplificando os mecanismos operacionais do investidor estrangeiro nos mercados financeiro e de capitais do Brasil. Os principais impactos no mercado brasileiro. Algumas mudanças principais:

- livre composição de portfólio;
- indivíduos e corporações individuais (pessoa física ou jurídica) estão permitidos a investir no mercado brasileiro, em adição aos investidores institucionais – com residência, sede ou domicílio no exterior;
- A estrutura da conta coletiva (ônibus), sub-contas (passageiros) e contas proprietárias continuam iguais;
- independente do mercado de destino dos recursos, o mecanismo operacional é único;
- conta coletiva apenas para investidores institucionais e os investidores individuais como participantes da conta coletiva (passageiros) com código operacional próprio aprovado pela CVM após cadastro do investidor pelo novo formulário;
- novo formulário para registro na CVM para ser preenchido por não-residentes; Tomando como base o exemplo abaixo:

REGISTRO DE INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

O representante do investidor não residente deverá enviar o formulário abaixo, devidamente preenchido, para a Gerência de Investidores Estrangeiros (gie@cvm.gov.br ou fax (21) 212-0370), ou ainda diretamente pela Internet.

RESOLUÇÃO CMN 2689 de 26/01/2000

I – IDENTIFICAÇÃO DO INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

1 – NOME OU DENOMINAÇÃO SOCIAL DO INVESTIDOR:

2 – ENDEREÇO

LOGRADOURO:

COMPLEMENTO:

CIDADE:

ESTADO/PROVÍNCIA:

PAÍS:

CÓDIGO POSTAL:

E-MAIL:

3 - NACIONALIDADE: (quando o investidor for pessoa física)

4 – PAÍS DE CONSTITUIÇÃO: (quando o investidor não for pessoa física)

5 – QUALIFICAÇÃO (RESOLUÇÃO CMN Nº 2.689 DE 26/01/2000):

a

bancos comerciais, bancos de investimento, associação de poupança e empréstimo, custodiantes globais e instituições similares, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

b

companhias seguradoras, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

c

sociedades ou entidades que tenham por objetivo distribuir emissão de valores mobiliários, ou atuar como intermediários na negociação de valores mobiliários, agindo por conta própria ou de terceiros, registradas e reguladas por órgão reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários;

d

entidades de previdência reguladas por autoridade governamental competente;

e

instituições sem fins lucrativos, desde que reguladas por autoridade governamental competente;

f.i

qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais, da qual participem exclusivamente pessoas naturais e jurídicas residentes e domiciliadas no exterior, desde que seja registrada e regulada por órgão reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários;

f.ii

qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais, da qual participem exclusivamente pessoas naturais e jurídicas residentes e domiciliadas no exterior, desde que a administração da carteira seja feita, de forma discricionária, por administrador profissional, registrado e regulado por entidade reconhecida pela Comissão de Valores Mobiliários;

g

demais fundos ou entidades de investimento coletivo;

h

pessoas jurídicas constituídas no exterior;

i

pessoas físicas residentes no exterior.

6 – CONDIÇÃO DO INVESTIDOR:

Titular de Conta Própria;

Titular de Conta Coletiva;

Participante da Conta Coletiva: (especificar o nome da conta coletiva)

7 - CONDIÇÃO TRIBUTÁRIA DO INVESTIDOR NO BRASIL

1 – TRIBUTAÇÃO SOBRE GANHO DE CAPITAL:

Isento

Não isento

2 – TRIBUTAÇÃO SOBRE RENDIMENTOS:

Isento

Não isento

II – IDENTIFICAÇÃO DO REPRESENTANTE:

1 – REPRESENTANTE

NOME OU DENOMINAÇÃO SOCIAL:

CNPJ/CPF

RESPONSÁVEL PELO REGISTRO DE CAPITAL ESTRANGEIRO? sim

não

2 – REPRESENTANTE CO-RESPONSÁVEL (referido no paragrafo 2º do art. 3 Res. 2689/2000)

(preencher apenas quando investidor for titular de conta própria ou coletiva e o representante não for uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil)

DENOMINAÇÃO SOCIAL:

CNPJ:

3 – REPRESENTANTE TRIBUTÁRIO

DENOMINAÇÃO SOCIAL:

CNPJ:

III – IDENTIFICAÇÃO DO CUSTODIANTE:

DENOMINAÇÃO SOCIAL:

CNPJ:

Quando se tratar de constituição de conta própria ou coletiva, o representante deverá:

Informar à CVM, assim que disponível, o número do Registro Declaratório Eletrônico (RDE) no Banco Central do Brasil e;

Enviar, no prazo de 15 dias após a solicitação de registro, cópia do formulário Anexo à Resolução CMN nº 2.689, de 26/01/2000, devidamente preenchido e assinado pelo investidor não residente, bem como cópia do Contrato de Representação.

A Resolução 1.289/87 (criou os Anexos I, II e III) entra no cenário nacional quando o cenário internacional não é favorável aos empréstimos internacionais, é uma opção para os investidores externos. A década de oitenta marcada pela “crise da dívida” em alguns países em desenvolvimento da América Latina e inclusive o Brasil, tiveram problemas para saldar suas obrigações internacionais sendo obrigados a decretar a moratória. Neste contexto, é interessante proporcionar atrativos para os investidores institucionais colocarem recursos nestes países, com a Resolução 1.289 veio organizar o mercado e promover a entrada de tais investidores.

O Anexo IV foi a principal via de entrada de investimento estrangeiro no país durante a década de 90. Foi criado através da Resolução 1.832/91 do Conselho Monetário Nacional (CMN) - disciplina os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas.

Exige a necessidade de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para a administração de carteira mantida no país por investidores institucionais estrangeiros. Essa regulamentação objetiva um agente controlador (representante legal) do investimento situado no país e que possa responder por ele perante as autoridades nacionais.

Vamos então, apresentar de forma simplificada a operacionalidade do Anexo IV. Para tanto é muito útil a análise realizada por Prates (1999) - além de conhecimento pessoal - a respeito dos procedimentos de registro desse regulamento e das atividades de administração da carteira.

O pedido de autorização para enquadramento na legislação do Anexo IV deve conter termo de responsabilidade assinado pelo administrador local do investidor institucional, bem como declaração assinada pelo investidor estrangeiro de seu enquadramento na legislação nacional conforme Instrução nº 162/92 da CVM.

O investidor ainda deve declarar a indicação de seu representante legal no país e apresentar contrato de custódia com seu representante legal (a simples indicação do custodiante que se comprometa a apresentar o contrato posteriormente é também aceitável).

O administrador deverá apresentar declaração relativa ao departamento de análise e se comprometer a auditar a carteira de sua responsabilidade quando solicitado pelos órgãos de controle.

Procedendo o investidor de locais considerados "paraíso fiscal" pelo Banco Central, é necessário também a apresentação de parecer auditor que confirme o enquadramento deste investidor nos conceitos de investidor institucional.

Cabe agora destacar a importância do administrador local de carteira do investidor institucional. Esta é uma figura jurídica específica da legislação brasileira na qual o administrador fica responsável pelo registro dos tributos e pela escrituração e guarda dos documentos oficiais relativos à carteira.

Muitas vezes, o administrador local - o que exerce uma função tipicamente burocrática - também exerce a função de custodiante

do investimento estrangeiro. Tal atividade, um tanto quanto mais complexa que a simples administração, requer do custodiante uma certa infra-estrutura que lhe permita controlar e direcionar os recursos da maneira mais lucrativa para seu cliente. Sempre há um contrato com a conta coletiva – cliente direto do custodiante/administrador e as sub-contas embaixo deste cliente (os passageiros) que não precisam de contrato e sim de aprovação da CVM, conseguindo assim um código operacional para operar no país, isto ocorre após a entrega via e-mail do formulário preenchido para a CVM.

Por ser uma atividade típica da legislação brasileira a atividade de administrador é exercida pelo próprio custodiante, que oferece um pacote completo de serviços ao seu cliente objetivando sua satisfação e diminuição dos custos. Geralmente a taxa administrativa está incluída no valor da taxa de custódia, uma percentagem do valor sob cuidados da instituição custodiante. Os valores são especificados nos contratos que devem ser traduzidos para o Português, consularizados e juramentados. Para abertura de conta coletiva é necessário contrato de representação e de custódia, o representante solicita aprovação à CVM mediante cópia dos documentos.

Desta forma, o investidor institucional geralmente recorre a um custodiante global, com atuação em diversos países, referentes a valores direcionados em todo o mercado mundial. Visto que a taxa de custódia é inversamente proporcional ao volume de recursos em operação, os investidores diminuem seus custos operacionais, maximizando a receita gerada por seus investimentos.

Tabela 3

**Maiores administradores do
Anexo IV**

Administradores	Patr. Líq. (R\$ milhões)	Patr. Líq (%)
Citibank	12.049	33.4
Chase Manhattan	7.229	20,0
BankBoston	5.812	16.1
Liberal CCVM	1.935	5.4
Banco Garantia	1.605	4.4
Banco Pactual	1.138	3.2
Bozano Simonsen	885	2.5
Unibanco	545	1.5
Banco Itaú	461	1.3
ABN - AMRO	459	1.3
Outros	4.008	11.1
Total	36.126	100

Fonte: CVM (Informativo Mensal, dez. 1997), e Prates (1999)

Os principais administradores são os bancos estrangeiros com atuação global, como o Citibank, o BankBoston e o Chase Manhattan, responsáveis, no final do período de 1997, por 69,5% do montante total dos recursos (tabela 3). Segue a lista de todos os custodiantes capacitados no Brasil:

CUSTODIANTES REGISTRADOS NA CVM

BANCO ABN AMRO REAL S.A.	BANCO BRADESCO SA
BANCO BRASIL SA	BANCO CHASE MANHATTAN SA
BANCO ESTADO DE SÃO PAULO SA	BANCO ITAU SA
BANCO LLOYDS TSB S.A.	BANCO MERCANTIL DE SÃO PAULO S/A
BANCO OPPORTUNITY SA	BANCO SAFRA SA
BANCO SANTANDER BRASIL SA	BANCO SANTANDER S.A.
BANK OF AMERICA – LIBERAL S.A. CCVM	BANKBOSTON N.A.
BB BANCO DE INVESTIMENTO SA	BB-DTVM SA
BBM CCVM S/A	BCO INVEST.C.S F.B.GARANTIA SA
BOLSA DE VALORES DE SANTOS	BOLSA DE VALORES DE SAO PAULO
BOLSA DE VALORES DO PARANA	BOLSA DE VALORES REGIONAL
BOLSA VAL PERNAMBUCO/PARAIBA	BOLSA VALORES MINAS/ESP SAN-BR
BOLSA VALORES RIO DE JANEIRO	BRADESCO S/A CTVM
CBLC - CIA BRÁS LIQ CUSTODIA	CCF BRASIL CTVM SA
CITIBANK CCTVM SA	CITIBANK DTVM SA
CITIBANK N.A.	CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A
DEUTSCHE BANK SA - BCO ALEMAO	HSBC DTVM BRASIL LTDA
ITAU CORRETORA DE VALORES SA	LLOYDS TSB BANK PLC
MORGAN GUARANTY TRUST OF NY	SUDAMERIS CCVM SA
UNIBANCO UNIÃO DE BANCOS BRASILEIROS SA	

Fonte: CVM

A existência de uma infra-estrutura institucional que garanta a integridade dos contratos particulares, a transparência das operações e a eficiência do processo de formação dos preços pode ser considerada a maior lição brasileira para os outros mercados emergentes. O Brasil, por iniciativa dos Governos e organismos reguladores, ao proceder à reforma inicial do sistema financeiro, criou condições à priori para o posterior desenvolvimento do mercado de derivativos.

Os principais objetivos do desenvolvimento do mercado de derivativos brasileiro foram: hedging, facilitar o desenvolvimento do mercado à vista, participação internacional.

Para COSTA (1994), o quadro brasileiro altera-se com alguns anos de atraso, o país começou a inserir-se no mercado internacional de capitais especialmente a partir de 1991. Diversos instrumentos passaram a ser utilizados com maior frequência para captar recursos no exterior, e o volume de investimentos diretos no mercado brasileiro de capitais aumentou de forma extremamente rápida. “De janeiro de 1991 a abril de 1994, o movimento do balanço de capitais brasileiro foi impressionante: US\$ 60,9 bilhões ingressaram no país, contra US\$ 43,2 bilhões de retornos e amortizações; o fluxo líquido na conta de capitais foi, assim de US\$ 17,7 bilhões. O mercado de capitais interno, como reflexo, passa por um desenvolvimento extraordinário, tanto em relação à liquidez quanto ao número de alternativas de investimento.”

O que também aumenta é a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Aumenta a partir da mudança da composição dos fluxos de capitais ingressantes, ou seja, agora com prodomínio dos empréstimos securitizados e dos investimentos estrangeiros de portfólio no financiamento externo da economia brasileira, o que envolve os riscos destes capitais.

3.5 Estabilização – 1994

Em 1994 ocorre o que podemos chamar da finalização do calendário básico de abertura e de liberalização, e a implantação do plano de estabilização - o Plano Real- em julho de 1994. Ocorre uma evolução no marco da economia brasileira ao interromper a megainflação que castigava o país desde 1987, desorientando a alocação de recursos e restringindo os investimentos.

Antecipando-se ao possível crescimento das operações de créditos que decorreria do quadro de estabilidade macroeconômica, o Banco Central elevou, no início do Plano Real, as alíquotas de recolhimento compulsório dos depósitos bancários (crescimento dos empréstimos bancários). O grande problema em períodos de expansão rápida dos créditos é o aumento da vulnerabilidade das instituições financeiras (momentos de expansão macroeconômica - devedores estão transitoriamente com folga de liquidez, dificultando uma análise de risco mais vigorosa por parte dos bancos).

Uma análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil - anos antes de 1994 (Plano Real) feita pelo MINISTÉRIO DA FAZENDA (1997), nos diz que havia uma constituição de um número elevado de instituições financeiras que, para se beneficiar das receitas inflacionária (float), faziam uso de um número elevado de agências para a captação de depósitos e aplicações, com custos elevados.

Em decorrência da estabilidade macroeconômica, ocorreria a perda do *floating* e aumento na oferta e demanda por empréstimos bancários, fazendo o sistema financeiro passar por profundas modificações, sendo redimensionado além de reorientado para novas formas de financiamento de suas atividades.

Os bancos perderam uma importante fonte de receita representada pelas transferências inflacionárias (float) - ganho propiciado pelo i) pela perda do valor real dos depósitos a vista e ou ii) pela correção dos depósitos bancários em valores abaixo da inflação.

Estima-se que dos anos 40 até o início dos anos 90, as transferências do setor não-bancário para o setor bancário tenham representado, em termos anuais médio, quase 2% do PIB. Nos anos 90 (Tabela 4) a receita inflacionária dos bancos cresceu para cerca de 4% do

PIB (média de 1990 a 1993), voltando a reduzir para 2% do PIB em 1994, para então ser reduzida a valores inexpressivos em 1995. Tomando como base a média de 1990 a 1993, isto representa a valores de 1994, algo próximo a R\$ 19 bilhões de perda para os bancos decorrente da estabilização de preços na economia brasileira.

A perda do *float* já era um indicador para o sistema financeiro passar por profundas mudanças. Uma das formas para compensar a perda: expandir as operações de crédito, lastreadas pelo crescimento abrupto dos depósitos bancários trazidos com o Plano Real. Os depósitos à vista, crescimento de 165,4% nos seis primeiros meses do Plano Real e os depósitos a prazo crescimento de quase 40% para o mesmo período.

Tabela 4

Receita Inflacionária

	Receita Inflacionária/PIB	Receita Inflacionária/Valor da Produção das instituições bancárias
1990	4,0	35,7
1991	3,9	41,3
1992	4,0	41,9
1993	4,2	35,3
1994	2,0	20,4

Fonte: ANDIMA/IBGE: Sistema Financeiro - Uma análise a partir das Contas Nacionais 1990-1995 (Ministério da Fazenda)

Observa-se uma incerteza generalizada em relação a taxa de câmbio e juros principalmente nos países da periferia, ocasionando uma maior preferência pela liquidez e aumento dos investimentos em ativos financeiros em detrimento dos ativos tangíveis.

3.6 Investimento Direto Externo (IDE)

Do ponto de vista das contas nacionais, a natureza dos fluxos financeiros mudou, o IDE (Investimento Direto Externo) ganha peso e passa a representar maior volume no influxo que os investimentos em portfólio.

Durante toda a década de 80 e até o início dos anos 90, em que pese a crescente participação das empresas estrangeiras nos mais variados setores de atividade econômica no Brasil, a integração e a inserção nos fluxos econômicos internacionais estiveram fundamentalmente concentradas na esfera comercial.

Para a indústria ocorreram vários fatores que alteraram sua estrutura anterior, como as privatizações, a "eliminação" de restrições à "propriedade industrial" (patentes, etc), a introdução de novas regras de liberalização do investimento estrangeiro, e a eliminação de controles de preço e da maioria dos subsídios e incentivos fiscais concedidos no passado pelo governo federal.

Nos anos mais recentes, com mudanças qualitativas e quantitativas nos fluxos comerciais, o Brasil voltou a atrair um significativo fluxo de investimento, especialmente de investimento direto externo (IDE).

Um dos aspectos fundamentais da reestruturação em curso na economia brasileira tem sido o aprofundamento do processo de internacionalização da estrutura produtiva. Uma evidência é o retorno dos fluxos de investimento estrangeiro, que permaneceram estagnados e em

níveis insignificantes desde a crise da dívida dos anos 80. O fluxo líquido de investimento estrangeiro tem-se intensificado bastante nos anos 90. De US\$ 730 milhões (US\$ 630 milhões de IDE) em 1990, o fluxo atingiu US\$ 15,4 bilhões em 1996 (US\$ 9,2 bilhões de IDE), mais do dobro do valor de 1995 que foi de US\$ 7,2^b milhões. (Tabela 5)

O fluxo manteve a tendência de crescimento em 1997, e atingiu US\$ 21,8 bilhões, o que significou um expressivo crescimento anual de 41% (taxa muito superior às taxas de expansão do produto e dos fluxos comerciais) e representou algo próximo a 2,7% do PIB. Desde 1994, o investimento direto tem crescido mais que proporcionalmente em relação às demais categorias de investimento estrangeiro (portfólio, fundos de privatização, de renda fixo e imobiliário).

Tabela 5

Brasil:
Investimento Estrangeiro por Tipo
1992/1997 (em US\$ milhões)

Investimento Estrangeiro	1992	1993	1994	1995	1996	1997- 2
Investimento Estrangeiro¹						
Ingresso	5188	15928	27214	28010	35152	57719
Retorno	2330	8860	17892	20768	19669	34832
Líquido	2858	7068	9322	7242	15483	21887
Portfólio						
Ingresso	3864	14971	21600	22559	24684	37190
Retorno	2160	8380	16521	17806	18566	30775
Líquido	1704	6591	5079	4753	6118	6415
Direto						
Ingresso	1324	877	2241	3285	9580	17864
Retorno	170	480	329	315	385	1534
Líquido	1154	397	1912	2970	9195	16330
Fundos de renda fixa						
Ingresso	0	80	1434	211	12	398
Retorno	0	0	86	1196	8	1826
Líquido	0	80	1348	-985	4	-1428
Outros fundos³						
Ingresso	0	0	1939	1955	876	1267
Retorno	0	0	956	1451	710	697
Líquido	0	0	983	504	166	570

Fonte: Banco Central do Brasil

Notas: 1 Em moeda, não inclui operações em moeda nacional, mercadorias, conversões e reinvestimentos.

2: Provisório

3: Fundos de privatização, de investimento imobiliário e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes.

Os crescentes ingressos de recursos utilizados em processos de privatização foram decisivos para este desempenho, o IDE refere-se a decisões de longo prazo – estão associados ao processo de privatização.

Em 1996, os investimentos destinados para a aquisição de empresas privatizadas atingiram o volume de US\$ 2,6 bilhões. Tal volume dobrou em 1997, quando superou US\$ 5,2 bilhões e significou 28% do IDE que chegou ao país. Impactos suavizados das crises asiáticas no final de 1997.

Outro indicador importante para avaliar a relevância dos fluxos de IDE no Brasil, a partir de 1994, é sua crescente contribuição para o investimento global da economia, bem como o aumento de sua participação no PIB (tabela 6). O ingresso líquido de IDE em 1996 (US\$ 9,2 bilhões) representou aproximadamente 7,4% do volume global de investimento na economia, estimado, segundo o IPEA, em 16,5% do PIB. Essa participação do IDE no investimento global, em 1996, é maior que a dos anos áureos da década de 70, período que os investimentos estrangeiros contribuíram, em média, com 6,5% para a taxa global de investimentos.

Tabela 6

Brasil: Investimento Total e Estrangeiro e PIB¹

US\$ milhões

1992-1997

Investimento Estrangeiro e PIB	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Investimento Estrangeiro Total	2858	7068	9322	7242	15483	21887
Investimento Direto (IDE)	1154	397	1912	2970	9195	17048
Taxa de invest. Global (em % do PIB)	14	14.4	15.3	16.6	16.5	18
PIB em US\$ ²	374324	430266	561305	718494	749100	804000
Participação do IDE/Invest. Global (%)	2.2	0.64	2.22	2.49	7.44	11.78

Fonte: Boletim do Bacen. Elaboração NEIT/IE/UNICAMP

Notas: 1 Utilizou-se a série antiga da taxa de investimento global estimada pelo IPEA a preços constantes de 1980.

2: Série calculada pelo Banco Central do Brasil, utilizando o câmbio médio. Para 1997,

dados estimados pela taxa de crescimento real do PIB.

Num trabalho específico sobre o assunto, o texto de SARTI (1999) caracteriza e demonstra o atual fluxo de IDE e de seus impactos

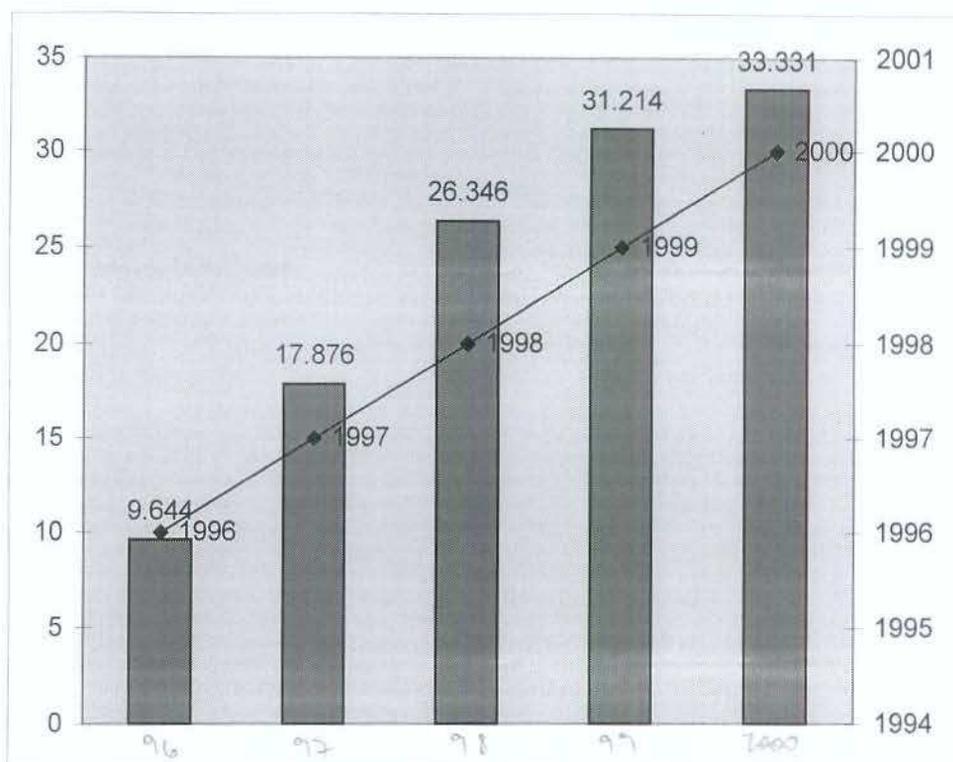
sobre o crescimento econômico. A concentração na produção de bens de consumo e intermediários para o mercado interno, associada à forte importação de equipamento, matérias-primas e componentes, indica que o IDE não altera significativamente a pauta exportadora. Embora represente uma importante entrada de divisas, o IDE não desloca uma das principais restrições ao crescimento: a restrição externa na balança comercial.

Os valores abaixo, do Banco Central, fica claro que os valores vem aumentando a cada ano. Observa-se a relação dos ingresso para investimento estrangeiro direto de 1996 à 2000.

NOTAS EXPLICATIVAS
I - Considera os ingressos de investimentos acima de US\$ 10 milhões por empresas receptora no período indicado.
II - Dados preliminares, com base nos contratos de câmbio liquidados.
III - Conversões em dólares às paridade históricas.
IV - Total dos ingressos em moeda para investimentos diretos em 1996: US\$ 9.644 milhões.
V - Total dos ingressos em moeda para investimentos diretos em 1997: US\$ 17.879 milhões.
VI - Total dos ingressos em moeda para investimentos diretos em 1998: US\$ 26.346 milhões.
VII - Total dos ingressos em moeda e das conversões para investimentos diretos em 1999: US\$ 31.214 milhões.
VIII - Total dos ingressos em moeda e das conversões para investimentos diretos em 2000: US\$ 33.331 milhões.

O gráfico abaixo demonstra o crescimento em U\$\$ milhões do ingresso de moeda e de conversões para investimentos diretos no período de 1996 à 2000 de acordo com as Notas Explicativas.

Tabela 7



3.6.1 O papel das Privatizações – Fusões e Aquisições

Neste período fica clara a intenção de aumentar as privatizações, incluindo as aquisições e fusões. Em 1995, elas foram responsáveis por 30% da entrada bruta de IDE; em 1996, por 32,8%. É também crescente a participação do BNDES no financiamento das privatizações em infra-estrutura, inclusive para empresas estrangeiras. A participação dos recursos externos destinados à aquisição parcial ou total de empresas deverá se elevar com a maior participação de capital estrangeiro no processo de privatização, especialmente nas áreas de telecomunicações e de energia elétrica.

Os dados desta nova onda, liderada e incentivada pelo Consenso de Washington nos é apresentado no texto de BIELSCHOWSKY. Ele apresenta a intensificação do processo de privatização na indústria essencialmente entre 1992 e 1994. Foram vendidas praticamente todas as estatais importantes na petroquímica e na siderurgia, os dois segmentos que concentravam mais de 90% da presença do Estado como produtor direto na indústria de transformação. As empresas multinacionais receberam outros estímulos à presença no Brasil como forte redução na tributação sobre a remessas de lucros ao exterior.

O Brasil deve em grande parte a sua dependência do financiamento externo por seu modelo capitalista de organização empresarial, com baixa capacidade de inovação tecnológica do sistema produtivo e na inapetência do sistema de crédito e financiamento.

Caracterização dos investimentos recentes, os atuais investimentos na economia brasileira apresentam três características relevantes para a avaliação de sua capacidade de indução do crescimento:

- i) constituem um fluxo crescente mas ainda relativamente modesto, se comparado ao PIB, e incorporam um componente importado crescente;
- ii) envolvem participação cada vez maior do capital estrangeiro; e
- iii) uma parte dos investimentos é dedicada a aquisições e fusões.

O governo FHC, em vez de regenerar os mecanismos de coordenação da economia, fez uma privatização sem estratégia e uma

abertura financeira que apenas aumentou a fragilidade da economia brasileira.

Apêndice

OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/GIE/Nº 348/2000

Rio de Janeiro, 28/02/2000

Assunto: Investidores Não Residentes - Resolução CMN nº 2.689/00 e Instrução CVM nº 325/00

Prezado Senhor,

Com o objetivo de liberalizar e simplificar os mecanismos operacionais de investimento estrangeiro no mercado financeiro e de capitais brasileiro, o Conselho Monetário Nacional aprovou em 26 de janeiro de 2000, a Resolução nº 2.689.

A nova regulamentação substituirá os Anexos I, II e IV à Resolução CMN nº 1.289/87 e também a Resolução CMN nº 2.034/93, que regulamentava os investimentos feitos em Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro. Estas e as respectivas normas complementares emitidas pela CVM e Banco Central do Brasil serão substituídas por um único normativo para todo investidor não residente que deseja investir nos mercados financeiro e de capitais no Brasil. Anteriormente, as normas existentes aplicavam-se somente aos investidores institucionais. Com a nova norma qualquer investidor, inclusive pessoa física e jurídica, não residente poderá investir nos mercados brasileiros.

Independente do mercado a qual se destinam os recursos, o mecanismo operacional será único. O investidor deverá constituir representante no Brasil, preencher o formulário anexo à Resolução nº 2.689/00 e obter registro junto à CVM. Quando o representante não for uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, o investidor deverá indicar um representante co-responsável, que deverá estar qualificado pelo Banco Central a operar como instituição financeira. Nos termos do inciso I do art. 6º da Resolução CMN nº 2.689/00, os títulos e valores mobiliários do investidor não residente deverão estar custodiados em entidade autorizada pela CVM ou Banco Central a prestar tal serviço.

No âmbito da CVM o registro do investidor não residente é regulamentado pela Instrução CVM nº 325/00. A estrutura de conta própria ou coletiva é a mesma utilizada anteriormente para investimento estrangeiro ingressado por meio do Anexo IV à Resolução nº 1.289/87. Só investidores institucionais podem ser titulares de conta coletiva. Os investidores individuais devem solicitar seu registro como participante de uma conta coletiva ou como titular de uma conta própria. É obrigatória a utilização do código operacional emitido pela CVM para cada investidor em todas as operações realizadas no país.

A seguir esclarecemos os principais procedimentos operacionais a serem adotados a partir da entrada em vigor da Resolução 2.689/00, em 31/03/2000.

I - TRANSIÇÃO PARA A NOVA RESOLUÇÃO

1) Investidores do Anexo IV

Todos os atuais investidores do Anexo IV devem preencher o formulário anexo à Resolução CMN nº 2.689/00.

Os formulários devem ser assinados pelo próprio investidor ou por agente autorizado a assinar em seu nome

Os formulários, após devidamente assinados pelo investidor, devem ficar sob a guarda do representante.

O representante deverá apresentar à CVM os dados do investidor não residente. As informações deverão ser encaminhadas à CVM, por meio eletrônico, em formato que será estabelecido oportunamente.

A CVM estará validando os códigos operacionais já existentes no período de 31/03/2000 a 30/06/2000 e cancelará todos os códigos dos investidores que não assinarem o formulário até 30/06/2000, ficando sua posição de custódia bloqueada até a regularização da situação.

A estrutura do código operacional CVM obedecerá à estrutura atual, não havendo nenhuma alteração em quaisquer dos dígitos que o compõem, ou seja:

aaaaa.bbbbbb.cccccc.X-Y,

onde:

aaaaa é o código de representante (que será idêntico ao código do administrador local);

bbbbbb é o código do titular da conta própria ou coletiva;

ccccc é o código individual do investidor não residente;

X é igual a 0 quando tratar-se de uma conta própria e X é igual a 1 quando tratar-se de uma conta coletiva, e

Y é um dígito de verificação

Ao solicitar a conversão da modalidade de investimento estabelecida no Anexo IV para a estabelecida na Resolução CMN nº 2.689/00, o representante do investidor deverá informar, por meio eletrônico, à CVM os ativos que compõem a carteira do investidor e a instituição aonde estão custodiados, em formato que será divulgado oportunamente.

Os titulares de contas própria e coletiva também devem preencher e assinar o formulário Anexo à Resolução CMN nº 2.689/00, bem como

celebrar novos contratos de representação e custódia, quando for o caso.

2) Investidores do Anexo I

Os acionistas das Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro devem preencher e assinar o formulário anexo à Resolução CMN n.º 2.689/00 e seu representante deve informar à CVM os ativos que compõem sua carteira e a instituição aonde estão custodiados para proceder a transferência de seus recursos para a nova regulamentação.

O prazo para tal transferência se estende de 31/03/2000 até 31/03/2001, existindo ainda a possibilidade dos acionistas optarem pela liquidação da sociedade.

3) Investidores do Anexo II

Os cotistas dos Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro devem preencher e assinar o formulário anexo à Resolução CMN n.º 2.689/00 e seu representante deve informar à CVM os ativos que compõem sua carteira e a instituição aonde estão custodiados para proceder a transferência de seus recursos para a nova regulamentação.

O prazo para tal transferência se estende de 31/03/2000 até 31/03/2001, existindo ainda a possibilidade dos cotistas deliberarem pela liquidação do fundo.

4) Investidores dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro

Os cotistas dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro devem preencher e assinar o formulário anexo à Resolução CMN n.º 2.689/00 e seu representante deve informar à CVM os ativos que compõem sua carteira e a instituição aonde estão custodiados para proceder a transferência de seus recursos para a nova regulamentação.

O prazo para tal transferência se estende de 31/03/2000 até 31/03/2001, existindo ainda a possibilidade dos cotistas deliberarem pela liquidação do fundo.

II - REGISTRO DE NOVOS INVESTIDORES A PARTIR DE 31/03/2000

1) Novos Participantes em Contas Coletivas

Após o preenchimento do formulário pelo investidor não residente, seu representante deverá solicitar o registro nesta Comissão, informando, por meio eletrônico as informações requeridas pelo sistema a ser implantado pela CVM.

A CVM, em 24 horas, irá se manifestar sobre a solicitação de registro.

2) Constituição de novas contas próprias e coletivas

Após o preenchimento do formulário pelo investidor não residente e da celebração de contratos de representação e de custódia, o representante deverá solicitar o registro do investidor não residente

nesta Comissão, informando, por meio eletrônico as informações requeridas pelo sistema a ser implantado pela CVM.

Após a obtenção do registro, o representante deverá enviar à CVM cópias dos contratos de representação e custódia, com entidade devidamente autorizada a funcionar pela CVM, nos termos do inciso I do art. 6º da Resolução 2.689/00, bem como, cópia do formulário anexo à Resolução CMN nº 2.689/00.

3. Casos em que o representante ainda não dispõe de dados registrados na CVM

Nos casos em que o representante ainda não estiver com seus dados cadastrados na CVM, o mesmo deverá enviar as informações requeridas pelo sistema a ser implantado pela CVM, conforme modelo que será oportunamente disponibilizado.

III - TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS ENTRE DIVERSAS CONTAS MANTIDAS POR UM MESMO INVESTIDOR

Desde que o investidor não residente tenha o mesmo código individual, podem ser efetuadas transferências de recursos entre diferentes contas. Para isso, os representantes do investidor não residente devem informar previamente à CVM a conta de origem, a conta de destino, a data, o valor e os ativos transferidos.

IV - CASOS DE FUSÃO, INCORPORAÇÃO, CISÃO E OUTRAS ALTERAÇÕES SOCIETÁRIAS OCORRIDAS NO EXTERIOR

O representante deverá submeter à aprovação da CVM cópia da documentação que suportou a fusão, incorporação, cisão ou outra alteração societária do investidor não residente (artigo 8º da Instrução CVM nº 325/00).

V - ALTERAÇÃO DE DENOMINAÇÃO DO INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

O representante deverá encaminhar à CVM cópia da documentação que determinou a alteração de denominação do investidor não residente.

VI - TRANSFERÊNCIA DE REPRESENTANTE DO INVESTIDOR NO BRASIL

O novo representante deverá apresentar à CVM cópia do formulário anexo à Resolução CMN nº 2.689/00, devidamente preenchido e assinado pelo titular da conta, bem como cópia dos contratos de representação e custódia.

Quando se tratar de conta coletiva, o titular deverá declarar que todos os participantes estão cientes e de acordo com a transferência do representante.

O antigo representante deverá manifestar sua concordância com a transferência.

VII - TRANSFERÊNCIA DE DOMICÍLIO DO INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

O representante deverá encaminhar à CVM cópia da documentação que suportou a transferência de domicílio do investidor não residente.

INSTRUÇÃO CVM Nº 325, DE 27 DE JANEIRO DE 2000

Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidor não residente no País, que trata a Resolução CMN no 2.689, de 26 de janeiro de 2000, e dá outras providências.

O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, e com fundamento no disposto no inciso I do art. 8º da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Resolução CMN no 2.689, de 26 de janeiro de 2000, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre normas gerais de registro na CVM de investidor não residente no País, nos termos da Resolução CMN no 2.689, de 26 de janeiro de 2000.

Art. 2º Para efeitos do disposto no inciso III do art. 3º da Resolução CMN no 2.689/00, são passíveis de registro junto à CVM, o investidor, individual ou coletivo, as pessoas físicas ou jurídicas, fundo ou outra entidade de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior.

Parágrafo único. Somente pode ser titular de conta coletiva o investidor cuja qualificação esteja contemplada no item I.5, alíneas "a" a "g", do Anexo à Resolução CMN no 2.689/00.

Art. 3º Previamente ao início de suas operações no País e após o preenchimento do formulário constante do Anexo à Resolução CMN no 2.689/00, o investidor não residente deve, através de seu representante, obter registro na CVM.

§1º O número do registro atribuído pela CVM deve constar de todas as operações realizadas em nome de cada investidor participante de conta coletiva ou titular de conta própria, a fim de permitir a identificação dos comitentes finais nas operações realizadas e assegurar a segregação entre as ordens do titular e de cada um dos participantes da conta.

§2º O representante deve enviar, quando da solicitação do registro, por meio eletrônico, as informações constantes do Anexo à Resolução CMN no 2.689/00.

§3º O investidor não residente já registrado na CVM está obrigado ao preenchimento do formulário anexo à Resolução CMN no 2.689/00.

§4º A CVM manifestar-se-á em relação ao registro, no prazo máximo de vinte e quatro horas, a contar da solicitação feita pelo representante de que trata o art. 3º, inciso I, da Resolução CMN no 2.689/00.

Art. 4º O representante de que trata o inciso I do art. 3º da Resolução CMN no 2.689/00, deve, se pessoa física, ser residente e domiciliado no País e, se pessoa jurídica, ser constituído e estar

habilitado a funcionar no País, observado ainda o disposto no § 2o do art. 3o da Resolução CMN n° 2.689/00.

Art. 5° O investidor não residente que pretender operar como titular de conta, deve solicitar o registro junto à CVM, devendo seu representante apresentar, sempre que requisitado, os seguintes documentos:

I - formulário descrito no Anexo à Resolução CMN no 2.689/00;

II - contrato firmado nos termos do inciso I do art. 5o da Resolução CMN no 2.689/00;

III - contrato de custódia de títulos e valores mobiliários firmado entre o investidor não residente e instituição autorizada pela CVM a prestar tal serviço;

IV - para cada investidor participante da conta, o formulário de que trata o inciso I deste artigo.

§ 1o O investidor não residente pode ser titular e participar de uma ou mais contas e, caso opte por manter seus títulos e valores mobiliários em contas de custódia separadas ou em mais de uma instituição custodiante, o contrato de custódia deve conter cláusula que disponha sobre os procedimentos operacionais para as movimentações entre as contas, inclusive quanto às informações a serem fornecidas ao titular e aos representantes.

§ 2o O titular de conta coletiva pode operar recursos próprios nessa conta, desde que tenha sido solicitado, em seu nome, registro para este fim.

Art. 6° O titular, seu representante, instituições depositárias ou entidades prestadoras de serviço de custódia e de registro devem fornecer à CVM, quando requisitados, documentação discriminando, por participante, as transações realizadas, os ativos componentes da carteira, as movimentações de custódia ou qualquer outra informação adicional solicitada.

Art. 7° O representante deve apresentar, mensalmente, até o quinto dia útil do mês subsequente, à CVM, através de meio eletrônico, informações referentes aos investidores não residentes, de acordo com a estrutura de banco de dados e programas fornecidos pela CVM.

Parágrafo único. Fica a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais da CVM autorizada a criar, alterar, incluir ou suprimir os programas referidos no caput, bem como alterar a periodicidade da apresentação das informações.

Art. 8° Depende de prévia autorização da CVM as transferências de posição de custódia entre investidores não residentes ocorridas no exterior, decorrentes de fusão, incorporação, cisão e demais alterações societárias, bem como aquelas decorrentes de sucessão mortis causa.

Parágrafo único. A transferência de títulos e valores mobiliários, entre as diferentes contas de que o investidor não residente participe, deve ser informada à CVM.

Art. 9º O representante do investidor não residente deve comunicar previamente à CVM o cancelamento do contrato de representação.

Art. 10º As carteiras de valores mobiliários mantidas no País por investidores institucionais constituídos no exterior ao abrigo do Regulamento Anexo IV à Resolução CMN no 1.289 de 20 de março de 1987, devem, até 1o de julho de 2000, estar adaptados às disposições da Resolução CMN no 2.689/00.

Art. 11º A CVM pode suspender ou cancelar o registro do investidor não residente que descumprir o disposto nos arts. 3o, 4o e 5o desta Instrução, com base no inciso II do § 1o do art. 9o da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, sem prejuízo das demais penalidades cabíveis.

Art. 12º É considerada infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3o, da Lei no 6.385/76, o descumprimento ao disposto nos arts. 3o, 5o, 6o, 9o e 10 desta Instrução.

Art. 13º Ficam revogadas as Instruções CVM no 169, de 2 de janeiro de 1992; 210, de 15 de abril de 1994; e 242, de 26 de janeiro de 1996.

Art. 14º Esta Instrução entra em vigor em 31 de março de 2000.

RESOLUCAO N. 002689

Dispõe sobre aplicações de investidor não
residente nos mercados financeiro e de capitais.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de
31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO
NACIONAL, em sessão realizada em 26 de janeiro de 2000, tendo em vista o
disposto nas Leis nºs 4.595, de 31 de dezembro de 1964, 4.728, de 14 de julho
de 1965, e 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos Decretos-lei nºs 1.986, de
28 de dezembro de 1982, e 2.285, de 23 de julho de 1986, e na Medida
Provisória nº 1.990-27, de 13 de janeiro de 2000,

R E S O L V E U:

Art. 1º - Estabelecer que a aplicação dos recursos externos ingressados
no País por parte de investidor não residente, por meio do mercado de câmbio
de taxas livres, nos mercados financeiro e de capitais, deve obedecer ao
disposto nesta Resolução.

§ 1º - Para fins do disposto nesta Resolução, consideram-se investidor
não residente, individual ou coletivo, as pessoas físicas ou jurídicas, os fundos
ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio
no exterior.

§ 2º - Os recursos de que trata este artigo devem ser aplicados nos
instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiro e de capitais
disponíveis ao investidos residente.

Art. 2º - As movimentações financeiras com o exterior, decorrentes das
aplicações de que trata esta Resolução, somente podem ser efetuadas
mediante contratação de câmbio, na forma da regulamentação em vigor.

Art. 3º - Previamente ao início de suas operações, o investidor não residente deve:

I - constituir um ou mais representantes no País;

II - preencher formulário, cujo modelo constitui o Anexo a esta Resolução;

III - obter registro junto à Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º - O representante de que trata o inciso I deste artigo não se confunde, necessariamente, com aquele exigido pela legislação tributária.

§ 2º - Quando o representante de que trata o inciso I deste artigo for pessoa física ou jurídica não financeira, o investidor deve nomear instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que será co-responsável pelo cumprimento das obrigações de que trata o art. 5º.

§ 3º - O formulário a que se refere o inciso II deste artigo poderá ser alterado por Decisão-Conjunta do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 4º - Os recursos ingressados no País nos termos desta Resolução sujeitam-se a registro no Banco Central do Brasil, na forma da regulamentação em vigor.

Art. 5º - Compete ao representante, a que se refere o inciso I do art. 3º desta Resolução:

I - manter sob sua guarda e apresentar ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, sempre que solicitado, o formulário mencionado no inciso II do art. 3º desta Resolução, bem como contrato de representação firmado com o investidor não residente;

II - efetuar e manter atualizados os registros de que tratam o inciso III do art. 3º e art. 4º desta Resolução;

III - prestar ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários as informações solicitadas;

IV - abonar a assinatura do investidor não residente contida no formulário de que trata o inciso II do art. 3º desta Resolução;

V - comunicar imediatamente ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários o cancelamento do contrato de representação a que se refere o inciso I deste artigo bem como, observadas as respectivas competências, a ocorrência de qualquer irregularidade de seu conhecimento.

Parágrafo único - Na hipótese de descumprimento das obrigações previstas neste artigo, o representante está sujeito ao impedimento do exercício de suas funções, devendo o investidor não residente indicar seu substituto.

Art. 6º - Os ativos financeiros e os valores mobiliários negociados, bem como as demais modalidades de operações financeiras realizadas por investidor não residente decorrentes das aplicações de que trata esta Resolução devem, de acordo com sua natureza:

I - ser registrados, custodiados ou mantidos em conta de depósito em instituição ou entidade autorizada à prestação desses serviços pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários; ou

II - estar devidamente registrados em sistemas de registro, liquidação e custódia reconhecidos pelo Banco Central do Brasil ou autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas respectivas esferas de competência.

Parágrafo único - As operações de investidor não residente em mercados de derivativos ou demais mercados de liquidação futura somente podem ser realizadas ou registradas em bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, ou registradas em sistemas de registro, liquidação e custódia referidos no inciso II deste artigo.

Art. 7º - As instituições depositárias e entidades prestadoras de serviço de custódia e de registro devem disponibilizar, quando solicitados, ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, de forma individualizada, por investidor não residente, os registros referentes às aplicações de que trata esta Resolução.

Art. 8º - É vedada a utilização dos recursos ingressados no País ao amparo desta Resolução em operações no mercado de valores mobiliários decorrentes de aquisição ou alienação:

I - fora de pregão das bolsas de valores, de sistemas eletrônicos, ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, de valores mobiliários de companhias abertas registradas para negociação nestes mercados;

II - de valores mobiliários negociados em mercado de balcão não organizado ou organizado por entidades não autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único - Excluem-se do disposto neste artigo as hipóteses de subscrição, bonificação, conversão de debêntures em ações, índices referenciados em valores mobiliários, aquisição e alienação de cotas de fundos abertos de investimento em títulos e valores mobiliários e, desde que previamente autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários, os casos de fechamento de capital, cancelamento ou suspensão de negociação.

Art. 9º - Ficam vedadas quaisquer transferências ou cessões de titularidade, no exterior, de investimentos ou de títulos e valores mobiliários pertencentes a investidor não residente, e no País, nas formas não previstas nesta Resolução.

Parágrafo único - Excluem-se do disposto neste artigo os casos de transferência decorrentes de fusão, incorporação, cisão e demais alterações societárias efetuadas no exterior, bem assim os casos de sucessão hereditária, observada a regulamentação editada pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 10 - Além da sistemática prevista nesta Resolução, somente serão acolhidos novos investimentos nos mercados financeiro e de capitais na forma prevista no Regulamento Anexo III à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987, ou em casos expressamente aprovados pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º - A modalidade de investimento estrangeiro mencionada no Regulamento Anexo IV à Resolução nº 1.289, de 1987, deve, até 30 de junho de 2000, estar adaptada às disposições desta Resolução, sob pena de suspensão do registro de capital estrangeiro e demais sanções legais cabíveis.

§ 2º - As transferências das posições detidas por investidor não residente na modalidade citada no parágrafo anterior devem ser efetuadas guardando-se estrita conformidade com as posições da conta de custódia titulada pelo investidor não residente, observadas as condições estabelecidas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º - Para fins do disposto no parágrafo anterior, a Comissão de Valores Mobiliários informará, ao

Banco Central do Brasil, as posições individuais detidas por investidor não residente.

§ 4º - O Banco Central do Brasil, em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários, divulgará normas complementares dispendo sobre a transferência, para a sistemática prevista nesta Resolução, dos investimentos registrados nos Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro, Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro, Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro, e os investimentos de capitais efetuados entre os países signatários do Tratado MERCOSUL.

Art. 11 - Vedar a emissão e colocação, a partir da entrada em vigor desta Resolução, de cotas de Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, constituídos na forma da Resolução nº 2.034, de 17 de dezembro de 1993, de ações de Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, constituídos na forma do Anexo I à Resolução nº 1.289, de 1987 e de cotas de Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, constituídos na forma do Anexo II à Resolução nº 1.289, de 1987, os quais devem, até 31 de março de 2001, estar adaptados às disposições desta Resolução, podendo:

I - no caso de Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, ser transformados em fundos de investimento financeiro ou a esses incorporados;

II - no caso de Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, ser

transformadas em fundos ou sociedades de investimentos em títulos e valores mobiliários ou a estes incorporados;

III - no caso de Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, ser transformados em fundos de investimentos em títulos e valores mobiliários ou a estes incorporados.

§ 1º - As transformações e incorporações previstas nos incisos deste artigo poderão ocorrer, desde que os valores mobiliários, demais ativos financeiros, bem como as modalidades operacionais integrantes das respectivas carteiras sejam objeto de avaliação a preços de mercado.

§ 2º - Os fundos e sociedades de investimento mencionados no caput deste artigo podem, também, ser liquidados, com aprovação de suas contas pela assembléia geral de condôminos ou acionistas.

§ 3º - As transformações e incorporações de que trata o caput deste artigo realizadas até 30 de junho de 2000, podem ser efetuadas sem necessidade de contratação de câmbio.

Art. 12 - O investimento estrangeiro registrado no Banco Central do Brasil ao amparo do Regulamento Anexo V à Resolução nº 1.289, de 1987, pode ser transferido para a sistemática prevista nesta Resolução e vice-versa, observadas as condições estabelecidas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 13 - Excluem-se do disposto nesta Resolução as aplicações de que trata a Resolução nº 2.687, de 26 de janeiro de 2000.

Art. 14 - Ficam o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, cada qual dentro de sua esfera de competência, autorizados a adotar as medidas e a baixar as normas complementares que se fizerem necessárias à execução do disposto nesta Resolução.

Art. 15 - Esta Resolução entra em vigor em 31 de março de 2000.

Art. 16 - Ficam revogadas a partir de 30 de junho de 2000 a Resolução nº 1.832, de 31 de maio de 1991 e, a partir de 31 de março de 2001, a Resolução nº 2.034, de 1993 e os Anexos I e II à Resolução nº 1.289, de 1987.

Anexo à Resolução nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000

Formulário

I - IDENTIFICAÇÃO DO INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

1 - Nome ou Denominação Social do Investidor:

2 - Endereço:

Cidade:Estado ou Província: País sede/domicílio:

Código Postal:Nacionalidade:

3 - Endereço na Internet:

4 - País de Constituição:

5 - Qualificação:

a - bancos comerciais, bancos de investimento, associação de poupança e empréstimo, custodiantes globais e instituições similares, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

b - companhias seguradoras, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

c - sociedades ou entidades que tenham por objetivo distribuir emissão de valores mobiliários, ou atuar como intermediários na negociação de valores mobiliários, agindo por conta própria ou de terceiros, registradas e reguladas por órgão reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários;

d - entidades de previdência reguladas por autoridade governamental competente;

e - instituições sem fins lucrativos, desde que reguladas por autoridade governamental competente;

f - qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais, da qual participem exclusivamente pessoas naturais e jurídicas residentes e domiciliadas no exterior, desde que:

I - seja registrada e regulada por órgão reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários; ou

II - a administração da carteira seja feita, de forma discricionária, por

administrador profissional, registrado e regulado por entidade reconhecida pela Comissão de Valores Mobiliários;

g - demais fundos ou entidades de investimento coletivo;

h - pessoas jurídicas constituídas no exterior; ou

i - pessoas físicas residentes no exterior.

6 - Condição:

Titular de Conta Própria; ou

Titular de Conta Coletiva;

Participante da Conta Coletiva

(especificar): _____

II - IDENTIFICAÇÃO DO REPRESENTANTE

1 - REPRESENTANTE

Nome ou Denominação Social:

Endereço:

Cidade:Estado:

CEP:

Telefone:Fax:

CNPJ/CPF

Natureza Jurídica:Ramo de Atividade:

Endereço na Internet:

Responsável pelo registro de
capital estrangeiro() SIM() NÃO

2 - REPRESENTANTE CO-RESPONSÁVEL referido no § 2º do art. 3 desta

Resolução (quando for o caso):

Nome ou Denominação Social:

Endereço:

Cidade:Estado:

CEP:

Telefone:Fax:

CNPJ/CPF

Natureza Jurídica:Ramo de Atividade:

Endereço na Internet:

III – CONDIÇÃO TRIBUTÁRIA DO INVESTIDOR NO BRASIL

1 - Tributação sobre ganho de capital:

Isento

Não Isento

2 - Tributação sobre rendimentos:

Isento

Não Isento

3 - Representante Tributário do Investidor:

Nome:

Endereço:

CPF/CNPJ:

IV - DECLARAÇÃO DO INVESTIDOR:

Declaro, sob as penas da lei, para os devidos fins, que as informações aqui prestadas são verdadeiras e que aceito as responsabilidades delas decorrentes.

Assinatura do Investidor Não Residente

Assinatura do Representante

Assinatura do Co-Responsável

V – CÓDIGOS DE IDENTIFICAÇÃO:

CÓDIGO CVM:

Nº DO RDE:

Capítulo 4

Repercussões Nacionais

4.1 Perda de autonomia das autoridades monetárias

A ordem dos anos 90 é caracterizada pelo aumento da mobilidade de capitais. Isso leva a um aumento contínuo das transações cambiais e dos fluxos brutos de capitais internacionais. Há uma crescente autonomia do movimento de capitais diante das necessidades de financiamento corrente dos países.

A autonomia dos capitais ocorreu devido à motivação de implementação de inovações para elevar a liquidez, para a redistribuição dos riscos assumidos pelos agentes, associados ao aumento da rentabilidade. Introduziu-se novos instrumentos ou utilização inovadora de outros já existentes, possibilitando o aumento do fluxo de capitais.

Dois resultados importantes deste processo são:

1. elevação dos riscos do sistema;
2. restrição do espaço de atuação da autoridade monetária;

A busca pela redução dos riscos individuais acabou por elevar as condições de risco do sistema como um todo, em função do elevado potencial especulativo gerado no mercado. Além da necessidade da atuação da autoridade monetária enquanto gestora dos níveis da

liquidez da economia e de agente de supervisão e fiscalização do sistema financeiro.

A autoridade monetária conta com mecanismos clássicos de política monetária, tais como taxa de redesconto, depósitos compulsórios e operações de *open market* e como indicador da base da política monetária, a taxa de juros de curto prazo – que é o objetivo operacional do Banco Central, ou seja, pressupõe que ele tenha controle sobre a determinação desta taxa. O controle dessas variáveis é indispensável para a efetividade da política monetária.

A política monetária abrange o gerenciamento da liquidez que engloba a tarefa de minimizar a volatilidade da taxa de juros e a sinalização da taxa de juros, de modo que consiga transmitir as intenções de política ao longo de toda a cadeia de taxas de juros da economia para o mercado.

A liberalização financeira ampliou consideravelmente a participação de ativos financeiros no patrimônio ou riqueza das empresas e famílias, qualquer variação de preços desses ativos terá um impacto significativo na decisão de investimento e consumo. A propensão a consumir deixa de ser função estável da renda e passa a oscilar de acordo com o valor da riqueza financeira, por isso, a necessidade do governo – Bacen - ter uma política monetária que seja divulgada para o mercado.

O sistema financeiro brasileiro é composto por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas, e seu órgão normativo máximo é o Conselho Monetário Nacional (CMN). Foi estruturado e regulado pela lei de Reforma Bancária (1964), lei de Mercado de Capitais

(1965) e, mais recentemente, com a lei de criação dos Bancos Múltiplos (1988).

Pela legislação, o Banco Central do Brasil é o órgão responsável pelo registro dos capitais estrangeiros – empréstimos, financiamentos, tecnologia, investimentos – tanto de portfólio quanto o IDE em empresas do país.

A partir da implantação do módulo RDE -IDE, o registro dos investimentos diretos externos em empresas receptoras no país, que, por força da legislação em vigor, deve ser efetuado no Departamento de Capitais Estrangeiros (FIRCE do Banco Central do Brasil), passa a ser declaratório em meio eletrônico, no Sistema Banco Central de Informações - SISBACEN.

Como dito anteriormente, a instituição financeira de controle é o Bacen, ele intervém no mercado, supervisionando as operações bancárias e atua como prestador de última instância (temporário).

São funções do Banco Central do Brasil:

- a. fiscalizar as instituições financeiras;
- b. conceder autorização às instituições financeiras, no que se refere ao funcionamento, instalação e transferência de suas sedes, e aos pedidos de fusão e incorporação;
- c. realizar e controlar as operações de redesconto e de empréstimos dentro do âmbito das instituições financeiras bancárias;
- d. executar a emissão do dinheiro e controlar a liquidez do mercado;

pela troca de experiências dos respectivos organismos reguladores dos demais países e pela experiência anterior.

4.2 Vulnerabilidade Externa

O processo de abertura financeira possibilitou, por um lado, a entrada da economia brasileira nos mercados financeiros globalizados, mas por outro, ampliou a exposição desta a mudanças nas condições internacionais, além de ter propiciado uma relativa perda de autonomia sobre a política econômica, uma vez que aumentou o grau de substitubilidade entre ativos e passivos internos e externos. Agravado por déficits comerciais crescentes e em transações correntes –resultado da estratégia de estabilização do Plano Real, sentido principalmente a partir de 1995 – devido à necessidade de financiamento externo.

Um outro aspecto da vulnerabilidade externa diz respeito aos desequilíbrios de fluxos. A desvalorização cambial de 1999 agravou o problema (relação custo do passivo líquido/PIB valores mais altos) situando a transferência de recursos líquidos no patamar de 3,5% do PIB (valor muito alto quando comparado com outros períodos). O indicador que mostra com maior precisão o desequilíbrio de fluxos é o custo líquido do passivo/exportações. Crescente desde 1996, atinge cerca de 40% em 1999. Crescimento da taxa implícita de remuneração do passivo líquido, superior à taxa de crescimento das exportações. A implicações mais relevante é a rigidez da conta de transações correntes, na qual o peso da remuneração de capitais é crescente, CARNEIRO (2000).

Devemos agora analisar quais os efeitos de maior abertura e fragilidade externas sobre a substituição monetária. O Brasil possui uma moeda não-conversível (definido no Capítulo 2) o que implica em fluxos

de capitais externos mais voláteis. A combinação de uma maior conversibilidade da conta de capitais com a volatilidade desses capitais tem conduzido a um processo de substituição monetária que deve piorar com a continuidade do processo.

Efeitos que parecem num primeiro momento positivos da abertura comercial podem ser para as economias em desenvolvimento um grande problema. Os itens destacados como a especialização produtiva, inserção externa, estrutura da propriedade, dinâmica do investimento, dinâmica do crescimento econômico podem não ocorrer em todos os países que abriam suas economias.

Para trazer dólares ao país, o governo fez uma opção de abertura comercial e pela desnacionalização da estrutura produtiva. A política cambial do Plano Real, amparada por taxas de juros elevadas e com dívida pública crescente, apesar de todas as privatizações. No curto prazo, os dólares vieram e o governo foi rolando a dívida. No médio e longo prazos, o risco são saídas de fluxos de capital que o país não possa financiar.

Abre-se a possibilidade de uma crise cambial, frente a uma retração dos fluxos para a economia brasileira, dado o tamanho da necessidade de financiamento, derivada dos crescentes déficits em transações correntes.

Qualquer mudança no sentido de elevação das taxas de juros internacionais e/ou maior rentabilidade dos investimentos nos países desenvolvidos, para os investimentos nos países emergentes seria suficiente para provocar uma retração nos fluxos de capitais, e assim uma crise cambial.

Os fatores de atratividade da economia brasileira para os fluxos de capitais internacionais são de curto prazo, ou ainda, diferencial de juros internos/externos e programas de privatização.

Para o ex-Ministro Alcides Tápias (Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior)- (ROSSI 2000), a abertura total “ocorrerá quando o custo do dinheiro, a oneração fiscal e o custo do emprego estiverem no nível dos praticados nas economias competitivas”. Abertura adicional da economia, sem que nossos produtos se tornem competitivos, pelo alívio da carga tributária, fará com que aumentem as importações, criando problemas para a Balança comercial, e por extensão, para o Balanço de Pagamentos, o que mede todas as transações do país com o exterior (déficit).

A grande dependência do capital externo dos países em desenvolvimento para a execução das suas políticas macroeconômicas acaba condicionando o crescimento ~~da~~ entrada de tais recursos. Ou seja, as intenções de crescimento e desenvolvimento acabam sendo relacionadas com um bom estado das contas externas do país. A fuga dos investidores de ativos produtivos para os ativos financeiros é devido a maior rentabilidade e menor risco. Além de permitir uma fuga de capitais mais fácil e rápida com a crise.

4.2.1 Crises Internacionais – reflexos no Brasil

Nas duas últimas décadas várias crises ocorreram ao redor do mundo e elas se aceleram nos mercados cambial e de capitais internacional devido as transformações na economia mundial e mudança na orientação da política econômica.

Como consequência da liberalização financeira, todas as formas de controle administrativo das taxas de juros, do crédito e dos movimentos de capitais foram progressivamente abolidos pela desregulamentação que acelera a circulação internacional do capital financeiro. Na nova organização das finanças, há apenas uma unidade de lugar e tempo, ou seja, o mundo está conectado 24 horas por dia.

A visão de CARNEIRO (2000) sobre as crises: “A crise na periferia e as possibilidades de contágio ocorre devido a maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais sob a globalização. Isto significa dizer que esses países estão também mais sujeitos às crises monetário-cambiais e financeiras que podem decorrer desta instabilidade... enquanto a crise mexicana teve caráter regional, a asiática assumiu uma feição global. Na primeira, houve uma reversão dos fluxos de capitais mais voláteis - portfólio e empréstimos bancários - dirigidos na América Latina. Na segunda, houve uma reversão ou diminuição de todos os tipos de fluxos para o conjunto das regiões periféricas”.

Uma das principais implicações da abertura financeira é a vulnerabilidade externa da economia, devido em grande parte ao financiamento da grande empresa e repasses bancários ao exterior. As transformações esperadas na estrutura de financiamento doméstico, seja como efeito do aumento da conversibilidade ou pela desnacionalização do setor bancário, não ocorreram. Ocorreram sim, um rápido crescimento do passivo externo da economia brasileira. Trajetória colada no ciclo de crédito internacional, aceleração até 1997 e desaceleração a partir de então. Esta última, no entanto, não foi suficiente para refletir-se numa melhoria dos indicadores de endividamento medidos relativamente ao PIB devido à desvalorização cambial em 1999. Assim, ao final do processo pode-se caracterizar uma situação de grande vulnerabilidade dada a magnitude do passivo externo diante do PIB.

Essa vulnerabilidade possui várias dimensões das quais destacaremos as principais. Da ótica dos estoques evidencia-se a elevada participação do passivo de curto prazo no total. Este, após atingir a marca de $\frac{1}{4}$ de todo o passivo imediatamente antes da crise, cai para cerca de 15% nos anos seguintes (fluxos que possuem maior volatilidade: portfólio e empréstimos de curto prazo).

A capacidade do país em resistir a um ataque especulativo por reversão dos fluxos de curto prazo encontra-se bastante deteriorada. Um dos problemas, é a rolagem da dívida de longo prazo, isto é, ao refinanciamento das amortizações. Seu volume é elevado e reflete o tamanho do passivo externo. A melhoria das condições internacionais de financiamento para os países emergentes será de importância crucial para o Brasil. A substituição de parte das amortizações por fluxos adicionais de IDE parece viável dentro de limites estreitos. Como vimos, ela já tem ganho alguma expressão na conversão da dívida em investimento. Por outro lado, o esgotamento do estoque de ativos privatizáveis também limita o crescimento do IDE nos próximos anos.

O preço de um ativo é formado a partir de diversas informações publicamente disponíveis aos investidores, sendo as decisões de compra e venda tomadas com base em suas interpretações dos fatos relevantes. Risco: nível de incerteza associado a um determinado evento/acontecimento. As decisões de investimento em situação de incerteza é expressas as preferências do investidor em relação ao conflito risco/retorno inerente a toda alternativa financeira (maior satisfação).

Crises econômicas internacionais originadas no México, Ásia e Rússia e seus impactos na economia brasileira.

CRISES:

- 1994 México: desvalorização da moeda mexicana decorrente, dentre outros fatores, da fuga de capital impulsionada por avaliações das contas nacionais do país. Afim de manter o valor externo da moeda (taxa de câmbio), seu valor interno (estabilidade) e minimizar a perda da atratividade (evitar fuga de capitais), o governo brasileiro elevou prêmio oferecido aos seus credores, e como consequência direta observou-se o aumento da taxa SELIC, e socorro americano ao México, início de 1995, através do Tesouro, reverteu a subida das taxas de juros curtas nos EUA - aliviar as tensões que se propagavam.
- 1997 - Ásia - ^{Devido a} especulação imobiliária até desequilíbrios entre fundamentos macroeconômicos (relação entre conta corrente, PIB, dentre outros), a crise se propagou rapidamente para os países da periferia. BR: impacto na economia nacional através do aumento na taxa de juros e nas reservas.
- 1998 Rússia: decretou moratória. subida imediata das taxas de juros no Brasil, fuga de capitais em massa da periferia para países de centro (EUA, principalmente), os investidores agora preocupados com a qualidade dos ativos e menos com a remuneração. - instabilidade e risco.

A incerteza criada nos mercados latino-americanos pelo episódio mexicano provocou mais um capítulo da fuga para a qualidade. - refúgio no dólar, atenuando a desvalorização da moeda americana.

4.2.2 Predomínio do IDE – desestabilização

De acordo com Kregel (1996) tanto o excesso de capital (anos 70), quanto a falta (anos 80), são desestabilizadores e prejudiciais. Pior e mais danoso, é a passagem rápida de um para o outro - volatilidade - como observado nos anos noventa.

O IDE é um empréstimo realizado na expectativa de obtenção de lucro e da possibilidade de repatriação. A rentabilidade de um investimento é diretamente proporcional ao risco e inversamente proporcional à liquidez. O fluxo de IDE é fonte de financiamento das empresas - capitalização das empresas estrangeiras em território nacional - aportes das matrizes.

Como o IDE é um investimento de menor liquidez e maior risco, é razoável que a rentabilidade exigida pelos investidores diretos estrangeiros seja maior. Maior parte do IDE consiste em reinvestimento dos lucros sobre os investimentos estrangeiros. Por não acarretar ônus fixo ou imediato sobre as reservas internacionais, o reinvestimento é considerado mais atrativo. Quanto maior o capital estrangeiro no país, maior será a capacidade de repatriação do capital - impacto imediato na conta de capitais, no balanço de pagamentos e nas reservas.

Assim, enquanto os fluxos de portfólio (carteira de títulos) podem ter um impacto mais direto no gerenciamento de reservas e nas políticas de taxas de câmbio de curto prazo, o IDE pode tanto ter uma

influência de curto quanto de longo prazo, estrutural, sobre a composição dos fluxos de pagamento externo de um país.

Em um estudo atual, LAPLANE (1999) discute os impactos do atual fluxo de investimento. A análise dos impactos do atual ciclo de investimento focaliza quatro questões relevantes para se avaliarem as perspectivas para o crescimento sustentado:

1. a desnacionalização da estrutura produtiva;

Uma consequência do predomínio do IDE nos atuais investimentos tem sido um intenso processo de desnacionalização da estrutura produtiva. A intensidade deste processo pode ser observada na participação das empresas estrangeiras nas operações de aquisição e fusão na economia brasileira. A intensidade do processo de desnacionalização pode ser reafirmada ainda na participação crescente das empresas estrangeiras nas vendas totais e setoriais, as quais consolidaram sua liderança em uma gama bastante ampla de setores.

2. o aumento das remessas de lucro;

Crescimento substancial das remessas de lucros e dividendos tem preocupado os especialistas. Em 1996 eles totalizaram US\$ 3,8 bilhões, dos quais 30% na forma de dividendos e bonificações, e 70% na forma de remessas de lucros de subsidiárias e filiais. No ano passado (1998), o volume remetido aumentou 70%, quando atingiu US\$ 6,5 bilhões, o que representa mais de um terço do fluxo líquido de IDE do período. Destes 72% estão relacionados às remessas de lucros e 28%, aos dividendos e bonificações.

Em grande parte associada (a remessa) aos investimentos de portfólio, nos quais se incluem as aplicações em ações na bolsa de

valores, nos fundos de renda fixa (capital estrangeiro) e nos fundos de privatização. A elevada rentabilidade obtida no mercado brasileiro estimulou a realização de lucros para cobrir posições deficitárias em outros mercados, principalmente nos países do Sudeste asiático, onde a crise se fez mais intensa. Contribuiu também para a remessa de maiores volumes as medidas de desregulamentação na área. A Lei nº 9 249/95 e a Medida Provisória nº 1 602 concedem isenção ao imposto de 15% que havia sobre as remessas de lucros e dividendos a partir de 1996.

3. a balança comercial; (produção, investimento e importações/ investimentos e exportação)

Desempenho assimétrico 1994/1996. Os setores de bens duráveis de consumo experimentam expressivo crescimento da produção e das vendas, fortemente estimulados pela queda da inflação e pela expansão do crédito para o consumo. Contudo, o desempenho de outros setores apontava para crescente fragilização produtiva e financeira e/ou retração dos níveis de atividades, como vários segmentos de bens de capital, de matérias-primas, insumos e componentes, e de bens finais de consumo.¹

4. a competitividade da indústria;

Competitividade e encadeamentos produtivos e tecnológicos. Os investimentos recentes têm forte impacto favorável sobre a competitividade da indústria brasileira. A modernização dos produtos e dos processos é também acompanhada da atualização dos métodos de gestão. As fusões e aquisições propiciam o surgimento de uma estrutura empresarial mais concentrada, e crescente domínio do capital estrangeiro. A modernização da infra-estrutura deve contribuir para a competitividade sistêmica da indústria brasileira. O fortalecimento da competitividade no plano microeconômico enfraquece em termos relativos

a capacidade da indústria brasileira em gerar crescimento econômico e distribuir renda. A capacidade do investimento da indústria em gerar crescimento, na fase atual, está mais fraco que em fases anteriores de industrialização.

Bibliografia

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. Atlas, São Paulo. 1999. P. 57-79.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < www.bc.gov.br >, Acesso em: 30/11/2000.

BATISTA JR, Paulo Nogueira. O Brasil precisa sofrer tanto?. Folha de São Paulo, Dinheiro, p. B2, 21 set. 2000.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Dinheiro e as transformações da riqueza. In: *Poder e dinheiro: uma política da globalização*. Vozes. 3ed. Rio de Janeiro. 1997.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Banco entra na gororoba reformista. Folha de São Paulo, Dinheiro, p. B2, 19 nov. 2000.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97. CNI/CEPAL. [S.l., S. n.].

BNDES. Mercado Financeiro Internacional. Texto para Discussão n. 3. RJ, 1991.

BOVESPA. Mercado de Capitais. 38p. [São Paulo] ,

BRASIL só. Folha de São Paulo, Opinião, p. A2, 10 dez. 2000.

BUSINESSWEEK. Betting on free trade. p 32-35. Abr. 2001.

CANUTO, Otaviano & LAPLANE, M. Especulação e instabilidade na globalização financeira. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 5, p. 31-60. 1995.

CANUTO, Otaviano. Mobilidade de capital e equilíbrio de portfólio. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 9, p. 1-47. 1997.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Reformas Liberais, estabilidade e estagnação (A economia brasileira na década de 90). 2000. (tese Livre-docencia). IE/Unicamp. Campinas. maio 2000.

CHESNAIS, F. A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº5, p. 1-30.1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: < www.cvm.gov.br >, Acesso em: 30/11/2000

COSTA, Carlos Alexandre J. da. Capital estrangeiro no Brasil: 1987/1994. Rio de Janeiro. 1994

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. P. 2-29. Texto para Discussão. IE/Unicamp. Campinas. 1993.

DAVIDSON, P . Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 7, p 3-27. 1996.

FLUXOS perigosos. Folha de São Paulo, Opinião, p. A2, 11 dez. 2000.

FURTADO, João. Mundialização, reestruturação e competitividade. Novos Estudos, n. 53, São Paulo, mar. 1999.

GUTTMANN, R. A transformação do capital financeiro. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 7, p.51-83. 1996.

KREGEL, J A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 7, p.29-49. 1996.

LAPLANE, Mariano & SARTI, Fernando. Investimento Direto Estrangeiro e o Impacto na Balança Comercial nos anos 90. Texto para Discussão 629. Brasília/1999. Ipea.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro. Inovações Financeiras e o papel da autoridade monetária (um estudo a partir da economia americana). 1994. (Dissertação), IE/Unicamp, Campinas.1994.

MINISTÉRIO DA FAZENDA- SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA. Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil. Brasília. Abr. 1997.23p.

MINSKY, H P. *Integração financeira e política monetária*. IN: *Economia e Sociedade*, Campinas, nº 3, p. 21-36. 1995.

MIRANDA, J. C. R. Câmbio, Juros e fisco – a experiência internacional. Tese, IE/Unicamp. Campinas, 1992.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *In: Economia e Sociedade*, Campinas, dez. 1995.

PLIHON, D. Desequilíbrios Mundiais e instabilidade financeira. *In: Economia e Sociedade*, n.7, Campinas. 1996.

PRATES, Daniela. Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia na década de noventa. 1997. (dissertação). IE/Unicamp, Campinas. ago.1997.

RICUPERO, Rubens. Ganhar tempo. Folha de São Paulo, Dinheiro, p. B2, 25 jun. 2000.

RODRIGUES, Euchério Lerner. Um "survey" sobre os mercados brasileiros de derivativos. Rio de Janeiro. 1994.

ROSSI, Clóvis. 2001 será de reforma e abertura, diz Tápias. Folha de São Paulo, Dinheiro, p. B1, 8 dez. 2000.

SPECIAL REPORT. Investor Services Operations. BankBoston Brasil. New Legislation to facilitate foreign investments in Brazil. São Paulo. Jan 2000.

TEIXEIRA, A. & MIRANDA, J.C. A economia mundial no limiar do século XXI: o cenário mais provável. P. 1-20 e 39-46. Texto para Discussão n. 257. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro. 1991.

WILLIAMSON, [?]A economia aberta e a economia internacional – um texto de economia internacional. P 3-15. Campus, Rio de Janeiro. 1989.