

## A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias

Gustavo H. B. Franco & Demosthenes M. Pinho Neto<sup>1</sup>

Preparado para o seminário “Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro”, promovido pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM & F), São Paulo, 4 de dezembro de 2003

### Sumário

O ensaio discute a regulamentação da conta de capitais, e procura contribuir para os debates recentes no sentido do aprimoramento do funcionamento do mercado de câmbio. A partir de um exame da literatura acadêmica remota e recente, e de um retrospecto das normas cambiais, discute-se os passos concretos, méritos e as questões operacionais envolvidas em avanços maiores no sentido da conversibilidade da conta de capitais. Destaca-se o ceticismo da literatura acadêmica recente sobre os impactos macroeconômicos da conversibilidade da conta de capitais e analisa-se os aspectos especificamente regulatórios, tendo em vista não apenas a pesada herança regulatória brasileira no terreno cambial mas também novas fronteiras e prioridades na regulação do sistema financeiro. O ensaio examina a trajetória e as limitações inerentes às transferências internacionais de Reais e também analisa os possíveis efeitos da revogação da obrigatoriedade de cobertura cambial para as exportações.

---

<sup>1</sup> Respectivamente Professor do Departamento de Economia da PUC-RJ e sócio-gerente da Rio Bravo Investimentos, e Professor do IBMEC-SP e Diretor Executivo do Unibanco Asset Management. Os autores agradecem a Daniel Gleiser, Murilo Portugal, José Linaldo Gomes de Aguiar, José Maria Carvalho, Antonio Mendes e aos demais participantes do seminário, os quais estão isentos de responsabilidade pelo conteúdo deste ensaio.

## A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias

*“Toda ação no sentido de liberalização, provoca uma reação de controle burocrático, de igual intensidade, embora de forma disfarçada”. Sétima das “Leis do Kafka”, denominada “Newtonina da Burocracia” Cf. Roberto de Oliveira Campos (1976, p. 35)*

A conta de capitais tem estado no centro dos debates em torno de regimes e crises cambiais pelo menos desde a crise da Ásia em 1997, sintomaticamente, o ano em que o Comitê Interino do FMI levou ao encontro anual dos países membros do organismo, em Hong Kong, a proposta, que terminou derrotada, de incluir em seus estatutos a conversibilidade para a conta de capitais como objetivo a ser alcançado. O tema se tornou ainda mais polêmico, nos anos que se seguiram, em razão da trilha de devastação deixada por bruscas e volumosas movimentações de capitais entrando ou saindo de países emergentes. As certezas sobre o assunto diminuíram no mundo acadêmico e nos círculos de *policy makers*, especialmente nesses países, aí incluído o Brasil.

Por outro lado, as novas realidades da globalização, e em particular o enriquecimento dos laços do Brasil com o exterior especialmente após o Plano Real, estariam a indicar a necessidade de ajustes à nossa regulamentação cambial, cujas raízes são antigas, e foram construídas com base em conceitos de uma outra época. Apesar de recorrentes debates e dúvidas sobre os méritos dessas normas não se pode deixar de observar que estamos tratando de regras com mais de meio século de vigência, portanto profusamente decantadas e amadurecidas com a passagem do tempo<sup>2</sup>. Com efeito, a despeito das idas e vindas da macroeconomia, a legislação mudou muito pouco desde a década de 1960, e contém dispositivos que remontam aos primeiros anos da década de 1930, quando foi estabelecida a “centralização cambial” e o “curso forçado”. Não obstante, foi sobre este mesmo arcabouço que o Brasil experimentou - nos anos 1990 com mais intensidade - um significativo processo de liberalização, simultâneo a uma concentração de inovações no sistema financeiro de tal sorte a transformar por inteiro o processo de formação da taxa de câmbio. Oferta e demanda ganharam absoluta proeminência no processo, sem prejuízo da intervenção sistemática ou ocasional do

Banco Central. Arbitragens internacionais se tornaram fluídas e importantes, e as fronteiras institucionais do mercado de câmbio foram consideravelmente ampliadas com o extraordinário crescimento dos derivativos cambiais e do mercado para títulos públicos indexados à taxa de câmbio. E tudo isto se passou sem que os paradigmas normativos a regular as operações de câmbio tivessem se modificado de forma significativa.

Repensar a regulamentação cambial brasileira em geral, e da conta de capitais em particular, neste novo contexto internacional de ricas e complexas relações financeiras internacionais, onde predominam taxas de câmbio flutuantes e voláteis, e uma miríade de novas preocupações de natureza regulatória, nada tem de pacífico. De um lado, permanece em aberto a velha discussão sobre os méritos macroeconômicos da liberalização da conta de capitais e seu adequado “sequenciamento”, discussão esta que renasceu em novas bases em vista da experiência recente. De outro, novos desafios no interior da própria esfera regulatória, especialmente no domínio tributário e prudencial, viriam a conferir dimensões inteiramente novas ao debate sobre conversibilidade na conta de capitais.

O ensaio se divide da seguinte forma. A Seção 1, a seguir, fornece uma resenha da literatura acadêmica sobre os aspectos macroeconômicos envolvidos em modelos e experimentos com a liberalização da conta de capitais. A Seção 2 faz um retrospecto da regulamentação cambial brasileira com ênfase no pertinente à conta de capitais, e apenas com o propósito de identificar a origem e funcionalidade das normas em vigor. A Seção 3 observa que novos limites à desregulamentação cambial das transações da conta de capitais se estabelecem a partir de uma nova safra de regulamentos de ordem tributária, contábil e prudencial. A partir deste prisma a Seção 3 examina em detalhe o funcionamento das transferências internacionais de Reais, que oferecem uma plataforma genérica para movimentações de capitais que, em tese, introduziriam a conversibilidade da conta de capitais. E também se especula sobre as possíveis conseqüências da remoção da obrigatoriedade de cobertura cambial para as exportações em vigor ao menos desde 1933.

---

<sup>2</sup> No terreno cambial, há os que dizem que leis velhas, na maior parte dos casos, nada mais são que leis que perderam a razão de ser, *cf. Blanche & Barros (2003)*.

## **1. Liberalização e Crescimento nos países em desenvolvimento: uma resenha**

### 1.1 As primeiras tentativas de liberalização do comércio e da conta de capitais:

Desde os primórdios da teoria econômica a relação entre liberdade de comércio e progresso econômico se encontra muito bem aceita, ao menos no Norte. Nos países emergentes, isto é menos verdadeiro, tendo em vista os traumas, ainda presentes na memória institucional e doutrinária, decorrentes do longo e tumultuado período de desintegração da economia internacional iniciado em 1929 e apenas desanuviado no final da década de 1960. E se no campo comercial as virtudes da abertura ainda não estão inteiramente pacificadas, menos ainda quando se trata da liberdade de movimentações de capitais, tendo em vista que, desde sempre, estas estão na raiz de muitas das crises e dos episódios de euforia em países emergentes em geral e no Brasil em especial.

Com efeito, de 1929 ao fim da Segunda Grande Guerra desapareceu o mercado internacional de capitais, e daí até a década de 1960, período da vigência plena da ordem internacional estabelecida em Bretton Woods, enquanto curavam-se as feridas deixadas pelos *defaults* de empréstimos e bônus anteriores a 1930, apenas se observavam “capitais compensatórios”, investimentos diretos (notadamente sob a forma de mercadorias) e ajuda financeira oficial. Nestas circunstâncias, teria continuidade a estratégia de industrialização “voltada para dentro”, com base na “substituição de importações” e busca da “auto-suficiência”, como também seria renovado e reforçado o arcabouço regulatório de caráter restritivo, “poupador” de recursos externos, fundado sobre a noção de controles cambiais, constituído nos anos 1930 e que só seria transformado e liberalizado de forma muito gradual no final do século, como se verá adiante.

Seja pela recorrência de dificuldades de balanço de pagamentos, pelo ceticismo das autoridades, ou pela inércia das normas, até muito recentemente parecia muito difícil para os países da região seguirem os paradigmas internacionais na direção da simplificação e liberalização de seus regimes cambiais, mesmo no tocante à conta corrente. Como se verá em detalhes adiante, o Brasil permaneceu ao abrigo do Artigo

XIV dos estatutos do FMI<sup>3</sup>, sem aceitar a disciplina do Artigo VIII que veda restrições aos pagamentos de transações na conta corrente, de 1946 a 1999. E assim, a maior parte dos países emergentes, em vista da generalizada “escassez de divisas”, ou do que se chamou de *Dollar shortage*<sup>4</sup>, que vigorou até o fim da década de 1960, adotou regimes cambiais complexos, altamente controlados, com taxas múltiplas de câmbio e inúmeras variedades de restrições quantitativas e administrativas, além das tarifárias, que vigorariam ainda por várias décadas. Em todos os principais países da América Latina, o regime cambial servia como um mecanismo de tributação implícita do setor agrícola (ou mineral) exportador, de onde se transferia renda (e se presumia a existência de “rendas de monopólio” ou *rents*) para “financiar” o processo de “substituição de importações”, vale dizer, a implementação de políticas ativas de favorecimento aos setores de bens de consumo duráveis e bens de capital. A despeito de alguns casos isolados de tentativas abortadas de liberalização da conta corrente, apenas na década de 1970 se observaria um movimento mais amplo de abertura comercial na América Latina.<sup>5</sup>

Os chamados “choques do petróleo” introduziriam novas tensões sobre os modelos de crescimento por “substituição de importações” adotados na região. O Brasil dos generais optou por “fugir para frente”, ou seja, aprofundar a busca da “auto-suficiência”, o que terminou favorecido pela eficiente reciclagem dos “petro-dólares” pelos mercados financeiros internacionais, assim fornecendo financiamento barato para uma nova rodada de grandes investimentos substituidores de importações. Neste contexto, todavia, dispor de uma sólida base exportadora significava ter capacidade de repagamento dos empréstimos, o que era condição *sine-qua-non* para que os países se qualificassem para estes financiamentos e que deles desfrutassem de forma duradoura.

A resposta dos diversos países emergentes a esta mudança na conjuntura internacional foi bastante heterogênea. O Leste da Ásia, particularmente Coreia e Taiwan, já vinha desde o início da década de 1970 num processo de rápida liberalização da conta

---

<sup>3</sup> Que autoriza os países membros a impor restrições cambiais temporárias por ocasião de desequilíbrios no balanço de pagamentos.

<sup>4</sup> Veja-se Eichengreen (1996, pp. 98-100).

<sup>5</sup> O governo Alessandri (1955-61), no Chile, promoveu uma liberalização bastante significativa da conta corrente, simplificando o regime cambial através da unificação de taxas com desvalorização, o que acabou sendo abortado, devido a uma séria crise cambial no início dos anos sessenta; ver Berhman (1977). Para a experiência da Argentina, ver Dornbusch e Di Tella (1989) e Diaz Alejandro (1970); Sollis e Ortiz (1979) é uma boa referência para a experiência mexicana.

corrente e baseando seu crescimento na chamada “Promoção de Exportações”. Brasil e México optaram por uma liberalização bem mais seletiva, criando incentivos pontuais para os setores exportadores – o programa BEFIEX, por exemplo, que chegou a abrigar mais de 2/3 das exportações brasileiras de manufaturados - enquanto mantinham o arcabouço e a filosofia básica da “substituição de importações”<sup>6</sup>. Em razão desta diversidade, às vezes referida pela comparação entre “tigres” e “baleias”, o Leste da Ásia e a América Latina enfrentariam em condições muito diversas o estreitamento do mercado internacional de capitais no início da década de 1980.<sup>7</sup>

É precisamente neste contexto, e como alternativa aos dois modelos, que alguns países do chamado Cone Sul, embarcam num processo de liberalização cambial até então sem precedentes em economias em desenvolvimento. As experiências do Chile, Argentina e Uruguai nos anos 1970 e início dos anos 1980, pautariam durante as décadas seguintes, o debate econômico quanto aos méritos da liberalização da conta corrente e de capital e, sobretudo, que fatores deveriam ser considerados no “sequenciamento” do processo.

É verdade que a motivação mais importante para as reformas introduzidas nestes países era o controle do processo inflacionário, e neste contexto, a liberalização comercial e financeira era menos um objetivo em si que um instrumento para a estabilização que trazia a esperança de evitar os sacrifícios sabidamente envolvidos em programas convencionais de combate à inflação.<sup>8</sup>

A receita seguida por todos, vista de nossos dias, parecia *a priori* sensata: contemplava austeridade monetária e fiscal, eliminação das barreiras quantitativas e restrições administrativas, redução tarifária, eliminação de controles de preços e subsídios, além de uma desvalorização cambial “corretiva”, seguida de unificação dos regimes de taxas múltiplas existentes. No que tange às vantagens da liberalização da

---

<sup>6</sup> Veja-se Fritsch e Franco (1993) para uma resenha das políticas industrial e de comércio exterior anterior à década de 1990.

<sup>7</sup> Sobre este tópico, e sobre a relação entre vulnerabilidade externa e o grau de abertura veja-se Franco (1999, pp. 58-60, e 98-109) e também Fritsch & Franco (1993).

<sup>8</sup> No Chile em meados de 1973, antes da queda de Allende, a taxa de inflação já havia ultrapassando a barreira dos 1000% anuais. Na Argentina, o quadro não era diferente: em 1976, pouco antes da introdução das reformas, a taxa de inflação mensal anualizada havia rompido a barreira dos 2000%. A literatura sobre estes experimentos é bastante vasta. Para uma análise mais profunda das reformas em termos gerais ver Diaz-Alejandro (1981). Para o Chile, especificamente, ver Edwards (1986); para a Argentina, ver Calvo (1986).

conta de capital, havia na época – como hoje em dia – um número muito menor de certezas, mas como a estabilização se mostrava urgente, entendeu-se que a abertura da conta de capital poderia gerar “externalidades” positivas neste particular.

A desregulamentação financeira com abertura do mercado de capitais ocorreu de forma muito mais ousada na Argentina e no Uruguai, do que no Chile, que sempre adotou uma postura mais cautelosa, liberalizando primeiro os fluxos comerciais e só gradualmente os fluxos de capitais de médio e longo prazo. As reformas produziram uma melhora da situação econômica em geral, e fiscal em particular, algum alívio no balanço de pagamentos, mas uma redução apenas modesta da inflação, que se manteve na faixa de 35-50% no Chile e no Uruguai, enquanto na Argentina permaneceu em três dígitos. De outro lado, cresceu substancialmente o desemprego em todos esses países, comprometendo progressivamente o já frágil suporte político existente aos experimentos liberais da região.

Como os resultados na frente inflacionária ficaram aquém das expectativas – afinal, os efeitos das reformas deveriam vir num prazo mais longo - os governos destes países resolveram trilhar um caminho mais ousado e decidiram pré-fixar a taxa de câmbio – através do mecanismo que ficou conhecido como a *tablita* - na esperança de que os preços domésticos convergissem mais rapidamente para o nível internacional. O chamado “Monetarismo Global” parecia apenas uma nova denominação para um processo já vivido inúmeras vezes, a saber, o da fixação da taxa de câmbio (às vezes através da adoção do padrão ouro), em episódios de abundância na conta de capitais, levando à apreciação cambial e “transferência” dos influxos via déficit em conta corrente. A novidade era o aprofundamento o processo de desregulamentação dos mercados financeiros e liberalização da conta de capital, até mesmo no Chile, que havia sido até então bem mais cauteloso neste particular.

O resultado, como se sabe, foi particularmente desastroso. A fuga de capitais cresceu drasticamente em razão do subsídio implícito introduzido pela *tablita* e a percepção de sua insustentabilidade. O governo, de seu lado, respondeu às circunstâncias de forma convencional, elevando as taxas de juros com vistas a evitar as saídas de capital. O ciclo vicioso que se inicia nestes momentos é hoje muito bem conhecido: a deterioração da conta corrente, devida à sobrevalorização cambial, passa a ser financiada

com capitais de curto prazo, que tendem a se esvaír com rapidez justamente quando as reservas internacionais se reduzem. O colapso veio no início da década de 1980 no Chile e um pouco antes na Argentina e Uruguai. O resultado foi dramático: crise sistêmica no Chile levando à nacionalização do setor bancário; e em todos, o retorno da inflação elevada, desvalorizações cambiais expressivas, quedas sem precedentes dos salários e da renda real, elevação do desemprego e finalmente, a total reversão do processo de liberalização comercial e da conta de capitais, com a introdução de controles cambiais de forma generalizada.

Conforme já observado, estes experimentos fracassados de liberalização se tornariam referências obrigatórias para o debate sobre a liberalização cambial em países semi-industrializados, e também da literatura sobre ataques especulativos. As percepções que se consolidaram na literatura especializada, associavam o fracasso destes experimentos a dois fatores principais: primeiro, a “ordem”, ou a “seqüência”, do processo de liberalização, e em segundo lugar, a utilização “abusiva” da taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação.<sup>9</sup> Com efeito, a imperiosa necessidade de um “sequenciamento” adequado da abertura tornou-se a principal lição a ser extraída destes experimentos, sendo hoje praticamente consensual a noção de que a liberalização cambial deve começar pela conta corrente e só num momento posterior, após a consolidação desta primeira etapa e de bons fundamentos macroeconômicos, e verificada a solidez do sistema bancário doméstico, é que se deveria progredir na abertura da conta de capital. Em razão de novas condições, todavia, o pessimismo com que se contemplava novas tentativas de liberalização da conta de capitais foi gradualmente erodido até 1997, quando o assunto veio a reaparecer sob nova roupagem.

### 1.2. O *Establishment* e a conversibilidade após a Crise da Ásia:

Os fracassos no Cone Sul passam gradualmente a uma posição secundária no debate sobre liberalização cambial em razão do sucesso do crescimento via “Promoção de

---

<sup>9</sup> Ver Edwards (1984), e Corbo, de Melo e Tybout (1986). Sem dúvida, a principal razão para o fracasso no Chile no início dos anos oitenta é explicado pela utilização indevida da *tablita*, que resultou numa significativa sobrevalorização cambial com a deterioração resultante da conta corrente e a perda de reservas, detonando um ataque ao peso que levou ao colapso do regime em 1982.

Exportações” em diversos países da Ásia que, por variadas razões, liberalizaram seus regimes cambiais – conta corrente e de capitais – de forma bastante arrojada. Causalidade à parte, consolida-se, simultaneamente, a crença em uma associação positiva e significativa entre “grau de abertura” e crescimento, em boa medida em face da experiência asiática, sendo que, num mundo globalizado, novas e mais amplas acepções de “abertura” pareciam surgir. Num mundo repleto de comércio intra-firma e empresas multinacionais *footloose*, prontas a relocalizar suas plantas obedecendo lógicas empresariais de racionalização global de suas atividades, rapidamente a “abertura” passou a incorporar diversas outras formas de regulação das atividades de não residentes dentro de fronteiras nacionais. E com isso, retorna à ribalta o velho tema da conversibilidade da conta de capitais, inclusive acompanhado de uma releitura revisionista e mesmo ingênua dos experimentos do Cone Sul atribuindo o fracasso ao “abuso” da política cambial como instrumento de estabilização. Mais que isso, reabilitou-se a crença de que o crescimento econômico sustentado decorreria naturalmente da implementação da abertura da conta de capitais, bastando apenas observar-se a devida cautela quanto ao “sequenciamento” da liberalização. Não seria exagero dizer que esta era a visão predominante no *establishment* internacional até 1997<sup>10</sup>, quando tem início a crise da Ásia e quando o tema é relançado no encontro anual do FMI e do Banco Mundial realizado em Hong Kong. Ironicamente, todavia, nos meses que se seguiram ao encontro, os países asiáticos vizinhos, um após o outro, testemunharam o colapso de regimes cambiais que haviam durante décadas sustentado experiências extremamente bem sucedidas de crescimento econômico e liberalização.

A crise da Ásia de 1997 caiu como uma bomba sobre diversos dogmas razoavelmente consolidados na profissão. Muitos passaram a questionar as vantagens do processo de globalização, e começam a pensar em controles de capitais como um instrumento perfeitamente aceitável na prevenção ao caos que pode se instalar a partir de bruscos movimentos especulativos<sup>11</sup>. Conforme indaga Kenneth Rogoff, então economista-chefe do FMI: “nos dias de hoje, todos concordam que uma abordagem mais

---

<sup>10</sup> Isto fica muito claro em Johnston, Darbar & Echeverria (1997) que analisam as experiências do Chile, Tailândia, Coreia e Indonésia até os anos noventa.

eclética é necessária para a liberalização da conta de capitais. Mas como deveria ser? Como os países emergentes poderiam beber das águas dos mercados internacionais de capitais sem nelas se afogar?”. Outros, como Krugman (1998), vão mais longe, apoiando a introdução de controles temporários sobre a saída de capitais, talvez mais por curiosidade sobre seus efeitos que por convicção, uma vez que escasseavam as alternativas convencionais para a desorganização financeira instalada pela fuga de capitais repentina.

De fato, a relação entre a liberalização da conta de capital e crescimento estava longe de um consenso na literatura acadêmica<sup>12</sup> quando, mais recentemente, surgiu uma nova safra de estudos sobre o assunto com uma abordagem mais caracteristicamente estatística. . Dennis Quinn (1997), torna-se um pioneiro neste domínio ao construir um “índice” para o grau de abertura da conta de capitais a partir da evolução de controles e restrições à conversibilidade reportadas pelo FMI nos diversos números do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* ao longo do pós-guerra, para uma amostra de diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento no pós-guerra.<sup>13</sup> Os testes estatísticos buscando alguma associação entre este “índice” e o crescimento, considerando uma amostra de 58 países, a maior parte industrializados, entre 1960 e 1989, proporcionava, na visão do autor, “a primeira demonstração sistemática de uma correlação robusta”. Em suas palavras, “os resultados sugerem que a desregulamentação da conta de capital *pode* contribuir para o crescimento econômico. Juntamente com o investimento e o nível de renda inicial, deve compor as variáveis que devem ser incluídas numa análise dos determinantes do crescimento econômico de longo prazo” (p. 537).

---

<sup>11</sup> Este sentimento cobre um amplo espectro de persuasões, do então economista chefe do Banco Mundial, Joseph Stiglitz, aos sacerdotes franceses do “Mal Estar da Globalização”, passando por diversos economistas do mundo acadêmico anglo-saxão.

<sup>12</sup> A preocupação original do debate, tendo em vista os episódios do Cone Sul, concentrava-se no impacto de programas de liberalização sobre a taxa de câmbio real, e sua relação com o processo de estabilização, sendo relegada a um segundo plano a relação entre liberalização e abertura da conta de capitais e crescimento. Exemplos desta abordagem tradicional são McKinnon (1973) e Balassa (1982); posteriormente, já envolvendo um tratamento mais formal, ver Obstfeld (1984) e Edwards (1987).

<sup>13</sup> Quinn propõe um “índice” de 0 a 4 para transações da conta corrente e de 0 a 8 para transações da conta de capital, o que gera um “índice” de 0 a 12 para classificação das economias das mais fechadas (0) as mais abertas (12), para então - depois de adicionar outras dimensões de ordem jurídico e legal - traduzir num “índice” de 0 a 14 seu indicador de abertura da conta de capitais. A partir daí gera medidas de evolução da abertura e da liberalização da conta de capital. Ver Quinn (1997, pp. 534-536).

A partir do estudo de Quinn, diversos outros autores buscaram, de um lado, qualificar suas conclusões, e de outro, averiguar em que medida estes resultados eram generalizáveis para os países menos desenvolvidos.<sup>14</sup> Edwards (2001), partindo de metodologia semelhante à desenvolvida por Quinn, chega a conclusões razoavelmente distintas: a liberalização da conta de capital só está associada a crescimento do produto per capita nos países industrializados e nos países emergentes mais ricos, sendo que, nestes últimos, somente após terem atingido um nível de desenvolvimento avançado é que se apresenta a correlação. Neste sentido, “os países emergentes são essencialmente ‘diferentes’ das nações avançadas” (p. 16). Até este resultado, por sua vez, tem sido contestado em trabalhos mais recentes. Edison *et al.* (2002) mostram que, fora da OECD, a liberalização da conta de capital parece significativa para crescimento apenas para países do leste da Ásia, mas não para países latino-americanos. E, mesmo para aqueles, questionam se esta variável não pode ser apenas uma *proxy* para outras, como por exemplo “qualidade do governo”. Resultado semelhante é obtido por Klein (2003) que, a partir de uma análise econométrica baseada na metodologia de Quinn, conclui que o “crescimento nos países pobres não deverá ser promovido através de liberalização da conta de capital” (p. 20). Arteta *et al.* (2001), por sua vez, apresentam evidência questionando a associação entre crescimento e liberalização da conta de capital para ambos, os países desenvolvidos e os em desenvolvimento.

Dani Rodrik (1998) usa uma amostra de países maior do que a de Quinn, e especificações para liberalização da conta de capital distintas<sup>15</sup>, e não encontra qualquer evidência de que os países que liberalizaram cresceram mais rapidamente, investiram mais, ou tiveram taxas de inflação menores, do que aqueles que não liberalizaram, concluindo que controles de capitais, efetivamente, “não estão correlacionados com o desempenho econômico de longo-prazo” (pp. 8-9). Ademais, como enfatiza Rodrik com

---

<sup>14</sup> Do ponto de vista empírico, a principal crítica que se faz é que outras variáveis podem estar influenciando na conclusão, como a existência de uma correlação importante entre a liberalização na conta corrente e a abertura na conta de capitais, como parece ser o caso mais freqüente. Torna-se assim difícil saber em que medida a relação entre a liberalização da conta de capital e o crescimento real per capita, não refletem mudanças, de fato, no grau de liberalização da conta corrente. Para uma visão mais ampla das críticas e qualificações ao trabalho de Quinn, ver Edison *et al.* (2002, p. 23).

<sup>15</sup> Rodrik (1998, pp. 8-9). Rodrik trabalha com uma amostra de 100 países e define o indicador de liberalização da conta de capital como o número de anos durante o período 1975-89, para os quais a conta de capital esteve livre de qualquer restrição.

bastante propriedade, existe um problema de causalidade envolvido, posto que os países costumam remover controles de capitais quando o cenário econômico é favorável, ou seja, não obstante a correlação positiva, a liberalização pode ser consequência e não causa do crescimento (p. 9).

Em meio a estas dúvidas, os economistas ganharam um novo “laboratório” para estas teses com a introdução, em setembro de 1998, de controles de capitais na Malásia. Krugman (1998), como já mencionado, foi um dos primeiros a defender a introdução de controles sobre a saída de capitais, que assegurariam um “tempo” para estes países se reestruturarem internamente – especialmente o setor financeiro – enquanto recuperavam autonomia sobre a política monetária<sup>16</sup>. Em geral, o experimento da Malásia é visto de forma negativa, especialmente quando contrastado com os processos de recuperação da Coreia e da Tailândia, que adotaram no mesmo período uma postura bastante convencional, radicalmente diferente, através da implementação de um programa com o FMI. Como se sabe, a região como um todo começa a recuperar-se em meados de 1998, de forma surpreendentemente rápida, de tal sorte que a recuperação da Malásia pode ter sido causada por fatores exógenos que afetaram também os demais países da Ásia e ocorreria de qualquer forma, na ausência dos controles cambiais.

Por mais que possa ofender o saber convencional, é forçoso reconhecer que os controles que foram introduzidos, não abortaram e parecem não ter atrapalhado o processo de recuperação em curso.<sup>17</sup> De fato, esta é a principal mensagem de diversos estudos empíricos sobre o processo. Edison & Reinhart (2000), argumentam que a despeito da Coreia ter se recuperado mais rapidamente sem a introdução de nenhuma restrição na conta de capitais, a Malásia saiu-se razoavelmente bem no período por ter sido possível uma redução dos juros, atribuindo também aos controles introduzidos, “maior estabilidade das taxas de juros e do câmbio e mais autonomia para implementação de políticas” (p. 20). Kaplan & Rodrik (2001) vão além disto, buscando examinar em que

---

<sup>16</sup> Mas o próprio teria recuado especialmente depois de verificado que não havia muitos à sua volta a das repetidas tentativas do Primeiro Ministro da Malásia, Mohamed Mahathir de obter o seu endosso. Veja a narrativa do próprio em Krugman (1999).

<sup>17</sup> Apesar de ter uma visão muito cética quanto à eficácia de controles, particularmente sobre a saída de capitais, Edwards, um ano após a introdução dos mesmos na Malásia admite que, “embora seja um tanto prematuro para se avaliar por completo os efeitos desta política no desempenho econômico do país, a evidência preliminar sugere que, contrariamente aos temores de analistas ortodoxos, os controles temporários não produziram muito estrago” *cf.* Edwards (1999, p. 8).

medida a imposição de controles permitiu ao país insular-se e assim promover uma recuperação baseada em estímulos domésticos, o que não teria sido possível na sua ausência de constrangimentos efetivos à mobilidade de capitais. Se assim foi, o argumento de que a melhoria do cenário externo, e o progresso da vizinhança em particular, teriam sido importantes para “retirar” a Malásia da recessão, perde um pouco de sua força. Para saber qual teria sido o desempenho na ausência de controles, modelam a situação alternativa, “contra-factual”, em que o país teria ido ao FMI – como os vizinhos - e obtém resultados que corroboram o argumento de que a realidade foi melhor que o “contra-factual”, na medida que produziu uma redução na taxa de juros, a estabilidade da moeda e eliminou o pânico financeiro, assim preservando o sistema bancário.<sup>18</sup>

Eichengreen & Leblang (2002) buscam introduzir o impacto das “crises” na análise de uma amostra de vinte e um países para um período muito longo: 1880-1997. A idéia é que se de um lado a liberalização da conta de capitais, supostamente, aumenta a eficiência na alocação de recursos estimulando, em princípio, o crescimento, por outro ela eleva a fragilidade financeira tornando os países mais vulneráveis, o que tem impacto negativo sobre o crescimento. Para esta amostra cobrindo a experiência de 117 anos, as regressões de crescimento estimadas, mostram que o coeficiente para a presença de controle de capitais é positivo e significativamente diferente de zero. Os autores mostram que durante o pós-guerra, a evidência de maior impacto dos controles sobre crescimento se dá precisamente no período 1993-1997, logo anterior à crise asiática e ao contágio para outras economias emergentes. Os controles afetam o desempenho macroeconômico de forma direta - através do impacto positivo sobre a alocação e eficiência – e indiretamente, limitando o impacto negativo das crises. Assim, os resultados obtidos os levam a concluir que em períodos de crise, de intensa instabilidade financeira, “a capacidade de isolamento oferecida pelos controles é preciosa, mas é negativa quando as crises estão ausentes”.<sup>19</sup>

Kaminsky & Schmuckler (2002) mostram que os processos de liberalização tornam os

---

<sup>18</sup> Ressaltam os autores que se Malásia tivesse acesso aos recursos disponibilizados pelo Fundo seu desempenho, obviamente, teria sido ainda superior. Ver Kaplan & Rodrik (2001, p. 27)

<sup>19</sup> Eichengreen & Leblang (2002, p. 23). A introdução do indicador para “crises” na amostra produz alguns resultados interessantes: a evidência de que os países com controles cresceram mais rapidamente no período entre guerras desaparece, mas ela se mantém para o período de Bretton Woods. Curiosamente,

períodos de “boom” mais longos em ambos, nos países desenvolvidos e nos emergentes, enquanto só nos emergentes os “crashes” tornam-se mais severos após estes episódios. Neste sentido, o resultado é consistente com a evidência existente na literatura sobre crises, de que a liberalização da conta de capitais pode conduzir a um nível “excessivo” de flutuação financeira e volatilidade.<sup>20</sup>

É interessante notar que esta literatura sobre liberalização da conta de capitais raramente menciona o investimento direto estrangeiro, parecendo haver clareza de que este é um outro tema, sujeito a uma outra disciplina que vai bem além de questões estritamente financeiras e cambiais. É interessante também mencionar que Jagdish Bhagwati (1998), um dos expoentes do pensamento liberal quando se trata de temas de política comercial, observa, não sem malícia, que a liberalização da conta de capitais é assunto de interesse apenas do “Complexo Tesouro-Wall Street” (p. 12) e, ademais, que “as alegações sobre os enormes benefícios da livre mobilidade de capitais não são convincentes. Alguns ganhos foram identificados, não demonstrados, e a maior parte dos retornos vem do investimento direto.” (p. 7)

Esta mesma benevolência com o investimento direto se observa também quando se trata da abertura do mercado acionário para investidores externos. Parece evidente que o aumento na liquidez nas bolsas de valores dos mercados emergentes, propiciado pelo investidor estrangeiro, amplia as fontes de capitalização e financiamento para as empresas locais, e sem maiores contra-indicações. Com efeito, o investimento em ações quase que por construção é de “longo prazo”, na medida em que a volatilidade dos preços funciona como um estabilizador automático a movimentos de caráter eminentemente especulativos, ao contrário de investimento de curto prazo em mercados de ativos de renda fixa. Por estas razões, trabalhos empíricos recentes têm mostrado uma correlação importante e significativa entre a liberalização do mercado acionário e redução do custo de capital, levando a um aumento do investimento e crescimento do produto per capita. Henry (2003) obtém precisamente este resultado para uma amostra dos dezoito principais

---

quando se tira da amostra o período pré-1914, quando nenhum país tinha controles, desaparece qualquer correlação entre liberalização da conta de capital e crescimento após 1972. *Ibid.*, pp.16-23.

<sup>20</sup> O mesmo não ocorre nos países desenvolvidos, onde booms mais longos não são sucedidos por crashes mais intensos, o que sugere que os períodos de ascensão refletem apenas a redução do custo de capital que se espera após o início dos processos de desregulamentação. Ver Kaminsky & Schmuckler (2002, p. 22).

países em desenvolvimento na América Latina, na Ásia e na África, que abriram seus mercados acionários nos anos oitenta e noventa.<sup>21</sup>

Praticamente todos os países emergentes que optaram por desregular e liberalizar seus mercados acionários, como vemos na tabela abaixo, experimentaram um significativo crescimento do mercado secundário medido pela capitalização de mercado como proporção do PIB, com importante impacto na taxa de crescimento da economia.<sup>22</sup>

**Tabela 1:**  
**Capitalização no Mercado Acionário e Crescimento**

País	Capitalização Média		Crescimento PIB 1991-2002
	1985- 1991	2001	
Brasil	10,6%	38,6%	2,5%
Coréia	33,8%	52,1%	6,8%
Chile	35,6%	84,7%	5,9%
México	10,5%	20,4%	2,9%
Tailândia	20,5%	36,3%*	13,5%
Espanha	23,7%	80,5%	2,6%

**Fonte:** dados sobre capitalização do mercado acionário obtido de International Finance Corporation e Standard & Poors (2002); crescimento real do PIB até 1998 obtidos de Banco Mundial (1999) e IMF (2003), para o período 1999-2002.

Pode-se dizer, portanto, em resumo, que a evidência histórica do pós-guerra, e particularmente das últimas três décadas, parece bastante conclusiva no que tange à complexidade, de se tentar extrair generalizações e recomendações de política a partir das experiências liberalizantes de outros países com condições estruturais e políticas absolutamente distintas. Talvez a única generalização possível é a de que a primeira etapa

<sup>21</sup> A amostra de países engloba a Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Índia, Indonésia, Jordânia, Coréia, Malásia, México, Nigéria, Paquistão, Filipinas, Taiwan, Tailândia, Turquia, Venezuela e Zimbábue. Para estes países, o custo de capital medido pelo *dividend-yield* se reduziu de uma média de 5% nos cinco anos que antecedem a liberalização para uma média de 2.6% nos cinco anos posteriores a liberalização; a taxa de crescimento do estoque de capital elevou-se 1.1% ao ano e o produto per capita cresceu 2.3% ao ano para este grupo de países, após as liberalizações. Laeven (2001) mostra existir uma interessante assimetria entre redução do custo de capital e abertura financeira nos países em desenvolvimento, mostrando que só há uma correlação significativa para empresas menores, que não tem qualquer acesso a financiamento antes dos processos de liberalização.

<sup>22</sup> Chinn & Ito (2002), trabalhando com uma amostra de 105 países de diferentes níveis de desenvolvimento, estimam que cada unidade adicional do indicador especificado como “abertura financeira”, proporciona uma aceleração de na taxa de crescimento de 0.5% no valor transacionado nos mercados acionários do subgrupo dos países menos desenvolvidos e de 0.7% para os emergentes. Ver Chinn & Ito (2002, p. 11 e tabela 4 no apêndice 2).

de todo este longo caminho é a consolidação do processo de estabilização, com a solidificação dos fundamentos macroeconômicos básicos e acima de tudo, dos sistemas financeiros domésticos, sem o qual qualquer avanço pode acabar transformando-se numa imprudente aventura.

Com efeito, a postura das organizações internacionais, especialmente do FMI, parece refletir de alguma forma este amadurecimento. De uma visão bastante radical no imediato pós-guerra, a sucessão de crises externas nas décadas de 1970 e 1980 na América Latina e 1990 na Ásia, Rússia, Brasil e finalmente Argentina, parece ter tido um impacto decisivo em tornar a instituição, ao longo do tempo, mais flexível e menos dogmática a este respeito. Em particular após a crise da Ásia e tudo que se seguiu, o Fundo passa a ver a liberalização da conta de capital de forma muito mais cautelosa. Não se trata apenas de se assegurar de uma forma geral o “sequenciamento” adequado, mas, sobretudo, não subestimar os riscos de uma ação mais agressiva e não coordenada, valorizando crescentemente as especificidades políticas e estruturais de cada país. Em suma, a ênfase se desloca de generalizações simplistas e sem fundamentação empírica relevante como no passado, para as peculiaridades estruturais e especificidades institucionais de cada país.<sup>23</sup>

## **2. Retrospecto da regulamentação cambial brasileira**

Por surpreendente que pareça, é pequena a distância que separa o arcabouço legal básico a governar as operações de câmbio no Brasil em nossos dias do que foi estabelecido no início da década de 1930 quando o país oficialmente deixou o padrão ouro. Nesta ocasião, com a mudança no regime monetário, eram finalmente resolvidas várias décadas de controvérsias monetárias, em boa medida aparentadas das célebres controvérsias inglesas, com a adoção (tida como “temporária”) de um sistema monetário baseada na moeda fiduciária inconvertível (o “curso forçado”). O Decreto 23.501/33,

---

<sup>23</sup> De resto, uma postura bem alinhada com o chamado *mainstream* da profissão. Ver por exemplo, Johnston *et al.* (1997); Nsouli *et al.* (2002) e Karacadag *et al.*, (2003). Os dois últimos enfatizando os “riscos” e a importância do cumprimento de uma série de pré-condições e *check-lists* para a continuidade das reformas.

depois renovado praticamente sem alterações pelo Decreto Lei 857/69, ainda em pleno vigor, vedava a estipulação de pagamento em ouro ou moeda estrangeira para transações entre residentes<sup>24</sup>. Os dispositivos do Decreto Lei 857/69, interpretados hoje como normas que restringem o uso da indexação cambial (textualmente, “práticas que restrinjam ou recusem o curso da moeda nacional”), foram apenas reforçados pela legislação recente que apenas a permite em leis específicas.

Em 1931 foi concedido ao Banco do Brasil o “monopólio” das operações de câmbio (Decreto 20.451/31) e fixada a chamada “centralização cambial”. O Decreto 23.258/33, ainda em vigor nos dias de hoje, consolidou as medidas tomadas ao calor da crise deflagrada pelo “*crash* de 1929” e, na verdade, introduziu um novo paradigma ao definir em seu Artigo 1º como “*operação de câmbio ilegítima*” aquela feita fora do estabelecimento monopolista ou, como posteriormente estabelecido, fora de estabelecimento autorizado pelo detentor do monopólio, hoje o Banco Central do Brasil. E dentro do universo dos estabelecimentos autorizados a Autoridade Cambial teria o poder discricionário de designar que operações eram permitidas. Foi no Artigo 3 deste decreto que se estabeleceu que “são passíveis de penalidades *as sonegações de cobertura* (sic) nos valores de exportação bem como o aumento de preço de mercadorias importadas, para obtenção de coberturas indevidas”. Trata-se, na linguagem de hoje, de obrigar os exportadores a transformar em moeda nacional o produto de suas vendas no exterior - norma cuja possível revogação examinaremos em detalhe adiante na seção 3.3 - e de punir o sub (super) faturamento de exportações (importações).<sup>25</sup>

Desde então, as regras cambiais e as taxas de câmbio utilizadas para diferentes transações tornaram-se objeto de toda sorte de controles e intervenções<sup>26</sup>, oscilando entre o maior e menor rigor em razão da conjuntura. Parece prevalecer um princípio segundo o qual a Autoridade Cambial – sucessivamente o Banco do Brasil, a SUMOC

---

<sup>24</sup> Em razão disso, sintomaticamente, ficou “suspensa” a efetividade da chamada “cláusula-ouro”, (Parágrafo 1º. do Artigo 947 do Código Civil, na versão recém revogada), que permitia que partes privadas liquidassem dívidas com moedas estrangeiras. É curioso que esta “suspensão” só se tornou uma “revogação” mais de meio século depois, em 1995, com a Medida Provisória 1.053, de 30.06.95, conhecida como “MP da desindexação”, hoje Lei 10.192/01, a terceira das leis monetárias que criou o Real.

<sup>25</sup> A “sonegação de cobertura cambial” ou seja, as práticas de sub ou superfaturamento no comércio exterior passaram a ser objeto de multa (podendo chegar ao dobro do valor da operação), a qual, em nossos dias, é rotineiramente aplicada pelo Banco Central em processos administrativos, independente mas freqüentemente em atuação conjunta com as ações das autoridades tributárias.

<sup>26</sup> Para uma resenha veja-se Cavalcanti (1974), Malan *et al.*(1977, pp. 154-177) e Leonel (1955).

(Superintendência da Moeda e do Crédito, criada pelo Decreto Lei 7.293/45, e o CMN – ativamente exerce o poder discricionário de normatizar restritiva ou permissivamente as operações de câmbio conforme a conveniência do momento. Apenas a partir da década de 1990, experimentaríamos um movimento gradual e consistente de liberalização. O sentido das normas em vigor, em particular no tocante ao poder da autoridade em variar o rigor dos controles conforme a conjuntura, permaneceu inalterado durante boa parte do pós-guerra, apesar da profunda transformação liberalizante que se processou a nível mundial no bojo da reconstrução européia, que se concluiu com o retorno à convertibilidade das principais moedas do continente no fim da década de 1950.<sup>27</sup>

De fato, a consolidação das normas sobre capitais estrangeiros que é efetivada, depois de intensa e apaixonada discussão, com a Lei 4.131 de 1962, preservava o poder discricionário das autoridades para disparar, ou reverter, medidas restritivas, e tinha como maior virtude a definição e operacionalização do “*registro de capitais estrangeiros*”, ou seja, a definição de um “direito de retorno”<sup>28</sup> aos capitais que aqui entrassem sob a forma de moedas conversíveis<sup>29</sup>, direito este limitado ao capital que originalmente entrou mas também assegurado a juros e dividendos “razoáveis”. Leis posteriores, como a 4.390/65, atenuaram algumas das arestas mais proeminentes da Lei 4.131/62, que permaneceu basicamente intocada todo este tempo.<sup>30</sup> A despeito de dificuldades com a dívida externa, especialmente nos anos 1980, a sistemática cambial associada a investimentos diretos jamais sofreu interferência ou descontinuidade. Os dispositivos sobre movimentação cambial do capital estrangeiro permanecem em vigor e com quarenta anos de serviços prestados de forma ininterrupta sendo que não são poucos os que exaltam a “estabilidade

<sup>27</sup> Uma exceção é o Decreto Lei 9.025/46, base da liberalização cambial do imediato pós-guerra, e resposta brasileira aos dispositivos da Conferência de Bretton Woods, que estabeleceu de fato a liberdade cambial. É curioso que seu único dispositivo restritivo, o Artigo 10º trazendo a vedação à chamada “compensação privada de câmbio”, tenha sido o único a permanecer em vigor em nossos dias. Cf. Leonel (1955, pp. 32—33). O Decreto Lei 9.025/46, por outro lado, assinalou a introdução da sistemática de “registro” de capitais estrangeiros, mais tarde melhor elaborada na 4.131/62, ao “assegurar o direito de retorno do capital estrangeiro previamente registrado”. Ver Fonseca (1963, p. 69).

<sup>28</sup> Conforme ensina Andrade Jr (2001, p. 52), além de servir à finalidade de controle das movimentações cambiais do capital estrangeiro, “o registro tem também a finalidade de atribuir ao investidor estrangeiro o *direito o retorno* do capital investido e o direito às remessas de lucros e dividendos. Destarte, o registro de capitais estrangeiros assiste aos interesses tanto do governo do país recipiente dos capitais como dos detentores desses capitais”.

<sup>29</sup> Com a conhecida exceção dos investimentos diretos feitos sob a forma de mercadorias, portanto, sem “cobertura cambial” ou “dispêndio inicial de divisas”, e ainda permitidos.

<sup>30</sup> Para detalhes, sob o prisma econômico, ver Franco (1990), e sob o ângulo jurídico Andrade Jr. (2001).

das regras” cambiais no tocante ao investimento direto estrangeiro, como uma das explicações para o fato de o Brasil ter-se tornado uma das destinações mais atraentes para investimentos estrangeiros de risco. Ou seja, quando se trata de investimento direto, e à luz da experiência, é difícil argumentar que os controles cambiais em geral, e a Lei 4.131/62 em particular, fazem crescer de forma proibitiva e indevida o chamado “Risco-Brasil” e afastam esta classe de investidores estrangeiros.

É importante notar que a Lei 4.131/62 *não* é uma lei geral de controles cambiais, ou de regulação de *todos* os fluxos cambiais na conta de capitais, mas uma norma que alcança apenas o capital estrangeiro que ingressa no país para a aplicação em atividades produtivas, direta ou indiretamente através de empréstimos, tal como definido expressamente na própria Lei 4.131. O “registro” no FIRCE *não* é, portanto, uma obrigação imposta a *todas* as movimentações cambiais na conta de capitais, tampouco um direito ser reivindicado pelo titular de quaisquer entradas de divisas; é uma obrigação para algumas movimentações, as quais, a partir do registro, nos termos da Lei 4.131 passam a ter *direitos*, dentre os quais o de retornar à sua origem e enviar dividendos e juros independentemente de autorizações. Com efeito, foi à margem da Lei 4.131/62, e sem alterá-la significativamente, que a liberalização cambial dos anos 1990, cujo caráter transcende a noção de “capital estrangeiro” sujeito a registro ao amparo da Lei 4.131/62, foi sendo construída. Na verdade, o Decreto Lei 7.293/45, que criou e definiu as atribuições da SUMOC, já centralizava no Conselho da SUMOC, depois sucedido pelo CMN nos termos da Lei 4.595/65, as atribuições de “autorizar a compra e venda de ouro ou de cambiais” e de “orientar a política de câmbio” (Art. 3º. itens e e h). Posteriormente, a Lei 4.595/65, fixaria como competência *privativa*<sup>31</sup> do CMN, em seu Artigo 4º, “fixar diretrizes e normas da política cambial, inclusive compra e venda de ouro e quaisquer operações em moeda estrangeira” (V), “baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive *swaps*, fixando limites, taxas, prazos e outras condições” (XXXI) e também “outorgar ao Banco Central do Brasil o monopólio das operações de câmbio

---

<sup>31</sup> Conforma a redação original da Lei 4.595/65.

quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação” (XVIII)<sup>32</sup>.

Este processo de liberalização iniciou-se com uma “separação” dos mercados de câmbio, como tantas outras feitas no passado, através da qual deu-se a criação do chamado “dólar turismo” (Resolução CMN 1.552/88), e em seguida sua ampliação no que ficou conhecido como o “mercado de câmbio da taxas flutuantes” (MCTF) apartado do mercado principal, que ficou designado como o “mercado de câmbio de taxas livres” (MCTL) e conhecido como “o comercial”.<sup>33</sup> Mas foi apenas em 1992, a partir da Resolução CMN 1.946/92, da Circular 2.242/92 e Carta Circular 2.259/92, que foi modificada a sistemática de funcionamento das contas de não residentes, regidas pela Carta Circular n. 5/69, (conhecidas como contas CC5)<sup>34</sup> que a conversibilidade da conta de capitais veio a experimentar um avanço significativo. Com efeito, neste novo desenho, fixou-se o conceito de que os montantes em moeda nacional, uma vez depositados em contas de não residentes, onde o titular fosse instituição financeira, “deixavam o país”, daí a designação “Transferência Internacional de Reais” (TIR). De fato, abria-se um importante precedente, embora esses montantes fossem conversíveis apenas pelo MCTF, ou pelo “flutuante”, como era conhecido. Prevalencia claramente a noção de que se tratava de uma “excepcionalidade” já que se visualizava o “ágio” que existia no MCTF relativamente ao MCTL (em torno de 6% na época) como um “imposto” natural a ser pago por este capital que buscava sair do país. Acreditava-se, ademais, que o MCTF deveria ser preservado como uma “opção”(?! ) de política econômica, caso a situação cambial necessitasse medidas “extremas”, uma das quais seria a possibilidade de se

---

<sup>32</sup> Com efeito, a “centralização cambial” feita em 1983, por ocasião da crise do México, foi feita a partir da Resolução 851/83 sobre esta base legal.

<sup>33</sup> A possibilidade da Autoridade “separar os mercados de câmbio financeiro e comercial” existe na Lei 4.131/62 “sempre que a situação cambial assim o recomendar” (Art. 27) e na Lei 4.595/65 (Art. 11, III), neste caso na esfera de competência do Banco Central. Porém, para “separar” um mercado onde têm curso transações comerciais e financeiras, a competência é do CMN, na forma da Lei 4.595 (Art. 4º, V e XXXI).

<sup>34</sup> Dúvidas recentes sobre a base legal desses normativos nos parecem totalmente descabidas, à luz do que dispõe a Lei 4.595/65, que reserva ao CMN a competência para “fixar diretrizes e normas de política cambial (Art. 4º, V) e “normas que regulem as operações de câmbio” (Art. 4º, XXXI). A Lei 4.131/62, tenha-se claro, dispõe sobre capital estrangeiro, ou seja apenas para um subconjunto de movimentações cambiais oriundas destes capitais.

“soltar” o MCTF e se implantar um sistema “dual” com a totalidade das transações da conta de capitais tendo curso no MCTF e sob taxas efetivamente flutuantes.<sup>35</sup>

Ao longo da década de 1990 avançou-se ainda mais no sentido de se permitir maior conversibilidade da conta de capitais, através das contas de não residentes emulando-se, assim, em boa medida, a experiência europeia com os “euro-dólares”. Com efeito, progrediu-se bastante, em se permitir genericamente o que não era permitido ao capital estrangeiro nos termos da Lei 4.131/62, ou seja, remeter recursos sem que tivesse havido, originalmente, o correspondente ingresso. Esta nova abordagem, em que se permitia conversibilidade de recursos de brasileiros, independente de ingresso prévio ou registro, seria posteriormente consolidada pela Circular 2.677/96, que aperfeiçoa diversos mecanismos de acompanhamento e controle das movimentações cambiais de não residentes, revogando, inclusive, a própria Carta Circular n. 5/69 e também as circulares de 1992.

Com a mudança do regime (de intervenção) cambial em 1999 e a unificação dos dois mercados cambiais existentes, “flutuante” (MCTF) e “comercial” (MCTL)<sup>36</sup>, deu-se mais um passo importante na direção da conversibilidade, que foi a inacreditavelmente discreta adesão do Brasil à disciplina do Artigo VIII dos estatutos do FMI. Como se sabe, o Brasil, como membro fundador do FMI, desde 1946 que se recusava a aceitar os compromissos do Artigo VIII, que veda genericamente as restrições aos *pagamentos* feitos em transações em conta corrente. Trata-se aí de impedimentos de natureza cambial ao comércio de bens e serviços como, por exemplo, a prática de taxas de câmbio múltiplas, depósitos prévios, ou compulsórios, e impostos específicos sobre as operações cambiais referentes a importações, gastos de viajantes, dividendos, fretes e outras importações de serviços, os chamados “invisíveis”<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> É curioso observar que a percepção da “dualidade cambial” na burocracia era a de que, num momento de *stress* o câmbio poderia flutuar, mas no MCTF, ou seja “prejudicando” as remessas na conta de capitais e transferências, e sem contaminar o “comercial”.

<sup>36</sup> Como a “unificação”, na prática, consistiu em permitir a “comunicação” da “posição de câmbio” nos dois mercados, o resultado foi a unificação das taxas mas sem que tivesse havido uma homogeneização normativa, de modo que muitas transações de um mesmo tipo tem tratamentos diferentes conforme tenham curso no MCTF ou no MCTL ainda que com as mesmas taxas !

<sup>37</sup> No tocante às importações, por exemplo, não há aí nenhuma superposição com a disciplina das tarifas admitidas e reguladas pela OMC, mas de restrições *aos pagamentos* das importações. O Artigo VIII também veda os acordos de pagamentos envolvendo “moeda de convênio”, como os antigos acordos de compensação que tivemos com os países do Leste Europeu, todos extintos. Hoje, o Brasil tem apenas os

É interessante notar que, como se sabe, os estatutos do FMI aceitam (no Artigo XIV) que um país não adote inteiramente as regras do Artigo VIII no momento de sua entrada no organismo, podendo assim manter restrições vedadas pelo Artigo VIII desde que pré-existentes e apenas temporariamente, enquanto perdurarem as dificuldades de balanço de pagamentos que, presumivelmente, teriam dado origem a essas medidas. Pois bem, o Brasil esteve no Artigo XIV desde 1946, quando entramos no FMI, e tivemos dificuldades “temporárias” de balanço de pagamentos que duraram meio século, terminando (!?) em 1999.<sup>38</sup> Para um país que vem perseguindo, desde a estabilização<sup>39</sup>, o objetivo de se tornar *investment graded* seria complexo permanecer na disciplina do Artigo XIV.

Com efeito, o Memorando de Política Econômica, de 08.03.1999, a primeira revisão do acordo com o Fundo, assumiu o compromisso de “no futuro próximo” aceitar a disciplina do Artigo VIII. Logo a seguir, iniciaram-se esforços no Banco Central para identificar que entraves ainda permaneciam para considerar aceitas as disposições do Artigo VIII. Em outubro, uma missão do Fundo, após análise de extensa documentação previamente enviada àquela instituição, identificou apenas duas restrições que precisariam ser removidas para cumprimento do disposto no Artigo VIII, relativas ao nível do IOF para compras com cartão de crédito no exterior e a contratação prévia de câmbio para pagamento das importações. Em fins de outubro o BC atende as exigências do Fundo e finalmente, em 11.11.99, o Ministro da Fazenda enviou carta ao Diretor-Gerente do Fundo informando que o Brasil, a partir de 30.11.99, decidia aceitar plenamente as obrigações do Artigo VIII, seções 2, 3 e 4. Efetivava-se assim, definitivamente, a plena conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos.<sup>40</sup>

---

Convênios de Créditos Recíprocos (CCRs), no âmbito da ALADI, que são liquidados periodicamente em moeda conversível e o FMI entende que são plenamente compatíveis com o Artigo VIII.

<sup>38</sup> Dos países membros do FMI, em fins de 2000, 152 já haviam adotado o Artigo VIII, enquanto 33 ainda estavam sob o Artigo XIV. Ver *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2000, p. 982).

<sup>39</sup> Quando o Banco Central do Brasil firmou contrato com a Moody's e a Standard & Poors para a classificação de risco dos títulos da dívida externa do Tesouro Nacional.

<sup>40</sup> O Fundo cobrava a redução do IOF de 2,5% para não mais do que 2%, nas operações de câmbio para pagamento de despesas com cartão de crédito no exterior, e a eliminação da exigência de contratação prévia de câmbio em pagamento de importações. Em resposta, em 28.10.99, mas com vigência apenas a partir do dia 30.10.99, a exigência de contratação prévia de câmbio para importações foi revogada (Circular 2.948). Da mesma forma, a alíquota de IOF para compras com cartão de crédito no exterior seria reduzida para não mais do que 2%, a partir de 01.02.2000, medida que se consumou com a edição da Portaria do MF no. 458,

Por fim, resta mencionar que se é impressionante o que foi feito em matéria de liberalização a partir da legislação cambial em vigor, é igualmente notável o que esta legislação *ainda permite* que seja feito, particularmente quando se trata de restringir e controlar fluxos cambiais, através de simples decisões administrativas. Os exemplos de medidas restritivas drásticas possíveis de serem tomadas num momento de “urgência cambial” são assustadores, e não serão aqui elencados; o leitor interessado não terá dificuldade em encontrá-los bastando percorrer a Lei 4.131/62. Num país onde existe o instituto da Medida Provisória com força de lei para casos de “urgência e relevância” é ocioso preservar na legislação em vigor dispositivos que permitem que autoridades administrativas detenham o poder discricionário para “grandes decisões” como, por exemplo, a centralização cambial (Art. 28, Lei 4.131/62). Embora a magnitude da discricionariade que é conferida ao Poder Executivo, e especialmente ao Banco Central, seja parte integrante da análise de risco dos investidores externos, e, portanto do chamado “risco-país”, é preciso ter clareza que sua importância é marginal diante dos elementos econômicos que, ocasionalmente, determinam medidas cambiais “extremas”.<sup>41</sup> Justo seria observar que, no tocante a “grandes decisões”, a insegurança regulatória proporcionada pelo poder discricionário das Autoridades Cambiais é de importância muito menor que no tocante a operações cambiais específicas, ou “pequenas decisões”, sobre as quais as Autoridades podem, ainda que informalmente, “vetar” ou “reconfigurar” determinadas movimentações. Resta para ser demonstrado, especialmente à luz do *track record* do Banco Central do Brasil, que este poder para tomar “pequenas decisões” é significativamente deletério sobre o “risco-país”<sup>42</sup>, tema de que voltaremos a tratar mais adiante neste trabalho

---

de 09.12.99. Todas informações gentilmente fornecidas pelo Dr. José Linaldo Gomes de Aguiar, Chefe do Departamento de Relações Internacionais (DERIN) do Banco Central do Brasil.

<sup>41</sup> Inclusive, por que essas “grandes decisões” são sempre “decisões de governo” e jamais tomadas por autoridades administrativas isoladamente.

<sup>42</sup> Como sugerido por Arida (2003, pp. 153-154).

### 3. A conversibilidade seletiva ou “dual”

#### 3.1. Liberalização cambial: novos e velhos controles cambiais:

Conforme já observado na seção anterior, a adesão surpreendentemente silenciosa do Brasil à disciplina do Artigo VIII, estabelecendo a conversibilidade em transações da conta corrente, deixou claro que a fronteira para as tendências liberalizantes na regulamentação cambial reside na conta de capitais. O tema é polêmico, já vem sendo discutido faz algum tempo e alcançou maior proeminência em 1997, no encontro anual de acionistas do FMI em Hong Kong, tendo em vista que o Comitê Interino chegou a aprovar, na reunião de primavera, que fossem incluídos nos *Articles of Agreement* do FMI dispositivos conducentes à liberalização da conta de capitais de países membros<sup>43</sup>. Todavia, o momento, e tampouco o lugar, eram propícios. A crise da Ásia fez muitos de seus principais protagonistas reverem sua simpatia para com a proposta original, sendo que alguns dos quais, como a Malásia do Primeiro Ministro Mohamed Mahathir, retroagiu a controles cambiais ao estilo latino americano dos anos 1960. A alteração proposta não prosperou e, na verdade, a turbulência que começava justamente aí, teria desdobramentos que mudariam bastante os termos de referência da discussão deste assunto nos anos que se seguiram, conforme já observado na Seção 1.

Seguiram-se crises na Rússia, Brasil, Argentina, Turquia, com programas patrocinados pelo FMI em toda parte, e uma torrente de *summits*, começando pelas reuniões do G-22, depois reduzido a G-20, tratando de temas de governança global, administração de crises e padrões para supervisão bancária, transparência estatística, entre outros temas. Foi importante a entrada de diversos países emergentes, o Brasil inclusive, para o quadro de sócios do BIS em 1997 (1996?) e o impulso que isto representou para a rápida e sólida disseminação dos 25 princípios da Basiléia, rapidamente incorporados em diversas legislações nacionais, no Brasil inclusive. Some-se a isso os sustos provocados pelas crises bancárias asiáticas, no Japão inclusive e

---

<sup>43</sup> Veja-se Fischer (1997). Imaginando-se que, para a conta de capitais, se construíssem “analogias” ao Artigo VIII e ao Artigo XIV, garantindo um longo período de *phasing in* para países que se atrasassem nos pré-requisitos estruturais para a abertura bem sucedida da conta de capitais, como fortes “fundamentos” macroeconômicos, reformas no sistema financeiro, etc.

especialmente, a falência e salvamento do LTCM, bem como o colapso das chamadas “ponto-com” e seus efeitos sobre o mercado de ações e o que se é uma moldura institucional, inteiramente nova para a discussão da desregulamentação e controles a serem mantidos ou não sobre a conta de capitais, mundo afora. Esta moldura torna-se ainda mais complexa, com as gigantescas fraudes contábeis recentes nos EUA, como as praticadas pela Enron, entre outras empresas.

Do lado das legislações e reguladores nacionais, ou seja, autoridades monetárias, cambiais, tributárias, contábeis e de mercados de capitais, crescem sobremodo os rigores e o escrutínio sobre movimentações “fora do balanço” (*off balance sheet*) e movimentações internacionais, em particular para os chamados “paraísos fiscais”, muitos dos quais empreendendo novas diretrizes relativas à identificação e supervisão bancária, impensáveis anos antes. Mas também crescem dentro das instituições financeiras e em grandes empresas as instâncias de controles internos (*compliance*), focadas em riscos - de crédito, de mercado, de liquidação (*settlement*), de moedas, etc. - e sobretudo em “lavagem de dinheiro”, introduzindo padrões bastante estritos para o “conheça seu cliente” e, em decorrência disso, a origem dos recursos sendo movimentados. Desta forma, reguladores e regulados passaram a introduzir padrões novos e bem mais estritos para movimentações internacionais de recursos em toda parte, trazendo, evidentemente, sérias implicações para o funcionamento do mercado de câmbio em alguns países, setores e operações específicas.

Não deixa de ser um paradoxo que se verifique em toda parte um florescimento de uma nova variedade de “controles cambiais”, ou de procedimentos de efeitos semelhantes, numa quadra de absoluto predomínio doutrinário dos regimes de flutuação no âmbito dos quais se procura a formação em mercado da taxa de câmbio com o maior grau possível de “pureza”. É verdade que esta nova modalidade de “controles” nada tem que ver com as motivações que no passado animaram as autoridades cambiais brasileiras, a saber, a “defesa” do balanço de pagamentos, das “divisas estratégicas e escassas” e das reservas internacionais. Mas o fato é que os efeitos podem ser semelhantes, e muito mais importantes em países emergentes, onde as exigências de “controles internos” referentes à transparência, solidez contábil e tributária do cliente, bem como a perfeita identificação

deste e da origem de seus recursos, termina restringindo a participação de muitas empresas e pessoas físicas nos mercados de câmbio.

Os “controles cambiais” tradicionais, vale dizer, aqueles empregados no Brasil e em muitos países em desenvolvimento durante muito tempo com vistas à “defesa” do balanço de pagamentos, ainda que consentâneos ao mundo de Bretton Woods e perfeitamente aceitos nesta época, e a despeito da experiência da Malásia, vêm sendo tratados, em nossos dias, com o mais absoluto e merecido desdém pelo mundo acadêmico. Muito tem sido discutido sobre regimes cambiais e sua caracterização, em particular num contexto teórico em que se questiona a validade de regimes que não sejam “polares” (flutuação completa ou integração monetária); mas raramente fatores regulatórios – “arranjos cambiais” (*exchange arrangements* na linguagem do FMI) - são considerados na definição do regime. Trata-se quase que exclusivamente de definir o regime através das regras de intervenção do respectivo banco central no mercado de câmbio, explícitas ou ocultas.<sup>44</sup>

O desdém que a profissão reserva à regulação cambial “antiga” nada tem de accidental; reflete postura proverbial de economistas (e que não se pretende de modo alguma atacar) diante de interferências administrativas na operação da lei da oferta e da procura, sempre fadadas ao fracasso na exata medida em que procuram desafiar os veredictos que o mercado produziria em seu funcionamento regular. No domínio específico da discussão sobre controles cambiais, com efeito, é de se destacar que a extensa literatura empírica em torno de “mercados negros” em muitas partes do mundo tende a adotar a posição de que o “ágio” é uma espécie de “vingança do mercado”, ou a medida da distorção ou de artificialismo no mercado dito “oficial”, assim capturando o *shadow price* da divisa. O “ágio” funcionaria de sorte a introduzir “impostos” ou “subsídios” a determinadas classes de operações, essencialmente criando uma situação de

---

<sup>44</sup> Veja-se, por exemplo, Williamson (2000), Eichengreen & Fischer (2001) e Bubula & Ötoker-Robe (2002). O fenômeno conhecido como *fear of floating* – identificado por Calvo & Reinhart (2000) – é geralmente associado a formas invisíveis de intervenção no mercado de câmbio, mas não se deve descartar a influência de restrições regulatórias.

*second best* relativamente ao estado de coisas que prevaleceria num mercado de câmbio unificado com uma cotação única formada livremente pelo mercado<sup>45</sup>.

Com este mesmo espírito existe uma outra vertente de literatura acadêmica, já não tão recente, voltada à demonstração empírica de que controles de capitais são ineficazes e produzem distorções microeconômicas na alocação de recursos, havendo considerável debate sobre a experiência chilena<sup>46</sup> e também sobre a experiência, mais curta, do Brasil<sup>47</sup>, com resultados que estão longe de pacificar a questão. Na verdade, esta literatura, ao menos no que toca à questão de controles a movimentações de curto prazo *especialmente na entrada*, não alcançou o mesmo grau de consenso que existe sobre os controles cambiais à moda antiga ainda que, mais recentemente, a polêmica experiência da Malásia tenha reacendido o interesse por esta questão. Ou seja, embora um veredicto negativo para os controles cambiais tradicionais, focados nas saídas de capitais, seja razoavelmente consensual – não obstante a controvérsia sobre a recuperação da Malásia - o mesmo não ocorre necessariamente com controles às entradas, especialmente em momentos de extrema abundância destas, num contexto de esforços que são empreendidos para se evitar uma apreciação cambial excessiva<sup>48</sup>. Neste sentido, as medidas tomadas por Chile, Brasil e Colômbia, e também por alguns países asiáticos nos anos de grandes entradas de capitais foram muito diferentes, em espírito, daquelas destinadas à “defesa” do balanço de pagamentos, cujo foco era a repressão à saída. Frequentemente, as restrições às entradas de capitais de curto prazo vinham acompanhadas de remoção de proibições de saída, como por exemplo, a permissão para investimentos no exterior de reservas técnicas de fundos de pensão e seguradoras<sup>49</sup>. E

---

<sup>45</sup> Veja-se Lizondo (1990) por exemplo. A lógica é a mesma que se observa no plano da política comercial com restrições quantitativas, tarifas e subsídios, como nos estudos clássicos da série editada por Bhagwati & Krueger sobre regimes comerciais em países em desenvolvimento. Veja-se em especial Bhagwati (1978)

<sup>46</sup> Veja-se por exemplo Nadal-De-Simone & Sorsa (1999), Lee (1996) e Edwards (1999).

<sup>47</sup> Veja-se, por exemplo, Garcia & Barcinski (1996), e Franco (2000, pp.43-47).

<sup>48</sup> Ver Reinhart & Smith (1998). No Brasil, em diversas ocasiões, o Banco Central trabalhou com prazos mínimos – que chegaram a atingir dois anos - para concessão de “Autorizações Prévias” para “Registro” de empréstimos externos e também com um imposto (IOF) incidindo sobre as operações de câmbio de entrada dos recursos, cuja alíquota chegou a atingir 7%.

<sup>49</sup> No Chile e Argentina essas autorizações foram amplas e largamente utilizadas pelos fundos de pensão locais. O Brasil foi bem mais conversador neste domínio: o CMN criou a figura do FIEEX – Fundo de Investimentos no Exterior, Resolução CMN 2.111/94, que estabelecia veículo genérico (fundo mútuo) para residentes adquirirem títulos da dívida externa sem o cancelamento do registro e com a facilidade de investir em qualquer agência bancária. Houve resistência em usar o instrumento por parte dos fundos de

assim, em se tratando de medidas que respondiam a *capital surges* o próprio FMI aceitou-as com bastante naturalidade<sup>50</sup>.

Todavia, diante das novas realidades no plano regulatório e no terreno dos “controles internos”, apenas fortalecidas no mundo “pós Enron”, há que se constatar que aumentou de forma bastante relevante a importância de limites de natureza regulatória no funcionamento do mercado de câmbio, tanto no Brasil como em países de moeda conversível. Pelo menos a julgar pelo recrudescimento dos debates no Brasil sobre a necessidade de avançar com a liberalização da conta de capitais, implicitamente se assume que restrições regulatórias têm papel relevante na formação da taxa de câmbio.

A hipótese de trabalho aqui adotada é a de que, em razão de padrões muito mais estritos de “controles internos”, tornou-se praticamente inviável que grandes empresas brasileiras, financeiras ou não, reguladas ou não, possam conduzir uma parcela relevante de suas operações através de alguma forma de contabilidade “paralela” ou “informal”, comumente designado como “caixa dois”, e em consequência, possam levar alguma parte relevante de suas movimentações cambiais para “mercados paralelos”. As implicações contábeis, tributárias e cambiais da “informalidade”, que caracterizava parte relevante das operações de diversas empresas no passado, simplesmente se tornaram excessivamente arriscadas e, portanto, inaceitáveis para quaisquer empresas de algum porte. A associação entre tamanho e “informalidade” se tornou negativa e significativa, ao menos numa avaliação impressionista que estaria, evidentemente, a merecer um teste empírico mais rigoroso.

De um modo ou de outro, é lícito admitir que o brutal encolhimento do *black* no Brasil está associado, em boa medida, a estes fatores; resulta não apenas da desregulamentação que ocorre a partir do início dos anos 1990, que trouxe para os mercados oficiais praticamente tudo o que ali poderia ser feito pelas empresas de porte, mas, sobretudo, mais recentemente, da elevação dos padrões de “controles internos” nos bancos e nas grandes empresas que outrora mantiveram em algum grau “contabilidades informais” e foram participantes relevantes, direta ou indiretamente, de “mercados paralelos”. O *black* no Brasil adquire, assim, feição semelhante ao que tem, por exemplo,

---

pensão em vista de supostas implicações no campo da discussão sobre a imunidade tributária destas instituições, e assim o produto demorou a adquirir volume, mesmo depois que este tema foi resolvido.

em muitos países desenvolvidos, onde as transações não têm como motivação o propósito de contornar restrições cambiais, mas de oferecer liquidez a recursos de origem ilegal.<sup>51</sup>

Assim sendo, num contexto onde o uso de “mercados paralelos” se torna praticamente vedado, a regulamentação nos mercados oficiais cresce de importância, pois *dela não se consegue mais escapar*. Cresce neste contexto a importância da regulação, ou de uma nova geração de controles, mas, desta vez, com um espírito essencialmente diferente dos controles do passado, embora executada pelos mesmos órgãos, por vezes pelas mesmas pessoas e com algumas distorções decorrentes de hábitos arraigados do passado.<sup>52</sup>

Neste contexto, em que se torna inevitável algum nível de regulamentação restritiva de inspiração notadamente tributária, há que se questionar, no terreno estritamente econômico, em que medida tais intervenções produzem algum desvio no que seria o “equilíbrio” do mercado cambial. Serão essas movimentações “reprimidas”, estas “restrições” à conversibilidade, grandes o suficiente para afetar significativamente a formação da taxa de câmbio, como sugere Arida (2003, p. 152)? Seriam predominantemente movimentos de entrada ou de saída? Teriam produzido, caso estivessem livres, mais ou menos volatilidade cambial do que observamos? E, além do mais, a conveniência econômica da maior liberdade poderia se sobrepor à disciplina tributária e aos dispositivos relativos à “lavagem de dinheiro” ?

É difícil responder a essas perguntas, exceto pela última, para a qual a resposta negativa é questão de princípio. Para as outras, as respostas devem levar em conta o fato de que o “ágio” entre o “paralelo” e o “oficial” se tornou insignificante a partir de meados dos anos 1990, salvo por situações localizadas, o que faz crer que o grau de “distorção regulatória” é bem menor do que em passado recente. E, com efeito, o virtual

---

<sup>50</sup> Veja-se International Monetary Fund (1999, pp. 18-19).

<sup>51</sup> Para um *survey* sobre o funcionamento de “mercados paralelos” mundo afora, inclusive nos países desenvolvidos, veja-se Galbis (1996).

<sup>52</sup> Entre “usuários” e operadores parece fora de dúvida que a atuação do Banco Central, em conjunto com a Secretaria da Receita Federal e a COAF (Conselho de Controle de Atividades Financeiras) no monitoramento das operações via CC5, (des) constituição de disponibilidades no exterior, bem como quaisquer outras entradas ou saídas por canais mais convencionais, e até mesmo operações imobiliárias, tem sido muito relevante para coibir movimentações, notadamente de entrada, que certamente provocariam perguntas difíceis por parte das autoridades.

desaparecimento do “ágio” é da maior importância para desencorajar a migração de transações cambiais para a informalidade.

Para respostas mais completas para as demais perguntas faltam elementos empíricos importantes. O tamanho preciso da riqueza de residentes estacionada no exterior, com ou sem origem tributária e cambial, não é conhecido com precisão.<sup>53</sup> Segundo o *survey* conduzido pelo Banco Central, de preenchimento obrigatório para pessoas físicas e jurídicas, sobre a presença de capitais brasileiros no exterior, em 2001 e 2002 os investimentos brasileiros no exterior eram, nesses anos, de US\$ 69,6 e US\$ 74,2 bilhões, para 11.659 e 10.030 declarantes, respectivamente. Cerca de 75% correspondia a investimentos diretos, 90% dos quais em serviços financeiros, provavelmente empresas administradoras de recursos, e cerca de 70% localizadas em “paraísos fiscais”. O Banco Central tem notificado a autores de remessas de vulto, especialmente através de contas CC5 e que não declararam a posse de ativos no exterior, o que faz crer que os valores no exterior pertencentes a residentes podem ser ainda maiores. Estimativas da ordem de US\$ 80 a 100 bilhões são freqüentes em debates recentes sobre formas possíveis de “anistia tributária” a fim de permitir ou incentivar o retorno desses recursos.<sup>54</sup>

É interessante observar que a experiência de outros países com a liberalização da conta de capitais, bem como a de exportação da riqueza financeira em processos de dolarização na América Latina, faz crer que o residente que dispõe de recursos no exterior reluta em abrir mão da condição de “não residente” quando se trata de reinvestir em ativos em seu país de origem. Muito provavelmente, é exatamente isto o que se faz a partir da grande maioria desses investimentos diretos brasileiros no exterior. Aberta a sua composição, não seria surpresa se parte muito significativa da dívida externa, pública e privada, e de ações de empresas brasileiras, estivessem em mãos desses investidores. Tendo em vista a “titularidade” a conclusão é que a dívida externa é, na verdade, muito menor, pois está, em boa medida, nas mãos de residentes, o que, sem dúvida, traria

---

<sup>53</sup> Um método simples de estimar o total das “fugas de capital” tem sido a acumulação dos saldos da rubrica “erros e omissões” do balanço de pagamentos ao longo do tempo, o que nos mostra algo como US\$ 12 bilhões acumulando de 1970 a 2002, o que parece muito pouco em si, capturando provavelmente apenas uma porção das fugas de capitais caracteristicamente não declaradas.

<sup>54</sup> Para uma discussão informada do assunto veja-se Merval Pereira “Reforço de caixa” em *O Globo*, 10.10.2003.

implicações favoráveis, por exemplo, para o *rating* da República.<sup>55</sup> Com efeito, as implicações tributárias e cambiais desse estado de coisas, a se confirmar a especulação feita acima, são muito sensíveis, e para se avançar no terreno da conversibilidade da conta de capitais esses temas não podem ser simplesmente ignorados pelas autoridades brasileiras.

### 3.2. A CC5 e a conversibilidade “dual”:

A evolução da liberalização cambial no Brasil tem sido bastante gradual, como demonstra a narrativa da Seção 2, sendo que, no capítulo específico da conta de capitais, é na disciplina das contas de não residentes (as CC5) que se consagra, na regulamentação cambial, um “divisor de águas” em relação ao tratamento prévio das saídas de capital. Vale dizer, é a partir daí que se faz refletir na legislação vigente a redução das preocupações de natureza estritamente cambial e o aumento da importância de considerações tributárias, ou da perfeita identificação, isto significando a capacidade do cidadão remetente provar, quando solicitado, a origem lícita dos recursos, a regularidade de sua situação com o Fisco, e a capacidade econômica para a remessa.

Não deve haver dúvida que esta nova arquitetura das CC5, estabelecida em 1992, a partir da Resolução CMN 1.946/92 e das normas que a regulamentaram, representava, como já assinalado, uma reinvenção das CC5 “originais”, e uma importantíssima evolução no regime cambial brasileiro. Pela primeira vez era estabelecido um paradigma de conversibilidade em um terreno onde, desde os anos 1930, vigoravam controles *ex ante* de modo geral, e para o capital estrangeiro em particular. Para este, conforme a sua regulamentação específica fixada pela Lei 4.131/62, a autorização para remeter (repatriar), ressalvados juros e dividendos, está limitada à receita cambial prévia, sendo esta a forma de funcionamento do “registro” previsto na lei. Ou seja, *para o capital estrangeiro*, nunca poderia haver uma remessa que não fosse correspondente a ingressos prévios, excetuando-se lucros, juros e royalties que, na lógica da Lei 4.131/62

---

<sup>55</sup> Reconhecê-lo, todavia, seria delicado, além de trazer implicações objetivas nos termos do Parágrafo único do Artigo 52º do Decreto 55.762/65 (que regulamenta a Lei 4.131/62) segundo o qual deve ser cancelado o registro, e portanto a permissão para a remessa de divisas para titulares de obrigações externas que são residentes no país.

“recompensavam a permanência” do capital estrangeiro no país. Para os *outros* capitais, inclusive os de propriedade de brasileiros, as normas definidoras da conversibilidade estiveram sujeitas, sucessivamente, às decisões do Banco do Brasil, Conselho da SUMOC e CMN (neste caso a partir da Lei 4.595/65, como já observado), normas essas, em geral, restritivas, mas ocasionalmente sujeitas a liberalizações, que apenas avançariam de forma mais pronunciada nos anos 1990.

Além das CC5, com a configuração posterior a 1992, outra exceção à noção de que a poupança nacional deveria ser contida nas fronteiras do país foram<sup>56</sup> os FIEIX (Fundos de Investimento no Exterior), criados pela Resolução CMN 2.111/94, e hoje regulados pela Circular 2.863/99 que estabelece que 80% dos ativos desses fundos sejam compostos de títulos da dívida pública externa. Existem dezenas desses fundos, que são corriqueiramente oferecidos ao público de varejo na rede bancária como produtos “prateleira”. Conforme dados da ANBID, na posição de setembro, o patrimônio total desses fundos atingia o modesto valor de R\$ 558 milhões, ou seja, um montante praticamente inexpressivo diante do estoque de títulos da dívida pública externa em circulação. É curioso que este produto não tenha sido bem sucedido junto ao investidor brasileiro, de varejo e institucional.

Mas voltando às CC5, é de se notar que, nesta nova encarnação, as CC5 serviram de plataforma genérica para a introdução *de facto* da conversibilidade, pois, em princípio, quaisquer remessas estão autorizadas, independentemente da entrada de divisas em momento anterior, como para os capitais registrados à moda da Lei 4.131/62, ou autorização prévia, como em alguns outros casos, desde que haja identificação perfeita do remetente e do beneficiário, e que a ponta brasileira esteja “quites” com o Fisco. A “plataforma” era genérica e não discriminava a natureza da remessa senão em grandes grupos (investimento direto, capitais de curto prazo, disponibilidades, etc.) ou seja, servia para a conta de capitais como também para transferências e pagamentos de serviços e mesmo de mercadorias.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Rigorosamente, outros caminhos estavam disponíveis através do MCTF, à margem do “registro” no FIRCE, sempre livres para pequenos valores e sujeitos a autorizações para movimentações maiores.

<sup>57</sup> É claro que podia haver “superposição”, ou “duplicidade” de regras em certos casos, o que, em si, nada tem de ilegal, permanecendo sempre o usuário”, em tese, com a escolha sobre qual regime adotar, quando executar operação que pode ser feita em diferentes modalidades. Como, por exemplo, nas escolhas dadas ao contribuinte para optar pelo “lucro real” ou “presumido” na pessoa jurídica, ou de formulários (completo

Essa disciplina foi apenas reforçada ou esclarecida, pela publicação do que ficou conhecido como a “Cartilha” em 1993, que embora não tivesse sentido normativo serviu para melhor explicar e divulgar a evolução de paradigma que vinha se desenhando. Dizia a Cartilha:

*“A rigor, não há nada de errado em o cidadão comum, contribuinte em dia e cumpridor de seus deveres, dispor de suas poupanças como bem quiser, aí compreendendo, inclusive, remessas para o exterior. O verdadeiro problema não é cambial, mas fiscal”.*<sup>58</sup>

Mais adiante, como salientamos na Seção 2, com a Circular 2.677/96 a própria Carta Circular 5/69, e também as circulares de 1992, foram revogadas, em benefício de uma disciplina mais explícita no sentido de asseverar a liberdade de movimentação através das contas de não residente onde o titular fosse um banco; não obstante, foram grandemente reforçados os elementos de identificação, visibilidade e monitoramento dessas transações. Todas as contas de não residentes passaram a ter registro centralizado no Banco Central, suas movimentações visíveis no SISBACEN, o que terminou revelando que muitos não residentes pareciam ter contas no Brasil, como se residentes fossem, disso se utilizando para repatriar reais gastos no exterior notadamente em cidades fronteiriças, onde, em geral, a conversibilidade encontrava seu *habitat* natural. Esta foi, precisamente, a situação que se configurou na região da chamada “Tríplice Fronteira”, onde era flagrante a necessidade de criar canais para a repatriação de Reais gastos por cidadãos brasileiros em Ciudad Del Este (Paraguai) e Porto Iguazu (Argentina). A possibilidade de repatriação dos Reais era a base da “conversibilidade” de que desfrutava o Real nesses países vizinhos, permitindo ao turista, brasileiro ou não, a facilidade de comprar e vender Reais, como ocorre com qualquer moeda conversível. Assim, Autorizações Especiais alterando a Circular 2.677/96 foram concedidas pela Diretoria do BC com este propósito, logo após a entrada em vigor da Circular, criando-se um sistema semelhante ao que existe, por exemplo, em cidades européias cortadas por fronteiras nacionais, que fornecia comodidade ao turismo e ao pequeno comércio em fronteiras e em cidades estrangeiras com grande afluência de brasileiros.

---

ou resumido) na pessoa física. A dificuldade é sujeitar-se ao poder discricionário da Autoridade, que pode adotar entendimento diferente do usuário quanto às opções efetivamente disponíveis. Ver adiante, a este respeito as agudas observações de Antonio Mendes *cf.* nota 61.

<sup>58</sup> Documento do BC intitulado “O Regime cambial brasileiro: evolução recente e perspectivas”,

As autorizações terminaram revogadas no fim de 1999 não propriamente em razão de recuo das autoridades brasileiras no domínio da liberalização cambial, e a despeito das polêmicas em torno da medida<sup>59</sup>, mas pelo fato de que a mudança de regime cambial no Brasil, e turbulências associadas a esta mudança, combinadas com as tensões na Argentina, tornaram a plataforma desnecessária para atender o problema da região e diminuíram o ímpeto liberalizante das autoridades, como é normal de se esperar num momento de crise. Inevitavelmente, todavia, para avançar no terreno da conversibilidade as autoridades brasileiras terão de recriar canais para repatriação de moeda nacional em espécie, com os cuidados devidos.<sup>60</sup>

O fato é que com o aumento da eficácia do monitoramento do BC sobre os fluxos de entrada e saída pelas contas de não residente, e com a entrada em vigor da Lei 9.613/98 definindo como crime “ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de crime” (Lavagem), criou-se um sistema “dual” mas em um sentido absolutamente novo: de um lado, conversibilidade absoluta, em tese, pela via da Circular 2.677/96, e de outro, a pessoa física ou jurídica movimentando recursos estava obrigada a responder a perguntas constrangedoras que fatalmente lhe seriam formuladas a partir de movimentações expressivas, o que nem sempre era feito com discrição e delicadeza. A conversibilidade se tornou “dual”, plena para alguns usuários, inalcançável ou simplesmente inconveniente para outros.

Com efeito, como observa Pérsio Arida (2003, p. 154), “o mecanismo convoluto de transferência internacional de reais hoje vigente, embora preferível à vedação que o antecedeu, cria todo tipo de mal entendido, fazendo com que atos corriqueiros de investimento de recursos já devidamente tributados no Brasil sejam freqüentemente

---

<sup>59</sup> As Autorizações Especiais foram muito discutidas pela Comissão Parlamentar de Inquérito Mista, formada para investigar irregularidades cambiais associadas ao Banestado, um dos cinco bancos que receberam autorizações para acolher depósitos em espécie em contas de não residentes em moeda nacional. Para detalhes a documentação e atividades da CPI podem ser encontradas no *site* do Senado Federal ([www.senado.gov.br](http://www.senado.gov.br)). O depoimento de um dos autores, com amplas explicações sobre aspectos regulatórios do regime cambial brasileiro, com ênfase no funcionamento das contas CC5 e das Autorizações Especiais, pode ser encontrado em [www.users.rdc.puc-rio.br/gfranco/cpiBanestado.htm](http://www.users.rdc.puc-rio.br/gfranco/cpiBanestado.htm)

<sup>60</sup> Estes, todavia, carecem de regulamentação, pois a Resolução CMN 2.524/98, que viria posteriormente para regulamentar a Lei 9.613/98, referente à “lavagem de dinheiro”, determinou que Banco Central e Secretaria da Receita Federal emitissem normas em suas respectivas esferas de atuação para o transporte internacional de valores em espécie, e isto ainda não foi feito.

confundidos ou equiparados a procedimentos criminais”. De fato, a falta de compreensão de muitos atores públicos sobre a natureza da evolução representada pelas CC5 tem ocasionado muito debate e confusão, os quais, todavia, são inevitáveis para que se compreenda o avanço que se observa na regulamentação cambial. Não há dúvida que tem se observado um fenômeno descrito por alguns autores como uma “*criminalização*” indevida de quaisquer operações de câmbio que possam ensejar dúvidas sobre sua pertinência<sup>61</sup>, uma distorção que há de durar enquanto as Autoridades Cambiais tiverem, ou permanecerem assumindo que têm poder discricionário para definir o que é “ilegítimo” (Artigo 1º do Decreto Lei 23.238/33), ou o que representa “declaração de informações falsas” (Parágrafo 3º do Artigo 23 da Lei 4.131/62) e com isso determinar toda uma teia de conseqüências nefastas para os “infratores”, inclusive na esfera penal, e utilizarem este poder para tomar o que acima chamamos de “pequenas decisões” de forma sistematicamente viciada<sup>62</sup>. Conforme observa o Dr. Antonio Mendes (2003, p. 11, grifos nossos):

*Estamos vivendo um momento em que as autoridades monetárias encarregadas de implementar e fiscalizar a regulamentação cambial e fiscal, quando confrontadas com operações especiais e mais sofisticadas, mostram-se preocupadas em atuar de forma a não deixar espaço para qualquer questionamento quanto à efetiva e severa aplicação da lei. Na prática isto implica, na área de câmbio, em aplicar **rigidamente** as normas cambiais, sob essa interpretação restritiva, e, paralelamente, em se fazer comunicações à Secretaria da Receita Federal – SRF e ao Ministério Público para que sejam verificadas possíveis infrações da legislação tributária e das normas penais. Existe evidente dificuldade para o Ministério Público enfrentar questões técnicas extremamente áridas e de entendimento trabalhoso até para profissionais que atuam diuturnamente na área. Muitas vezes os membros do Ministério Público voltam aos técnicos das autoridades monetárias buscando esclarecimento da matéria, obtendo aí explicações **na linha mais restritiva possível. Outra vez prevalece a preocupação funcional em não assumir riscos pessoais. Disso tudo resulta um processo que nos leva ao que podemos chamar de “criminalização das atividades de câmbio”**<sup>63</sup>.*

<sup>61</sup> Conforme observado por quase todos os participantes deste seminário, e destacadamente por Blanche & Barros (2003) e Mendes (2003).

<sup>62</sup> Cabe também lembrar neste contexto, que o Parágrafo 3º do Artigo 23 da Lei 4.131/62 permite que o BC, em procedimento administrativo, aplique multas de 5% a 100% do valor de uma operação de câmbio no caso de “declaração de informações falsas”, e ainda comunique o fato ao Ministério Público em vista no disposto na Lei 7.492/86 capitulando como crime a chamada “evasão de divisas”. Reside exatamente nestes dispositivos a maior fonte de poder discricionário da Autoridade Cambial no sentido de “autorizar” (ou não) operações não necessária e formalmente sujeitas à aprovação prévia, conforme observado por Mendes (2003).

<sup>63</sup> E mais: “Agrava essa situação o fato de que os funcionários públicos estão sendo constantemente questionados quanto ao seu comportamento, fazendo com que eles sintam que só poderão comprovar sua independência e lisura **se adotarem em todos os casos a atitude mais enérgica e intransigente possível**, mesmo que contra suas convicções, utilizando argumentos muitas vezes não sustentáveis. Embora tenhamos a convicção de que tais questionamentos não prevalecerão ao final, sua mera existência já traz prejuízos enormes: para as partes envolvidas que terão consideráveis despesas com a defesa, além do

A este respeito, Gustavo Loyola (2003) acrescenta:

*“O comportamento dos funcionários do BC é compreensível, tendo em vista sua responsabilidade legal diante de uma legislação anacrônica e contraditória e do clima de caça às bruxas muitas vezes instalado contra os funcionários da instituição. Não se está defendendo uma abertura apressada e irresponsável da conta de capitais. A experiência internacional evidenciou a necessidade de um seqüenciamento correto da abertura, que deve corresponder ao estágio de desenvolvimento das instituições de cada país. O urgente no Brasil é sistematizar as normas cambiais, de modo a eliminar suas contradições e reduzir os riscos que hoje atingem as instituições e as pessoas que operam no mercado cambial, aí incluídos o BC e seus funcionários e dirigentes que, injustamente, sofrem constrangimentos como o acontecido recentemente na CPI do Banestado.*

Com efeito, não há como imaginar que a “memória institucional” e os hábitos arraigados da burocracia, sedimentados durante tantos anos, possam se modificar, assim como as dúvidas de autoridades de outras esferas regulatórias possam se dirimir rapidamente sem dores, resistências, retrocessos e, sobretudo, explicações, muitas explicações. Como esperar que estas dúvidas não existam quando os próprios peritos e burocratas especializados não têm consenso sobre a interpretação das normas? Ademais, a atmosfera de dúvidas que freqüentemente envolve as contas CC5 se mostra especialmente desconfortável para as empresas no mundo “pós-Enron” acima descrito, onde poucas sentem-se à vontade de sequer submeter-se a um questionário sobre a origem lícita dos recursos movimentados. E evidentemente, aqueles que não estiverem com sua vida tributária plenamente em dia, jamais arriscariam utilizar o mecanismo sob pena de atrair para si uma investigação conjunta de autoridades cambiais, tributárias e policiais, sem falar na exposição adversa na imprensa. É claro que, nestas circunstâncias, a movimentação de capitais e, por conseguinte, a conversibilidade, é afetada de modo significativo. No entanto, não se deve comparar este tipo de restrição com os controles administrativos do passado, voltados para a “defesa” do balanço de pagamentos e das reservas, até por que o monitoramento decorrente desta nova abordagem é tão rigoroso na entrada como na saída.<sup>64</sup>

---

impacto psicológico negativo para as pessoas envolvidas; para o País que poderá ter parte substancial das expectativas de novos investimentos externos frustradas face à imagem negativa que tais questionamentos proporcionam” *Ibid.* p. 12.

<sup>64</sup> Convém aqui destacar, por exemplo, o interesse do Fisco e do BC pelas operações conhecidas como *blue ship swaps*, e outras formas de construir operações *back to back*, que estão relacionados a internação de recursos através de canais que levantam preocupações de evasão fiscal por parte das autoridades tributárias e de compensação privada de câmbio (Decreto-Lei 9.025/46) por parte das autoridades cambiais.

O fato é que, no contexto atual a conversibilidade da conta de capitais é “dual”, apenas desfrutada pelas pessoas físicas e jurídicas que tem “cidadania fiscal impoluta”, sendo que os custos administrativos, ou relativos a *red tape*, em tese, não chegam a ser proibitivos para quem tem sua vida tributária em ordem, embora o constrangimento pessoal e/ou corporativo, provocado por investigações, às vezes ruidosas e através da imprensa, possa ser imenso e descabido. Admite-se que, com o passar do tempo, sejam decrescentes os abusos cometidos contra cidadãos em dia com o Fisco e que já foram objeto de constrangimento na imprensa ou por agentes públicos ao utilizar o mecanismo das CC5. Não obstante, num país onde é sabidamente grande a “informalidade”, e onde o sistema tributário é complexo a ponto de praticamente impedir que pequenas e médias empresas estejam inteiramente em dia com o Fisco – processo que o Professor Pedro Bodin bem descreveu como “favelização tributária” – sem dúvida, a conversibilidade da conta de capitais acaba sendo limitada, pois muitos agentes não podem “qualificar-se” para dela desfrutar, ou preferem não se expor.<sup>65</sup>

Nesta linha, a continuidade das reformas, particularmente a tributária, mas também a previdenciária e trabalhista, torna-se ainda mais crucial para a eliminação de distorções, como as acima descritas, cujas implicações macroeconômicas vão bem além das esferas onde se originaram. Os avanços no sentido de reduzir-se a informalidade e o dualismo serão necessariamente muito lentos, de modo que parece difícil escapar desta conversibilidade de caráter “seletivo” num horizonte de tempo que não seja bem longo.

### 3.3. O fim da “Cobertura Cambial” e suas implicações

O caminho percorrido pelo país da crise de 1929, e da predominância de controles administrativos que aí se inicia, até a adoção do Artigo VIII sessenta anos depois foi relativamente retilíneo, e em grande medida composto de medidas incrementais, sempre sensíveis ao ciclo econômico e aos humores da política. Daí o ceticismo exibido na seção anterior sobre grandes mudanças transformadoras em nossa ordem cambial, e a convicção dos autores, construída a partir da experiência de ambos na Diretoria de Assuntos Internacionais do BC, que ainda resta muito a simplificar e a aperfeiçoar nas regras

---

<sup>65</sup> Bodin (2003) e também Franco (2003).

existentes, tanto relativas à conta corrente quanto à conta de capitais, sempre com o espírito de “atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial” como, deveras, estabelece o comando do Artigo 11 (III) da Lei 4.595/64, interpretado como se deve, de forma ampla e sistêmica, e assim procurando livrar de poluição regulatória a formação da taxa de câmbio em mercado e acomodando a inovação financeira que é própria de nossa época.

É neste contexto que guardamos para esta última subseção a discussão de uma variante específica sobre o tema da liberalização da conta de capitais cujos efeitos poderiam ser significativos para o comércio exterior, e bem amplos do ponto de vista da conversibilidade da moeda brasileira. Trata-se da possível remoção, ou mesmo a flexibilização, da obrigatoriedade de “cobertura cambial” para as exportações estabelecida pelo Artigo 3º do Decreto 23.258/33, ou seja, a obrigatoriedade de os exportadores converterem suas receitas em moeda “conversível” em moeda nacional. Apenas uma vez fez-se um experimento nesta direção através da Lei 9.025/46, que facultou o pagamento de exportações em moeda nacional, com resultados que foram muito questionados.<sup>66</sup>

Numa primeira abordagem, sob a ótica do exportador individual, parece fora de dúvida que a remoção desta norma traria benefícios de várias ordens, pois teria o efeito de simplificar diversos procedimentos comerciais e, em especial, evitaria os “custos de transação” necessariamente envolvidos em manter e movimentar recursos no exterior, o que se afigura praticamente inevitável para um exportador ativo à luz da rotina operacional de uma empresa com clientes em várias partes do mundo. Estes custos envolveriam, por exemplo, a confecção de estruturas societárias envolvendo subsidiárias *off-shore*, que assumem o papel de contra-partes pagadoras ou receptoras para importadores e exportadores, respectivamente, e de mecanismos facilitadores para relacionamentos diversos no exterior. Com efeito, a experiência parece indicar que muitas empresas de porte resolveram o problema colocado por restrições burocráticas às movimentações cambiais desta maneira.

Para outras, o problema surge através da necessidade de remeter repetidamente de volta para o exterior recursos ali originados, usando ordens de pagamento sujeitas a

---

<sup>66</sup> Levy (s/d, pp. 82-91).

restrições de prazo e de fracionamento pelo BC, ou transferências internacionais de Reais, a fim de fazer frente a compromissos das várias ordens, comuns às atividades de empresas internacionalizadas. Tudo isso resulta em tornar a atividade exportadora mais complexa e mais cara elevando, desta forma, o que a literatura especializada designa como *sunk costs*, isto é, os custos envolvidos em uma empresa se tornar exportadora. Esta mesma literatura é farta em demonstrar que a empresa que se torna exportadora necessariamente deve fazer uma série de “investimentos irrecuperáveis” sem os quais é impossível desenvolver a atividade de forma lucrativa. Incluem-se aí a criação dos relacionamentos e compromissos comerciais, canais e logística de vendas e distribuição, desenvolvimento de mercados, estratégias de *marketing*, parcerias locais, sistemas e procedimentos administrativos específicos para o comércio exterior, inteligência comercial e regulatória. A magnitude destes *sunk costs* fornece, geralmente, a melhor explicação para a reduzida volatilidade dos fluxos de comércio exterior diante de grandes flutuações e prolongados episódios de apreciação ou depreciação cambial. Encerrar a atividade de comércio exterior diante de uma conjuntura adversa significa destruir os investimentos feitos para habilitar a empresa para o comércio.<sup>67</sup>

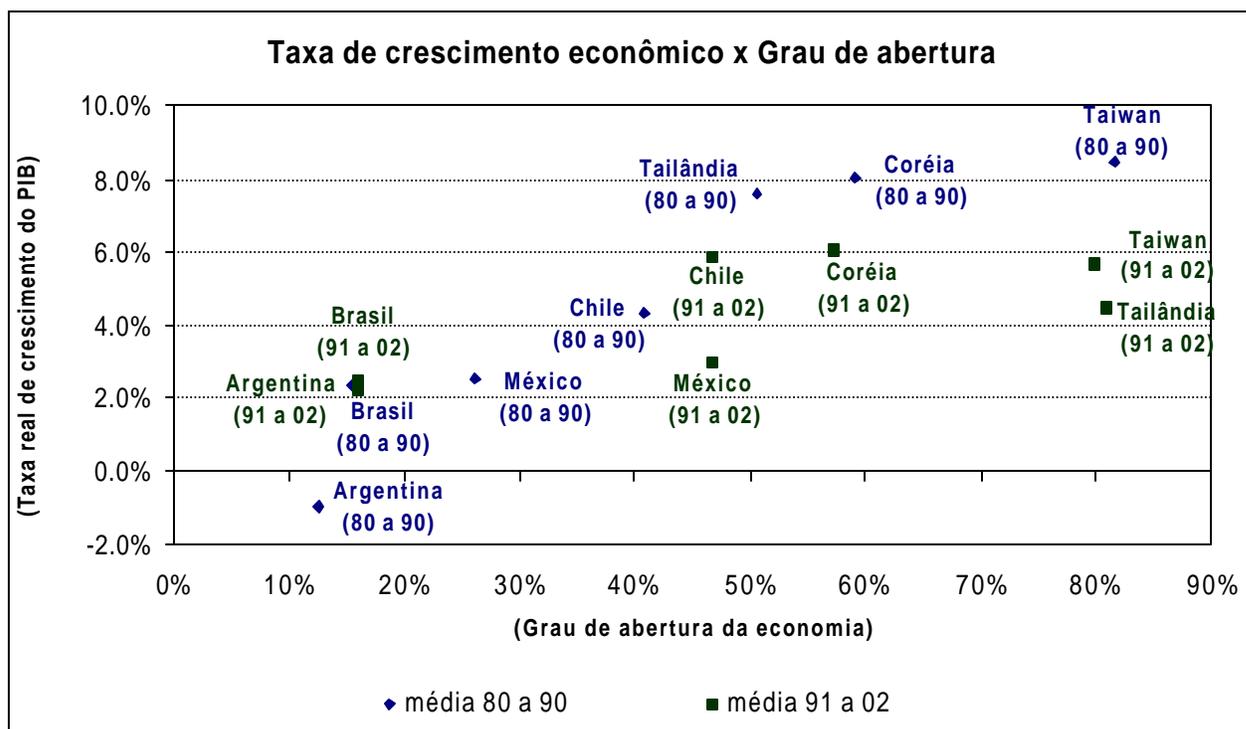
Pode-se, nesta linha, argumentar que a magnitude dos *sunk costs* funciona como uma barreira para que a empresa se torne exportadora, o que estaria a indicar que medidas que reduzam a complexidade e os custos explícitos ou ocultos de conduzir a atividade exportadora farão crescer a propensão a exportar média da economia. É sabido que o grau de concentração das exportações brasileiras é muito grande, ou seja, poucas empresas grandes são responsáveis por um percentual muito grande das exportações brasileiras, o que, em si, estaria a sugerir que é promissor o potencial de crescimento das exportações oriundo da redução nos custos para que empresas brasileiras, especialmente médias e pequenas, se tornem exportadoras. Embora relevante, a literatura empírica identifica outros fatores, tais como a correlação positiva entre tamanho da firma e competitividade, a enfraquecer o efeito acima aludido.<sup>68</sup>

Na hipótese de, por outro lado, medidas com o mesmo intuito simplificador e de economia serem aplicadas também para as importações, e tendo em vista que exportações

---

<sup>67</sup> Por exemplo, Krugman (1989, pp. 44-63).

criam importações, o que se tem é um aumento da chamada “corrente de comércio” como proporção do PIB, ou uma maior internacionalização da economia. E se de um lado é muito difícil estabelecer uma correlação robusta entre a conversibilidade da conta de capital e o crescimento econômico, como discutido na Seção 1, é bastante consolidada na literatura a relação entre crescimento da corrente de comércio e crescimento da economia. Nesta linha, o gráfico abaixo mostra que para o período 1980-2002, os países que cresceram mais rapidamente são precisamente os que conseguiram aumentar a corrente de comércio, ou seja, os números revelam uma alta correlação entre um alto nível de abertura medido pelo fluxo de comércio como percentual do PIB - resultante em boa medida da liberalização – e a taxa de crescimento. Note-se que, na América Latina, o México vem se deslocando rapidamente para o grupo de crescimento mais acelerado, predominantemente asiático, que já inclui o Chile, integrado pelos países que têm crescido aceleradamente, com um elevado grau de abertura medido pela corrente de comércio.



**Fonte:** crescimento real do PIB e grau de abertura até 1998 obtidos de Banco Mundial (1999) e para os anos subsequentes, IMF (2003).

<sup>68</sup> Para uma resenha que coteja elementos que compõem os *sunk costs* com outros determinantes do

Diante desta evidência, tendo em vista a transição já concluída para um regime de câmbio flutuante com conversibilidade da conta corrente, e também da importância dada pelas agências de classificação de risco ao grau de abertura da economia como elemento que *reduz* a vulnerabilidade externa<sup>69</sup>, parece razoável que seja acelerado o movimento de eliminação de restrições administrativas remanescentes, na conta corrente e mesmo na conta de capitais, que limitam a propensão ao comércio exterior das empresas brasileiras.

Do lado das importações, foram inúmeros os progressos a partir das primeiras medidas de liberalização ainda na década de 1980, e muito significativo o aumento do grau de penetração das importações ao longo da década de 1990, mas o movimento arrefeceu depois da crise da Ásia e especialmente depois da flutuação cambial, como é comum de acontecer em momentos de crise<sup>70</sup>. Mais recentemente já se pode temer algum retrocesso, a julgar pela postura inicial do governo brasileiro no tocante à ALCA, e pela incidência da COFINS sobre as importações estabelecida pela Medida Provisória n. 135/03.

É interessante observar que, no terreno do comércio exterior, verifica-se a mesma tensão observada na subseção anterior, a propósito das transferências internacionais de Reais, entre considerações tributárias e cambiais, quando se trata de desregulamentação, sendo certo que a tensão é mais forte no tocante às importações. De um lado, são antigos os indícios da prática de “preços de transferência” no comércio exterior brasileiro<sup>71</sup>. De outro, sabe-se que é elevada participação dos chamados “paraísos fiscais” nas importações brasileiras classificadas por país de origem dos pagamentos<sup>72</sup>, e o Censo de

desempenho das empresas industriais em países emergentes veja-se Tybout (2000).

<sup>69</sup> Sobre este aparente paradoxo veja-se Franco (1999, Capítulo 1, pp. 58-60) e Fritsch & Franco (1993). Sobre os critérios das agências de classificação de risco em geral e sobre a influência positiva que um aumento do grau de abertura em particular pode ter no caminho do Brasil na direção do *investment grade*, veja-se Werlang *et al.* (2003)

<sup>70</sup> Veja-se López-Cordova & Moreira (2002) e Ribeiro & Pourchet (2002) para análises sobre a evolução da taxa de penetração de importações e propensão a exportar do país desde o Plano Real.

<sup>71</sup> Veja-se, por exemplo Natke & Newfarmer (1985) cujo estudo mostra que, em 1.006 importações feitas de um mesmo produto por empresas nacionais e estrangeiras em 1979, as empresas estrangeira pagam preços entre 21% e 38% maiores que as empresas nacionais.

<sup>72</sup> No ano de 2002, por exemplo, as Ilhas Cayman venderam ao Brasil US\$ 5,2 bilhões (10,8% do total das importações brasileiras), mas sob o critério da origem da mercadoria importada, as vendas foram de apenas US\$ 21 milhões. Isso se explica, em boa medida, por compras feitas pela subsidiária da Petrobrás neste país, e pelo fato de que muitos desses pagamentos são relativos a financiamentos de importações por instituições ali sediadas. Não obstante, a Secretaria da Receita apontava indícios de irregularidades em cerca de US\$ 185 milhões dessas importações. Cf. “Receita quer controlar importações” *Gazeta Mercantil*, 10.11.03

Capitais Estrangeiros no Brasil para ano base 2000<sup>73</sup> revelou que o valor do comércio “intra-firma” atingiu US\$ 39,2 bilhões, ou 35,4% do comércio total brasileiro, sendo 32,7% das importações e 38,1% das exportações. Estes elementos tem aguçado a atenção das autoridades para a importância do trabalho de valoração aduaneira para impedir práticas que representam transferência disfarçada de lucros através de sub ou superfaturamento no comércio exterior. A Lei 9.430/96 que dispõe sobre preços de transferência, já conferiu poderes à Secretaria da Receita Federal para questionar informações prestadas pelos exportadores e importadores usando modelos de valoração aduaneira consagrados internacionalmente, e impôs o ônus da prova ao exportador (ou importador) quando se configuram os indícios de preços de transferência<sup>74</sup>.

Repete-se, portanto, no comércio exterior o mesmo problema observado nas Transferências Internacionais de Reais (TIR), ou seja, a tensão entre a liberalização e a necessária e indiscutível cautela que devem ter as autoridades tributárias para com o “mau uso” da liberdade no terreno cambial e, neste caso, comercial. Ou seja, também neste campo, *a desregulamentação cambial não pode ir além do que faz sentido como desregulamentação no plano tributário*. Com efeito, a análise dos possíveis efeitos da revogação da obrigatoriedade de cobertura cambial nas exportações não estaria completa se não ampliássemos nossas considerações para o terreno das dificuldades que a medida traria, especialmente aos olhos das autoridades tributárias. Deve ser claro ao leitor que a proliferação da exportação “sem cobertura” terá como consequência inevitável a permissão para que os exportadores mantenham contas bancárias em dólares no exterior, ou mesmo no Brasil, provavelmente de modo a que as autoridades brasileiras estejam aptas a fiscalizar essas movimentações, o que, ademais, tenderia a tornar obsoleta a norma que veda a chamada “compensação privada de câmbio” (Decreto 9.025/46) e mesmo o próprio conceito de registro para capitais estrangeiros. Na prática, havendo liberdade de movimentação nessas contas, seus titulares podem pagar importações, contrair ou amortizar empréstimos novos ou pré-existentes, sem que esta movimentação transite pelo SISBACEN e crie ou sensibilize registros pré-existentes na DECEX (FIRCE). A conversibilidade estaria concedida para os exportadores, e a eficácia dos

---

<sup>73</sup> Banco Central do Brasil (2001).

<sup>74</sup> Para um resumo das inovações neste campo veja-se Ministério da Fazenda (2001, pp. 87-97).

controles cambiais existentes, em especial a precisão e funcionalidade dos volumes de capital registrado na DECEX, estaria seriamente prejudicada.

Numa primeira observação, estaríamos novamente diante de uma “convertibilidade seletiva”, na medida em que as empresas exportadoras teriam uma liberdade de movimentação internacional de recursos que não estaria disponível para as outras empresas e pessoas físicas, mas seria muito difícil manter estas prerrogativas apenas dentro dos limites das empresas exportadoras e preservar a relevância do aparato de registro de capital estrangeiro construído em torno da Lei 4.131/62, vale dizer, da movimentação cambial de investimentos estrangeiros baseada no “registro”, o mesmo valendo para o conceito de “operações cambiais ilegítimas” do Decreto 23.238/33, pois perderia sentido o conceito do “estabelecimento autorizado”, e para as “compensações privadas de câmbio” do Decreto-Lei 9.025/46, pois seria impossível controlar a possibilidade de os titulares de contas no exterior as utilizarem para pagamentos a residentes sem operações de câmbio. Tudo isto poderia se tornar obsoleto diante da liberdade concedida a um segmento tão relevante para nossas transações internacionais como os exportadores.

Talvez mesmo em razão do potencial revolucionário da mudança, sua própria arquitetura permita que as autoridades brasileiras tenham sobre estas novas contas e suas movimentações um escrutínio bastante rigoroso diante de seu caráter de “excepcionalidade”. Possivelmente, as autoridades procurarão manter alguma comunicação entre estas movimentações e os sistemas brasileiros de controle cambial e de comércio exterior (SISBACEN, SISCOMEX, RDE, etc) a fim de lhes preservar a funcionalidade. O risco de exageros nesta fiscalização é muito palpável e destes pode resultar uma situação inferior à anterior. Vale lembrar, neste contexto, uma das famosas “Leis do Kafka”, a sétima, denominada “Newtonina da Burocracia”, que serve de epígrafe a este ensaio, segundo a qual “toda ação no sentido de liberalização, provoca uma reação de controle burocrático, de igual intensidade, embora de forma disfarçada”.<sup>75</sup>

---

<sup>75</sup> As “Leis do Kafka” são observações argutas de Alexandre Kafka sobre os paradoxos da política econômica de seu tempo, conforme compiladas por Roberto Campos (1976, p. 35). Como exemplos da sétima lei, ele observa: “Libera-se a taxa de cambial para promover as exportações, mas limitam-se as vendas a fim de preservar o mercado interno. Estabelece-se o mercado livre de câmbio, mas quando este começa a se comportar livremente, reagindo à oferta e procura, intervém a autoridade cambial para discipliná-lo”.

Em suma, a forma de construir a liberalização é importantíssima, pois a liberdade sujeita a controles informais, discricionários e firmes pode ser tão ineficaz quanto uma proibição.

Além disto, e mais objetivamente, caberia indagar, tendo em vista o modo específico como a obrigatoriedade de cobertura seria removida, que efeito teria a medida sobre (i) o sistema brasileiro de financiamento ao comércio exterior, (ii) sobre movimentações de capitais de curto prazo conhecidas como *leads* e *lags* no comércio exterior, e (iii) sobre variações no volume e na natureza das reservas internacionais.

No sistema hoje em vigor é comum que os exportadores adiantem suas receitas via Pagamentos Antecipados de exportação (PAs) e Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACCs) relativamente ao embarque, e estendam o financiamento após o embarque através de Adiantamentos sobre Contratos de Exportação (ACE). Todas essas possibilidades têm como base no saque de linhas interbancárias disponíveis para bancos brasileiros. São os *leads* na exportação. De forma semelhante, os importadores sacam dessas mesmas linhas para postergar o pagamento de suas compras no exterior; são os *lags*.

O sofisticado sistema de financiamento às exportações não tem sido propriamente um entrave ao crescimento do comércio exterior brasileiro, antes pelo contrário, e sua base é a disponibilidade de linhas interbancárias internacionais. Os limites à oferta destas linhas para o comércio brasileiro está relacionado, principalmente, com o risco soberano e também com a solidez, ou mais precisamente a classificação de risco (*rating*) dos bancos brasileiros correspondentes. Num segundo momento, o crescimento do crédito ao exportador esbarra no perfil cadastral do próprio “exportador marginal”, ou seja, na avaliação de crédito feita pelo banco brasileiro do exportador direto ou indireto. As autoridades brasileiras sempre se empenharam em fazer crescer a oferta de linhas para bancos brasileiros (por exemplo, via “reciprocidade” na aplicação das reservas internacionais do país), mas sempre tiveram cuidado em evitar o seu “mau uso”. Com efeito, na regulamentação em vigor, existem limites para *leads* e *lags*, pois estes estão entre as variedades mais ágeis e especulativas de capitais de curto prazo. Ou seja, existem normas que procuram evitar que *leads* e *lags* se transformem em movimentos especulativos avassaladores, ou que se tornem a motivação para transações comerciais

espúrias, como efetivamente ocorreu no final da década de 1980, isto servindo como justificativa para a Lei 7.738/89 que procurou fortalecer a conexão entre o saque de uma linha através de um ACC e o efetivo embarque de mercadoria para o exterior ao estabelecer encargos muito pesados para o exportador que não embarcasse mercadoria após obter um ACC.

Na medida em que os exportadores passam a desfrutar da faculdade de exportar sem cobertura cambial e manter reservas no exterior, em algum modelo a ser estabelecido, é fácil ver que a obtenção de linhas comerciais pelo exportador brasileiro poderia ocorrer no exterior, em relacionamentos diretos entre bancos internacionais e sem as limitações regulamentares para *leads* e *lags*. Do ponto de vista dos doadores de linhas, este re-arranjo poderia perfeitamente resultar em uma ampliação do *exposure* para exportadores brasileiros e, portanto, da oferta de linhas pois os bancos estrangeiros passaria a trabalhar diretamente com recebíveis em dólares, “performados” ou por “performar”, de um modo ou de outro bem mais afastados do risco soberano. É provável que parte da disponibilidade de linhas para bancos brasileiros seja deslocada para esta modalidade de financiamento direto, reduzindo a oferta de linhas disponíveis para PAs, ACCs e ACEs contratados dentro do país através de bancos brasileiros, ao menos num primeiro momento. É possível, todavia, que um aumento de *exposure* mais que compense esta perda. Também neste terreno, em última instância, as conseqüências da remoção da obrigatoriedade de cobertura cambial para as exportações dependerão bastante do modo como serão tratadas as disponibilidades dos exportadores no exterior.

Um outro ângulo para se analisar a questão tem a ver com o próprio conceito de reservas internacionais. Parece lógico, e perfeitamente consistente com a contabilidade do balanço de pagamentos, que o aumento das disponibilidades no exterior dos exportadores derivadas de exportação sem cobertura represente, *ceteris paribus*, algo que poderia ser visto de forma benevolente como uma “troca de titularidade” de reservas internacionais, que diminuiriam no BC e aumentariam nessas novas contas de exportadores. Na contabilidade do balanço de pagamentos a exportação sem cobertura corresponderia a um lançamento positivo na conta corrente – o valor da exportação efetivamente embarcada - acompanhada de uma saída de capitais correspondente a um aumento de disponibilidades no exterior de residentes no país.

É difícil interpretar o aumento dessas “reservas privadas” como parte das reservas internacionais do país, mesmo que fossem depósitos em moeda estrangeira dentro do país, o mesmo valendo, evidentemente, para as outras disponibilidades de residentes no exterior, à luz do que determina o Manual do Balanço de Pagamentos (1977) editado pelo FMI e adotado por todos os seus membros. As reservas internacionais “são créditos contra não residentes, que estão disponíveis para as autoridades seja para o financiamento de desequilíbrios diretamente, seja para administrar o tamanho destes desequilíbrios através de intervenção para influenciar a taxa de câmbio” (p. 147). Normalmente, não podem ser incluídos nas reservas os ativos que não pertencem às autoridades (# 453). É verdade que estas definições, na medida que concebidas pelo FMI tendo em mente o mundo de Bretton Woods, talvez não capturem a exata natureza do funcionamento do balanço de pagamentos num mundo de taxas de câmbio flexíveis e moedas conversíveis. O que são reservas internacionais para um país cuja moeda está entre as que são consideradas “moeda internacional de reserva”? Qual o sentido das reservas internacionais num contexto de taxas de câmbio flutuantes?

Consta que o Banco Central da Nova Zelândia não tem “reservas internacionais”, pois o câmbio é totalmente flexível e seu balanço de pagamentos, portanto, “fecha”, do ponto de vista contábil, através da variação de disponibilidades no exterior de residentes no país. Diversos indicadores habitualmente usados para medir a solvência externa de um país como o Brasil usam as reservas internacionais, mas na Nova Zelândia ter-se-ia que trabalhar com os ativos no exterior de residentes no país. Seria, todavia, muito difícil para um país como o nosso convencer uma agência de classificação de risco que as disponibilidades do setor privado no exterior compõem uma “segunda linha” de reservas, ou que como vivemos sob taxas flutuantes, o tamanho das reservas não tem mais importância. E tanto mais difícil quanto maior for a dívida pública, e em particular a dívida pública externa. Sem dúvida, parece ainda distante no tempo o momento em que a solvência externa do Brasil possa ser avaliada com os mesmos critérios usados em países de há muito *investment graded*.

Enquanto isso, embora seja perfeitamente legítimo que se diga que a demanda por reservas é menor num país sob flutuação do que outro que vive sob câmbio “administrado”, ou sob “bandas cambiais”, seria difícil sustentar o argumento da

irrelevância das reservas ou em vista da absoluta “pureza” da flutuação cambial em países emergentes, tendo em vista o fenômeno conhecido como *fear of floating*. É mais fácil, portanto, que a provável perda de reservas causada pela remoção da obrigatoriedade de cobertura cambial nas exportações seja vista de forma negativa pelas agências de classificação de risco, em se tratando de risco soberano. Ao menos em um primeiro momento. Em vista da complexidade da medida, e das várias possibilidades que se abrem conforme a sua arquitetura específica, parece mais prudente proceder de forma incremental, como tem sido feito nos últimos anos, removendo restrições individualmente e aceitando que não existe uma fórmula fácil para um *big bang* em matéria de desregulamentação cambial.

#### 4. Considerações Finais

As dificuldades e objeções discutidas ao longo deste ensaio para se estabelecer a conversibilidade da conta de capitais de modo algum devem ser vistas como uma defesa do *status quo*. Ainda é pesada, complexa e provavelmente ociosa em boa medida a herança deixada pela era dos controles cambiais como se vê, por exemplo, através do número de páginas que o *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* do FMI, o catálogo das restrições e controles cambiais existentes nos mais diversos países do mundo, dedica ao Brasil: quatorze páginas (!), o maior capítulo do livro, juntamente com a Venezuela, na frente da Índia (13 páginas), China (10 páginas) e outros países com sólida tradição histórica de controles burocráticos<sup>76</sup>.

Todavia, quando se trata de desregulamentação cambial a experiência dos autores, bem como da maioria dos participantes deste seminário, estaria a indicar que uma postura a se evitar a qualquer custo é a ingenuidade. O pesado arcabouço de regulamentação cambial que ainda temos deve ser observado com o mesmo respeito que se dedica às leis velhas, que sobreviveram muitas circunstâncias diferentes e foram decantadas com o passar do tempo. Fórmulas desregulamentadoras radicais devem ser olhadas com

---

<sup>76</sup> Em geral cada país ocupa de 4 a 8 páginas, conforme a complexidade de seus regimes de controles cambiais. Ver IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2000).

desconfiança, mesmo tendo em mente que foram radicais as transformações pelas quais passaram as relações do Brasil com o mundo globalizado em que vivemos, basicamente por que são poucas as certezas sobre a “nova ordem regulatória” a prevalecer uma vez removido o *ancien regime*. Ademais, mesmo esforços de consolidação da legislação em vigor, que chegaram a ser iniciados em 1996, com vistas ao desenho de uma quarta lei monetária do Plano Real dispendo sobre o relacionamento entre moeda nacional e estrangeira, resultaram improdutivos. Como observamos ao longo deste ensaio, a regulamentação cambial em vigor, que foi descrita por Loyola (2003) como “um verdadeiro *patchwork*, em que se misturam pedaços de normas da Era Vargas, com dispositivos recém editados”, faz lembrar o fato de que os arqueólogos que encontraram a antiga cidade de Tróia acharam, na verdade, dezessete ruínas da mesma cidade, reconstruída seguidamente uma sobre a outra, tornando muito difícil o trabalho de identificação da coerência cultural, urbana e econômica desta civilização. Com efeito, no terreno da regulamentação cambial também é verdade que existem diversas camadas de regulamentos e leis, cada qual feita em momento diferente, com motivações próprias, e interagindo com regras anteriores de forma não especialmente óbvia. Encontrar a coerência deste amontoado de regras, que não configura um corpo unificado de normas, já seria difícil sem se considerar que a passagem do tempo cristalizou arranjos, jurisprudência, interpretações de tal sorte a dificultar a reconstrução de paradigmas claros neste campo, exceto talvez pelo poder discricionário da Autoridade Cambial.

Sem lugar à dúvida, o principal ponto a ser atacado por esforços de reforma na legislação cambial, é o da construção de *checks and balances*, ou de “direitos” para os usuários das operações de câmbio, que contrabalancem os enormes poderes hoje desfrutados pelas instâncias administrativas não apenas para interferir sobre operações individuais como para impingir sanções aos envolvidos, inclusive de natureza penal, que, a rigor, em nada se relacionam necessariamente a ilícitos cambiais. Resta para ser demonstrado se esta reforma viria a ter impacto muito significativo sobre o chamado “risco país”, ou se teríamos apenas uma redução nos “custos de transação” no mercado de câmbio, como se o excesso de regulamentação funcionasse como uma espécie de “Tobin Tax” para o país.

Por outro lado, é fácil, e nosso juízo indevido, levar a discussão sobre a desregulamentação da conta de capitais para o terreno da discussão da escolha de regimes cambiais mediante o argumento de que, tendo sido feita a escolha por um dos regimes ‘polares’ – a flutuação cambial – perdem o sentido “intervenções” de qualquer espécie sobre a formação da taxa de câmbio, sejam as de mercado pelo Banco Central, via compras e vendas de divisas, títulos cambiais ou derivativos, sejam as de natureza regulatória. Trata-se, evidentemente, de um *non sequitur*. É tão freqüente como equivocada o argumento, amiúde colocado *a la monsieur Jourdain*, de que o regime de câmbio “administrado”, ou de “bandas”, que vigorou de agosto de 1994 a janeiro de 1999 estaria fundado sobre “controles cambiais” e teria reduzido consistentemente o papel do mercado na formação da taxa de câmbio. Nada mais longe da verdade; por mais freqüentes que fossem as intervenções a fim de manter a “âncora cambial” e as “bandas”, a atuação do BC sempre se deu através de leilões, dentro das regras de mercado, e em paralelo as autoridades perseguiram tenazmente a desregulamentação obtendo progressos consideráveis neste terreno. O Banco Central, de fato, atuou fortemente *em mercados*, daí dizer-se que o câmbio era “administrado”, mas jamais atuou *contra o mercado*, ou no sentido de ampliar controles administrativos sobre a formação da taxa de câmbio. Esta simples constatação, por si só, enfraquece a tese de que “agora sim”, com taxas flutuantes, a desregulamentação cambial, e da conta de capitais em especial, “faz mais sentido”.

Não se quer aqui entrar no mérito de debates sobre o quanto a escolha de regimes cambiais depende de circunstâncias e características da economia<sup>77</sup>, e sobre o fato de que o que faz sentido durante *capital surges*, inclusive no plano regulatório, não necessariamente serve para momentos de crise, senão para sugerir que enquanto a escolha de regimes tem importante componente cíclico, a desregulamentação é assunto de natureza “estrutural” e tem a ver com elementos que evoluem muito lentamente no tempo, destacadamente a aceitabilidade da moeda nacional fora de suas fronteiras, algo que tem a ver com fundamentos macroeconômicos e com o aprofundamento dos laços entre o Brasil e o resto do mundo. De um modo ou de outro, pode-se argumentar que os mesmos motivos que levaram as autoridades brasileiras, depois de janeiro de 1999, a

---

<sup>77</sup> Veja-se, por exemplo, Franco (2000) e Goldfajn & Olivares (2001).

utilizar amplamente intervenções diretas ou via títulos cambiais e derivativos quando as circunstâncias assim o recomendaram, servem para justificar a cautela em grandes inovações de natureza regulatória. E mesmo sem entrar neste polêmico terreno, cabe ter em mente, como procuramos demonstrar ao longo deste ensaio, que existem outras motivações regulatórias perfeitamente legítimas e inteiramente alheias à esfera cambial, como a regulamentação tributária e prudencial, por exemplo, que estabelecem limites para a desregulamentação cambial, limites que parecem mais severos no Brasil do que em outros países.

### Referências

Attila de Souza Leão Andrade Jr. (2001) *O Capital Estrangeiro no Sistema Jurídico Brasileiro*, Editora Forense, Rio de Janeiro, segunda edição.

Pérsio Arida (2003) “Por Uma Moeda Plenamente Conversível” *Revista de Economia Política* 23 (3) julho-setembro.

Carlos Arteta, Barry Eichengreen & Charles Wyplosz (2001) “When Does Capital Account Liberalization Help More than it Hurts ?” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 8414.

Andres Babula & Inci Ötker-Robe (2002) “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies” Washington, International Monetary Fund WP/02/135.

Bela Balassa (1982) *Development Strategies in Semi-Industrial Economies*, Oxford University Press.

Banco Central do Brasil (1993) “O Regime Cambial Brasileiro: Evolução e Perspectivas”, Diretoria de Assuntos Internacionais, Brasília, Banco Central do Brasil.

\_\_\_\_\_ (2001) Censo 2001 de capitais estrangeiros no Brasil. Brasília, Banco Central do Brasil.

Banco Mundial (1999) *World Development Indicators*, Washington.

Jere Behrman (1977) *Macroeconomic Policy in a Developing Country: The Chilean Experience*, North Holland.

Jagdish Bhagwati (1978) *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*, Foreign Trade Regimes and Economic Development Project, NBER & Chicago University Press.

\_\_\_\_\_ (1998) “The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars” *Foreign Affairs* 77 (3) May/June.

Nathan Blanche & Octavio de Barros (2003) “O investidor estrangeiro sob suspeita” mimeo, apresentado nesta conferência.

Pedro Bodin (2003) “Favelização da indústria” *O Estado de São Paulo*, 02.05.2003

Guillermo Calvo (1986), “Fractured Liberalism: Argentina Under Martinez de Hoz”, *Economic Development and Cultural Change* 34 (3).

\_\_\_\_\_ & Carmen Reinhart (2000) “Fear of floating” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 7.993, November.

Roberto de Oliveira Campos (1976) “Uma reformulação das leis do Kafka” em *A técnica e o riso* Rio de Janeiro: APEC, terceira edição.

Geraldo Vouga Cavalcanti (1975) “Noções de câmbio” Mimeo, Brasília, Banco Central do Brasil.

Menzie D. Chinn e Hiro Ito (2002) “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 8967.

Vitório Corbo, Jaime de Melo & James Tybout (1986) “What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone” *Economic Development and Cultural Change* 34 (3).

Carlos Diaz Alejandro (1970) *Essays on the Economic History of the Argentine Republic* New Haven: Yale University Press.

\_\_\_\_\_ (1981) “Southern Cone Stabilization Plans” em W. Cline & S. Weintraub, eds., *Economic Stabilization in Developing Countries*, Brookings Institution.

Rudiger Dornbusch & Guido di Tella (1989) *The Political Economy of Argentina*, University of Pittsburgh Press.

Hali J. Edison & Carmen M. Reinhart (2000) “Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, n. 662.

Sebastian Edwards (1984) “The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries” *Princeton Essays in International Finance*, n. 156.

\_\_\_\_\_ (1986) “Monetarism in Chile: Some Economic Puzzles” *Economic Development and Cultural Change* 34 (3).

\_\_\_\_\_ (1987) “The Liberalization of the Current Capital Accounts and The Real Exchange Rate” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 2.162.

\_\_\_\_\_ (1999) “How effective are capital controls?” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 7.413. Publicado em *Journal of Economic Perspectives* 13 (4), Fall

\_\_\_\_\_ (2001) “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different ?” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 8.076.

Hali J. Edison, M. Klein, L. Ricci & T. Sloek (2002) “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 9.100.

Barry Eichengreen (1996) *Globalizing Capital: a history of the international monetary system* Princeton: Princeton University Press.

\_\_\_\_\_ & Stanley Fischer (2001) “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct ?”, *Journal of Economic Perspectives* 15 (2).

\_\_\_\_\_ & David Leblang (2002) “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right ?”, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 9.427.

Stanley Fischer (1997) “Capital Account liberalization and the role of the IMF” Washington, IMF.

Herculano Borges da Fonseca (1963) *Regime Jurídico do Capital Estrangeiro (comentários à Lei 4.131, de 3 de setembro de 1962, e regulamentos em vigor)*, Editora Letras e Artes, Rio de Janeiro.

Gustavo H. B. Franco (1990) “A Regulação do Capital Estrangeiro no Brasil: Análise da Legislação e Propostas de Reforma”, Departamento de Economia, PUC-Rio, Texto para Discussão n. 246, setembro.

\_\_\_\_\_ (1999) *O Desafio Brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, moeda e globalização* São Paulo, Editora 34.

\_\_\_\_\_ (2000) “The Real Plan and the exchange rate” *Essays in International Finance*, International Finance Section, Princeton University, n. 217, April.

\_\_\_\_\_ (2003) “Precarização tributária” *Veja*, 12.11.2003.

Winston Fritsch & Gustavo H. B. Franco (1993) “Import Repression, Productivity Slowdown, and Manufactured Export Dynamism: Brazil, 1975-1990” em Gerry Helleiner (ed.) *Trade Policy and Industrialization in Turbulent Times* London: Routledge for UNU-Wider, 1993.

Vicent Galbis (1996) “Currency Convertibility and the Fund: Review and Prognosis” Washington, International Monetary Fund, WP 96/39.

Marcio Garcia & Alexandre Barcinski (1996) “Capital flows into Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and effectiveness of capital controls” ...

Ilan Goldfajn & Gino Olivares (2001) “Can flexible exchange rates still “work” in financially open economies?” IPEA, Seminários DIMAC n. 45, March.

Peter Blair Henry (2003) “Capital account liberalization, the cost of capital and economic growth” *American Economic Review* 93(2) May.

International Finance Corporation and Standard & Poors (2002) *Emerging Stock Markets Factbook 2002*, McGraw Hill.

International Monetary Fund (1977) *Balance of payments manual* Washington, International Monetary Fund, 4<sup>th</sup> Edition.

International Monetary Fund, (2003) *International Financial Statistics* Washington.

\_\_\_\_\_ (1999) *Exchange rate arrangements and currency convertibility: development and issues* World Economic and Financial Surveys, prepared by a Staff Team led by R. Barry Johnston, Washington, International Monetary Fund .

R. Barry Johnston, Salim Darbar & Claudia Echeverria, (1997) “Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand”, Washington, International Monetary Fund, WP/97/157.

Graciela L. Kaminsky & Sergio Schmukler (2002) “Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, Banco Mundial, Washington D.C.

Ethan Kaplan & Dani Rodrick (2001), “Did the Malaysian Capital Controls Work?”, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 8142

Cem Karacadag, V. Sundararajan & Jennifer Elliot (2003), “Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing” IMF Working Paper, WP/03/116.

Michael Klein (2003) “Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience”, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n.9500.

Paul Krugman (1989) *Exchange rate instability* Cambridge: MIT Press.

\_\_\_\_\_ (1998) “Saving Asia: It’s Time to Get Radical”, *Fortune*, September 7, pp. 74-80.

\_\_\_\_\_ (1999) “Capital Control Freaks: How Malaysia got away with economic heresy” *Slate*, 27.09.1999.

Luc Laeven (2001) “Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints?” The World Bank, mimeo.

Jang-Yung Lee (1996) “Implications of a surge in capital inflows: available tools and consequences for the conduct of monetary policy” IMF Working Paper, WP/96/53.

Jayme Leonel (1955) *Controle de câmbios: regime jurídico penal, ensaio com referência à legislação cambial brasileira* Rio de Janeiro: Jornal do Commercio.

Haroldo R. Levy (s/d) *Prática cambial no Brasil* Rio de Janeiro, Max Limonad.

Saul J. Lizondo (1990) “Alternative dual exchange rate regimes: some steady state comparisons” Washington, International Monetary Fund, WP 90/90.

Ernesto López-Cordova & Mauricio Mesquita Moreira (2002) “Regional integration and productivity: the experiences of Brazil and México” Mimeo, Washington: IDB.

Gustavo J. L. Loyola (2003) “A mais adiada das reformas” *Valor Econômico* 17.11.2003.

Pedro S. Malan, Regis Bonelli, Marcelo P. Abreu & José Eduardo de C. Pereira (1977) *Política econômica externa e industrialização no Brasil (1939/52)* Rio de Janeiro: IPEA/INPES.

Antonio Mendes (2003) “Câmbio – aspectos jurídicos” mimeo, apresentado nesta conferência.

Ministério da Fazenda (2001) *Tributação da renda no Brasil pós Real* Secretaria da Receita Federal, Brasília.

Ronald McKinnon (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C..

Franciso Nadal-De-Simone & Piritta Sorsa (1999) “A review of capital account restrictions in Chile in the 1990s” Washington, International Monetary Fund WP 99/52.

Paul Natke & Richard Newfarmer (1985) “Transnational corporations, trade propensities and transfer pricing” em *Transnational corporations and foreign trade: selected issues* New York: UNCTC.

Saleh M. Nsouli, Mounir Rached & Norbert Funke (2002) “The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers”, Washington, International Monetary Fund, WP/02/132.

Maurice Obstfeld (1984) “Capital Flows, The Current Account, and the Real Exchange Rate: Consequences of Liberalization and Stabilization”, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n. 1526.

Dennis Quinn (1997) “The Correlates of Change in International Financial Regulation” *American Political Science Review* 91 (3) September.

Carmen M. Reinhart & R. Todd Smith (1998) “Too much of a good thing: the macroeconomic effects of taxing capital inflows” em Reuven Glick (ed.) *Managing capital inflows: perspectives form the Pacific Basin* Cambridge University Press.

Fernando J. Ribeiro & Henry Pourchet (2002) “Coeficientes de orientação externa da indústria brasileira: novas estimativas” Nota Técnica FUNCEX, Ano I, n. 2, novembro.

Dani Rodrik (1998) “Who Needs Capital Account Convertibility?” *Princeton Essays in International Finance*, International Finance Section, Princeton University, n. 207

Kenneth S. Rogoff (2002) “Rethinking Capital Controls: When Should we Keep an Open Mind ?” *Finance & Development* 39 (4).

Leopoldo Sollis & Guillermo Ortiz (1979) ”Financial Structure and Exchange Rate Experience”, *Journal of Development Economics*, n. 6.

Sergio Ribeiro da Costa Werlang *et al.* (2003) “O caminho para o grau de investimento” Apresentação feita na conferência “Brazil 2003: a new future”, promovida pela Latin Finance, Rio de Janeiro, 29-30 de setembro de 2003.

James Tybout (2000) "Manufacturing firms in developing countries: how well do they do, and why?" *Journal of Economic Literature* 38 (1), March.

John Williamson (2000) "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Options", *Policy Analyses in International Economics*, Institute for International Economics.