

Fluxos de capitais para a economia brasileira pós-flutuação cambial¹

Caio Rafael Moura Camargo²

O ano de 1999 é particularmente marcante na evolução recente da política econômica brasileira. Sem lugar a dúvida, um período de grandes mudanças. Logo ao seu início, a equipe econômica anuncia o abandono do regime de câmbio fixo e a adoção da livre flutuação cambial. Pouco depois, aos 21 do mês de junho, é anunciada a implementação do regime de metas de inflação (*Inflation Targetting*) como a nova diretriz de política monetária. De fato, uma nova realidade econômica.

Introduzidos os novos regimes cambial e monetário, não somente são alterados os parâmetros da política econômica, como também os parâmetros do cálculo econômico. O conjunto dos agentes econômicos tem, diante de si, novos elementos a ponderar: fatores de risco ou ganho, conforme a posição que ocupam dentro do sistema econômico. Do ponto de vista de nosso interesse mais próximo, a saber, do equilíbrio do Balanço de Pagamentos, tais mudanças têm relevantes implicações.

Assumimos que, dado o grau da abertura financeira, são quatro as principais transações financeiras a compor os fluxos de capitais para a economia brasileira:

- a) Endividamento de residentes no sistema financeiro internacional;
- b) Endividamento de residentes no mercado internacional de capitais;
- c) Investimento de não-residentes no mercado financeiro doméstico;

(1) Trabalho desenvolvido no âmbito do Projeto *Liberalização, estabilidade e crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil*, vinculado ao CECON (Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp). Agradeço o apoio institucional do CNPq (PIBIC/Unicamp) e os comentários do Prof. Ricardo de Medeiros Carneiro. Os eventuais erros e omissões são, evidentemente, de minha absoluta responsabilidade.

(2) Graduando – 4º ano (Unicamp. Instituto de Economia).

d) Investimento de não-residentes em ativos fixos domésticos.³

Estas quatro operações representam, na verdade, o endividamento externo direto, a emissão de títulos de dívida (as *securities*), a compra de ações locais por investidores externos e o investimento direto estrangeiro (IDE), respectivamente. Em realidade, estas transações assumem duas conformações distintas. Representam:

- 1) a contração de um passivo externo por parte de um residente ou
- 2) a aquisição de um ativo doméstico (denominado em moeda local), seja real ou financeiro, por parte de um não-residente.

O primeiro caso pode ser entendido por uma simples relação contábil de débito/crédito, em que, após o período de curso do contrato, cumpre-se o saldo das obrigações. O segundo caso corresponde a uma decisão unilateral, em que o investidor estrangeiro, dadas as condições de acessibilidade garantidas pelo grau de abertura financeira, decide aplicar seus recursos em um ativo doméstico sem que, necessariamente, tenha que realizar uma operação final de contrapartida num futuro determinado – e é relevante destacar esta diferença. De qualquer forma, em ambos os casos, a decisão dos agentes em operar uma remessa/recebimento de recursos externos é afetada diretamente pelas mudanças na política econômica, pois esta lhe afeta variáveis componentes da rentabilidade da operação. Senão vejamos.

Ao adotar-se a flutuação cambial, incorpora-se um importante elemento de risco até então inexistente (ou de pouca relevância): o chamado risco cambial. Fluxos de capitais, conforme relações externas – envolvendo a conversão de recursos de uma moeda local para uma estrangeira – trazem consigo a possibilidade de que, em variando a taxa cambial em sentido e proporção indesejáveis, vislumbre o investidor uma (vultosa) redução de seus ganhos. Ao ter que converter os rendimentos de uma aplicação em outra moeda, o agente contabilizará seu ganho como sendo a taxa de rentabilidade da operação descontada da variação cambial

(3) Os fluxos estão aqui explicitados do ponto de vista do ingresso de recursos. Para maior detalhamento sobre os graus de abertura financeira e as distintas modalidades de transações financeiras, ver o trabalho de Akyüz (1993).

entre o momento de conversão e reconversão dos recursos aplicados. Esta equação é indicada pelo conhecido cálculo financeiro, tal qual em Studart et al. (2001):

$$r = \left[\frac{(1+i)}{(1+E)} - 1 \right] \times 100$$

em que

r ... rentabilidade da aplicação

i ... taxa nominal de juros da aplicação⁴

E ... variação da taxa de câmbio

O regime de política monetária, por sua vez, também pode alterar a rentabilidade das operações e as decisões dos agentes. Ao adotar-se o regime de metas de inflação, condiciona-se todo o manejo dos instrumentos de política monetária – principalmente da taxa de juros – ao cumprimento de um transparente objetivo: a manutenção do movimento dos preços em determinado patamar pré-estabelecido. Ademais, o compromisso em manter um índice de preços⁵ em dada faixa faz com que as expectativas dos agentes formem-se de acordo com a suposição de que os manejos fiscal, cambial e sobretudo monetário caminharão no sentido de assegurar o cumprimento das metas.

Segundo o Banco Central do Brasil – tal qual consta dos anexos do primeiro *Relatório de Inflação* (Jun. 1999) – os principais canais de transmissão da política monetária são: taxa de juros, taxa de câmbio, preços dos ativos, crédito e expectativas. Através destes canais, o ganho de um investidor externo pode ser marcadamente alterado. O aumento da taxa de juros nominal de curtíssimo prazo – que ocorreria em resposta a um choque inflacionário – propaga-se por toda a estrutura a termo dos juros, alterando também a taxa de juros real de curto prazo. Proporciona, ainda, uma subsequente valorização cambial. Percebe-se, portanto, um ganho de rentabilidade de uma aplicação doméstica resultado de um fator alheio ao comportamento dos ativos: a resposta da autoridade monetária a um aumento de preços. De fato,

(4) Esta remuneração dos capitais externos é chamada de cupom cambial. O mesmo raciocínio pode ser aplicado aos investimentos diretos se entendemos os lucros como a rentabilidade dos agentes.

(5) Foi escolhido como índice oficial o IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo – medido pelo IBGE.

“a simples expectativa de mudança na taxa de juros já é capaz de produzir efeitos na economia, por exemplo, as demais taxas de juros podem começar a se ajustar antes mesmo do Banco Central mudar oficialmente a taxa de juros” (BCB, 1999).

Vale complementar, os fluxos de capitais responderiam às expectativas dos agentes que, especulando, tentam antecipar o movimento oficial.

Tendo isso em mente, é possível entender um ponto fundamental. Os agentes tenderão, de alguma forma, a direcionar seus recursos de maneira a garantir a máxima rentabilidade dentro deste novo ambiente. Assim sendo, imagina-se que as composições patrimoniais dos agentes externos e internos possam ser alteradas, o que poderia impactar o financiamento do Balanço de Pagamentos de maneira positiva ou negativa. Voltemos ao nosso simplificado esquema.

Tomemos, por exemplo, a decisão de adquirir um empréstimo externo em um banco estrangeiro - tal qual muito freqüente na economia brasileira nos anos 70. Este tipo de operação poderia estar prejudicado neste novo ambiente. Os tomadores internos, receosos da taxa cambial futura – vigente no momento em que saldariam suas dívidas – poderiam evitar esta operação. Do mesmo modo, os credores externos temerosos quanto à capacidade dos devedores em cumprir os contratos de dívida poderiam negar-se a operar o empréstimo ou, o que é mais comum, cobrar mais caro por isso, inviabilizando muitas vezes a operação para o tomador doméstico.

Como sabemos, os empréstimos bancários já não mais tem o mesmo vigor de outrora. Não obstante, a situação descrita acima se aplica perfeitamente ao lançamento de títulos corporativos nos mercados internacionais de capitais, modalidade de captação muito utilizada na última década. A captação direta via *bônus e notes* têm sua viabilidade muito influenciada não somente pela liquidez internacional mas também pelos movimentos dos preços-chave internos. A opção pela captação externa é função de um cálculo comparativo entre custos interno e externo dos recursos. Os custos da tomada externa de recursos podem variar conforme mude a percepção dos mercados quanto ao risco associado à operação. Isto pode ocorrer, por exemplo, caso o preço da moeda estrangeira se eleve acentuadamente em termos da moeda local. Como a composição das carteiras segue o conhecido *trade-off* entre risco e retorno, os aplicadores exigem uma taxa de retorno mais elevada, favorecendo a captação interna. Por sua vez, um movimento ascendente dos juros internos, comprometidos com uma meta

inflacionária, podem estimular a captação externa, conforme esta se torne relativamente mais barata.

Uma segunda situação não se revela menos influenciada pelo novo ambiente macroeconômico. Ao decidir pelo investimento em ativos fixos (compra de uma empresa local ou abertura de uma nova planta) ou financeiros (compra de ações e papéis domésticos), o agente externo leva em consideração os ganhos não somente em moeda local mas sobretudo em moeda estrangeira. Assim, flutuações acentuadas do câmbio podem impedir o repatriamento de lucros (no caso de IDE) ou dividendos (no caso de ações e papéis domésticos), desestimulando estes investimentos. Por outro lado, tanto os lucros das empresas quanto o valor das ações nas bolsas está, no mais das vezes, diretamente vinculado ao ritmo de crescimento econômico. Uma subida da taxa de juros – visando reduzir a demanda agregada e os preços internos – pode tanto reduzir os lucros empresariais quanto solapar o valor patrimonial das carteiras.

Estes exemplos mais gerais buscam tão somente evidenciar o surgimento de um novo ambiente econômico. Em verdade, as implicações e as inter-relações são de número e complexidade muito mais elevados. Não nos preocupamos com elas por agora. Nosso objetivo, nessas poucas linhas, será traçar um panorama geral dos fluxos de capitais (Conta Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos) para o Brasil no período pós-1999. Neste contexto, apreciar a natureza dos fluxos, mudanças de composição e prazos. De fato, analisar a entrada de recursos sob a ótica de quatro grandes vias: Investimento Direto Externo, Aplicações de portfólio, Emissões de títulos no exterior e Endividamento Bancário. Tal jornada se justifica, por si só, pelo acompanhamento das contas externas e possível esboço de tendências. Não nos esqueceremos, todavia, de pensar este panorama circunscrito em um novo ambiente. Numa primeira parte do trabalho, traçaremos um quadro geral dos fluxos entre 1994 e 1998, com base nos trabalhos de Carneiro (2000a, 2000b) e Prates (2000a, 2000b). Num segundo momento, então, focaremos o período pós-flutuação cambial quando, a partir da análise dos dados e publicações oficiais, procuraremos destacar os principais elementos de mudança do entre os dois períodos. Concluiremos com algumas breves considerações.

1 Fluxos de capitais no período 1995-1998: aspectos gerais

Alijados do financiamento externo voluntário por toda uma década, os países em desenvolvimento voltam a ser receptores de fluxos de capitais no início dos anos 90. Conforme Prates (2000a), existem dois conjuntos de fatores determinantes deste retorno. Os fatores internos (*push factors*) consistiriam dos programas de reforma liberais e de estabilização monetária adotados por ampla gama de países. A abundância de liquidez internacional e o baixo crescimento dos países centrais – acompanhado de declínio nas taxas de juros – seriam os fatores externos (*pull factors*).

A literatura econômica assiste a um debate em torno a este tema. A visão ortodoxa prioriza os determinantes internos, assumindo que os agentes econômicos montam suas carteiras da maneira mais eficiente, possuidores que são de perfeita informação⁶. Dessa forma, o afluxo de recursos teria sido determinado pela melhora nos fundamentos econômicos, o que alterara positivamente as condições de risco e retorno dos investimentos. Acreditamos, todavia, que este retorno da periferia ao circuito financeiro global deve ter sua causa maior apreendida das condições exteriores à periferia (Belluzzo & Coutinho, 1996; Prates, 2000a; Carneiro, 2000b). O expressivo crescimento do portfólio de investidores institucionais, associado ao ciclo econômico dos países centrais explica, em última instância, o retorno destes fluxos.

Sem lugar a dúvida, as carteiras dos grandes investidores institucionais encontraram na periferia grandes oportunidades de valorização. Esta alta rentabilidade esteve associada basicamente a três fatores: os elevados ganhos acionários com as privatizações de empresas estatais, as altas taxas de juros nominais e a valorização da taxa de câmbio. O primeiro está relacionado à implementação das reformas estruturais de cunho liberal inspiradas no Consenso de Washington; os outros dois vinculam-se à adoção de programas de estabilização de preços. Percebe-se, vale lembrar, certa complementaridade entre eles.

(6) Está subjacente a visão de que os mercados são eficientes: os agentes têm acesso a todas as informações relevantes sobre a evolução da economia e os preços dos ativos refletem seus valores de longo prazo.

No caso brasileiro – assim como no de alguns outros países – a volta dos fluxos foi deveras privilegiada pela implementação de um programa de estabilização calcado na chamada âncora cambial, o Plano Real. Passado longo período sob o infortúnio da inflação,

“utiliza-se a fixação do valor externo da moeda como mecanismo para alcançar a estabilidade do valor interno da moeda” (Carneiro, 2000a).

Vale dizer, mantém-se a relação de equivalência entre a moeda local e a moeda externa (dólar) de modo a obter a estabilidade do poder de compra da moeda doméstica ante uma cesta de bens.

Para que isso se torne possível, o país necessita arquetetar um lastro em divisas externas.

“O pressuposto da âncora cambial era portanto a constituição de reservas internacionais elevadas que permitissem desencorajar tentativas de especulação contra a paridade estabelecida”. (Carneiro, 2000a).

E, neste sentido, a importância do afluxo de capitais externos, estimuladas por um diferencial de rentabilidade.

“A manutenção dessas reservas significava todavia manter elevada a atratividade da nova moeda para estimular os influxos de capitais” (Carneiro, 2000a).

Ainda segundo o mesmo autor,

“a busca de novas frentes de valorização e, mais precisamente, de um diferencial de remuneração ou de ganhos de capital são os elementos centrais na explicação dos novos fluxos” (Carneiro, 2000b).

O manejo cambial envolveu, vale lembrar, mais do que a estabilidade cambial. A manutenção da taxa de câmbio em um patamar reduzido implicou uma significativa alteração dos preços relativos em favor dos bens externos. Isto permitiu que uma canastra de bens passasse a ser importada e comercializada no mercado interno. A concorrência com estes produtos inibia o aumento de preços dos bens domésticos, favorecendo assim o combate inflacionário. Por outro lado, o câmbio valorizado levou a uma notável deterioração do saldo comercial – daí novamente a necessidade de reservas de divisas – mas favoreceu os investimentos externos em ativos fixos e financeiros.

Por fim, além dos ganhos propiciados pela alta taxa de juros e pelo câmbio valorizado, as privatizações constituíram grande fonte de recursos externos. A

opção pela venda dos ativos à investidores não-residentes, acreditamos, não foi fruto do acaso. Ao contrário, permitindo grande afluxo de recursos, foi de fundamental importância para a manutenção das reservas e a continuidade da política econômica. A Tabela 1 oferece um resumo dos fluxos no período:

Tabela 1
Movimento de capitais – itens selecionados 1994/98
(US\$ milhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1994/98
IDE	1.738	3.309	11.261	17.877	26.002	60.187
Entradas	2.356	4.778	9.644	17.879	28.502	63.159
Retornos	618	1.469	-1.617	002	2.500	2.972
Portfólio ⁽¹⁾	7.280	2.294	6.040	5.300	-1.852	19.062
Entradas	25.142	24.838	26.078	39.552	31.830	147.440
Retornos	17.862	22.544	20.038	34.252	33.682	128.378
Empréstimos L.P. ^{(2) (3)}	3.534	8.382	13.473	4.499	24.609	54.497
Desembolsos	9.785	13.292	21.014	23.564	38.528	106.183
Amortizações	6.251	4.910	7.541	19.065	13.919	51.686
Empréstimos C.P. ⁽⁴⁾	3.803	1.495	6.117	-3.577	-12.415	-4.577
Desembolsos	28.161	29.656	35.773	32.196	19.781	145.567
Amortizações	24.358	28.161	29.656	35.773	32.196	150.144
Total	16.355	15.480	36.891	24.099	36.344	129.169
Ingressos	65.444	72.564	92.509	113.191	118.641	462.349
Saídas	49.089	57.084	55.618	89.092	82.297	333.180

⁽¹⁾ Investimentos em papéis domésticos de longo prazo e ações

⁽²⁾ Emissão de títulos, crédito comercial, empréstimos diretos, empréstimos junto a organismos e agências

⁽³⁾ Exclui refinanciamentos e empréstimos intercompanhias

⁽⁴⁾ Setor privado: linhas de crédito de curto prazo + obrigações de bancos comerciais

Fonte: Banco Central.

Como se percebe, o Investimento Direto Externo e os Empréstimos de Longo Prazo constituíram a maior parcela dos fluxos, correspondendo juntos a 88,7% dos US\$ 129 bi captados. Enquanto o IDE segue uma trajetória de

crescimento paulatino, os empréstimos caminham de forma irregular, com sobressaltos ao longo do período.

Os fluxos de IDE no período acompanham, conforme Carneiro (2000a) um fluxo de investimentos que tem início em 1994.⁷ Este ciclo esteve associado ao contexto externo favorável, mas também a elementos internos. O primeiro deles, como já destacamos, foi a onda de privatizações que se seguiu no período (principalmente nos anos de 96 e 97) com destaque para as vendas da Companhia Vale do Rio Doce, Empresas de Energia Elétrica estaduais e Sistemas Eletrobrás e Telebrás.

Um segundo fator relevante foi o crescimento da renda possibilitado pela estabilização dos preços. Setorialmente, os dados da SOBEET (1996) citados por Prates (2000b), dão conta que, naquele ano, 62% do IDE concentrou-se no setor de serviços. Além dos investimentos nas privatizações (setores de energia e, em menor peso, telecomunicações) foi grande o investimento no comércio e no setor financeiro. Os investimentos na indústria de transformação (um quarto do total do IDE em 96) concentraram-se em setores voltados ao mercado interno, onde ocorreu maciça compra de empresas privadas nacionais. As grandes multinacionais predominam nos setores mais dinâmicos do setor de bens de consumo (eletroeletrônicos e alimentícios) pois, conforme Laplane & Sarti (1997), têm no dinamismo e dimensão do mercado interno seu principal elemento de atração. De fato, a análise dos dados chama a atenção para o caráter financeiro dos investimentos. Isso fica claro quando constatamos o elevado percentual (76%) das fusões e aquisições no total do IDE do período. Ainda mais interessante é notar que as privatizações representaram praticamente a metade destas operações de fusão e aquisição nos anos de 1996 e 1997, conforme mostram os dados da Tabela 2.

(7) Até os anos anteriores os valores eram de pouca expressão: fluxos brutos de US\$ 1,3 e US\$ 0,9 bi; fluxos líquidos de US\$ 1,1 e US\$ 0,3 (!) em 1992 e 1993 respectivamente.

Tabela 2
Investimento Direto Estrangeiro: composição
(US\$ bilhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1994/98
IDE – Líquido total	1,7	3,3	11,3	17,9	26,0	60,2
IDE – Greenfield	0,4	0,7	6,6	5,3	1,4	14,4
IDE – Fusões & aquisições	1,3	2,6	4,7	12,6	24,6	45,8
Fusões & aquisições/total (%)	76,5	78,8	41,6	70,4	94,6	76,1
<i>memo:</i>						
IDE - Privatizações	–	–	2,3	5,2	6,1	13,7

Fonte: Banco Central do Brasil e UNCTAD.

As vendas das estatais domésticas também tiveram seus efeitos sobre o mercado de ações. Após uma retração dos fluxos em 1994/95, reflexo da crise mexicana, há um grande aumento em 1996 e primeiro semestre de 1997. De acordo com Prates (2000b), “havia um grande potencial de valorização das bolsas locais, associado ao processo de privatização em curso – que se iniciou tardiamente, quando as privatizações nos demais países da região já haviam sido concluídas”. Ademais, complementa, era baixo o custo das ações das empresas brasileiras comparação com outros mercados. No segundo semestre de 97, o Ibovespa já apresentava uma alta volatilidade, reflexo da Crise Asiática. O movimento de realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros continuará no ano seguinte com a Crise Russa e, como veremos, com as expectativas de mudança no câmbio.

No que tange ao endividamento externo, os anos 90 têm uma grande marca: o setor privado é o principal tomador de recursos. Esta mudança deu-se sobremaneira com o aumento da captação no mercado internacional de capitais, via emissão de títulos de dívida direta (*securities*). Essa modalidade de captação está sobremaneira vinculada à evolução dos mercados externos, de modo que os lançamentos estão sujeitos a grandes quedas em períodos de incerteza cambial – como nos primeiros semestres de 1994 e 1997 (Carneiro, 2000b). Neste sentido, em termos de qualidade (menores *spreads*, maiores prazos), os lançamentos tiveram seu auge em 1997, momento de maior expansão do mercado de títulos para países emergentes (Carneiro, 2000a). No ano de 1998, apesar de uma piora nas condições

de financiamento, as emissões atingiram um valor expressivo. Ademais, percebe-se uma alteração do ponto de vista dos agentes tomadores. Até 1996 eram os bancos a liderar as colocações. A partir de então, as grandes empresas⁸ avançam nesta fonte, aproveitando-se dos menores custos de captação no exterior.

Tabela 3
Emissões de Títulos no Exterior

	1994	1995	1996	1997	1998
Número de lançamentos	230	258	256	327	396
Valor (US\$ milhões)	11.572	13.474	16.978	25.864	43.230
Prazo Médio (anos)	5,0	5,0	6,0	9,6	7,9
“Spread” (pontos básicos)	492,0	502,0	474,0	404,1	538,0
Custo Global (% ^{a a})	11,0	11,0	11,0	10,3	10,7
<i>Memo: % da Captação Total</i>					
Setor Privado Financeiro	69,4	56,2	41,7	24,5	24,7
Setor Privado Não Financeiro	27,9	26,4	44,8	48,8	56,0
Setor Público	2,7	17,5	13,5	26,6	19,3

Fonte: Banco Central do Brasil.

Outro aspecto do financiamento externo é a emissão de DRs. Modalidade restrita às grandes empresas, desenvolveu-se e teve grande desempenho até 1997, quando os lançamentos passaram a sentir os efeitos da crise (Carneiro, 2000a).

O endividamento direto junto aos bancos continua sendo uma importante fonte de recursos, embora sofra uma mudança de perfil nos anos 90, com a diminuição dos créditos sindicalizados de médio e longo e prazo e o aumento do crédito de curto prazo. Além disso, decresce a participação do setor público nos empréstimos, conforme a Tabela 4:

(8) Os mercados internacionais de capitais são marcados pela seletividade. Somente as grandes instituições a eles têm acesso.

Tabela 4
Direitos dos bancos estrangeiros com relação ao Brasil
(US\$ bilhões e %)

	Total dos Direitos	Prazo Até 1 ano (%)	Setor (%)		
			Bancos	Empresas	Governo
Dez. 94	50,4	50,3	28,5	38,2	33,3
Dez. 95	57,4	55,9	30,6	40,1	29,2
Dez. 96	67,9	63,0	30,9	42,8	26,3
Dez. 97	75,5	64,2	35,6	45,5	18,7
Jun. 98	84,6	62,6	32,1	50,0	17,8

Fonte: BIS (1998), adaptado de Prates (2000).

Como regra geral, os créditos bancários de curto prazo estão associados ao financiamento do comércio exterior. Todavia, parte desses capitais veio ao país muitas vezes em busca de um diferencial de juros, segundo uma lógica especulativa. De qualquer modo, esta modalidade teve um considerável fluxo até 1996, quando os efeitos das crises se fizeram sentir. Seu caráter volátil ficou expresso no grande afluxo de recursos em 1997 e 1998.

2 Fluxos de capitais após 1999

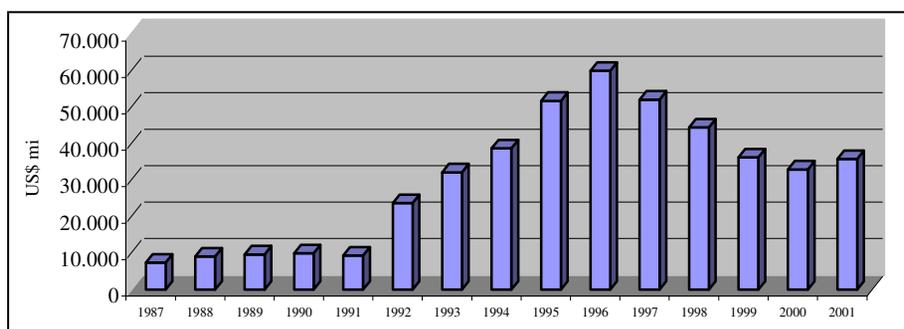
O abundante financiamento externo é, sem lugar a dúvida, uma das principais características da economia brasileira na década de 1990. Não obstante, o fluxo de capitais, tal qual já ensinara a história, tende a comportar-se de maneira cíclica, sujeito a períodos de grande abundância e escassez. O final da década, em meio a sucessivas crises abanadoras das finanças internacionais (Ásia e Rússia), mostrou-se um período de relativa retração dos fluxos, fruto, é claro, do remanejamento das carteiras dos grandes investidores internacionais.

No início de 1999, quando o câmbio flutuante é implantado, a economia brasileira passava por uma aguda crise de confiança. De fato, já em 1998 eram grandes as expectativas de que o regime de câmbio administrado não demoraria a lobrigar seu fim. Vale lembrar, ao fim daquele ano a equipe econômica acertara um empréstimo de mais de US\$ 40 bi junto ao Fundo Monetário Internacional. Ao fim

e ao cabo, a mudança no câmbio – e a maxidesvalorização do real – caracterizaram a “Crise Brasileira”.

Evidentemente, uma mudança no cenário internacional aliada a tal conjuntura desfavorável não poderia deixar de render (maus) frutos às Contas Externas. Isto fica claro quando nos debruçamos sobre o comportamento das reservas e da Conta financeira do BP.

Gráfico 1
Brasil: Reservas internacionais



Fonte: Banco Central do Brasil.

Tabela 5
Balança de pagamentos: conta capital e financeira
(US\$ milhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Conta capital e financeira	14.294	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319	19.326	27.925

Fonte: Banco Central do Brasil.

O movimento de influxo de recursos começa em 1992 (com início da conversibilidade da Conta Capital) e tem seu ápice em 1996, quando os fluxos atingem um nível recorde de quase US\$ 34 bi e as reservas atingem aproximadamente US\$ 60 bilhões. Não obstante, é deveras fácil notar que este ciclo sofre uma certa inflexão a partir de 1997. Ademais, é vigorosa a retração dos

fluxos em 1999 e 2000. Veremos que, a partir de então, os fluxos assumem não somente outra natureza mas outra composição.⁹

Tabela 6
Captação e Investimento externos: movimento líquido
(US\$ milhões)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Investimentos Externos</i>	6 552	17 406	24 748	26 997	29 460	33 574	27 196
IDE Líquido	3 309	11 261	17 877	26 002	26 888	30 498	24 715
Investimentos em ações	3 243	6 145	6 871	995	2 572	3 076	2 481
Negociadas no país - anexo IV	2 444	4 900	2 636	-2 785	1 490	-3 262	- 545
Negociadas no exterior – anexo V (ADR)	799	1 246	4 234	3 780	1 081	6 338	3 026
<i>Captação Externa</i>	17 541	14 807	173	11 957	- 924	-3 232	3 511
Títulos de renda fixa	7 129	15 876	4 037	17 587	971	5 575	-1 609
Negociados no país	- 915	- 65	-1 613	-2 932	-1 378	- 199	- 274
Negociados no exterior	8 045	15 941	5 650	20 520	2 349	5 774	-1 335
Empréstimos	5 493	3 270	5 879	4 035	1 354	-8 774	5 716
Moeda e depósitos	4 919	-4 339	-9 743	-9 665	-3 249	- 33	- 596
<i>Total</i>	24 093	32 213	24 921	38 954	28 536	30 342	30 707

Fonte: Banco Central do Brasil.

Investimentos externos

A tabela mostra que os fluxos de investimentos externos seguem uma trajetória crescente ao longo de todo o período. Indubitavelmente, se olhados em conjunto, esses fluxos apresentam volatilidade muito menor do que a captação de recursos. O direcionamento destes investimentos, entretanto, mostrou-se bastante distinto: enquanto os investimentos em ativos fixos crescem quase que linearmente, os investimentos em ativos financeiros têm uma severa redução.

O Investimento Direto Externo vêm se mostrando o fluxo de maior estabilidade. A despeito das turbulências advindas das crises, o país continuou a receber grandes somas desta modalidade, fundamentais para o financiamento do

(9) A exposição segue a divisão apresentada pelo Banco Central nos quadros do *Boletim do Banco Central* e das *Notas para a Imprensa – Setor Externo*, o que permite maior detalhamento da composição dos fluxos.

BP. Assim como no período precedente, tais fluxos assumem um caráter eminentemente patrimonial: embora a incorporação de ativos instrumentais (*greenfield investment*) tenha dado um salto em 1999, as fusões e aquisições mantêm parcela bastante elevada (mais da metade) do total dos fluxos líquidos.¹⁰

Tabela 7
Investimento Direto Estrangeiro: composição
(US\$ bilhões)

	Média 1994/98	1998	1999	2000	Média 1999-00
IDE – Líquido total	12,0	26,0	26,9	33,6	30,3
IDE – Greenfield	2,9	1,4	17,5	10,6	14,1
IDE – Fusões & aquisições	9,2	24,6	9,4	23,0	16,2
Fusões & aquisições/total (%)	76,1	94,6	34,9	68,5	53,6

Fonte: Banco Central do Brasil e UNCTAD.

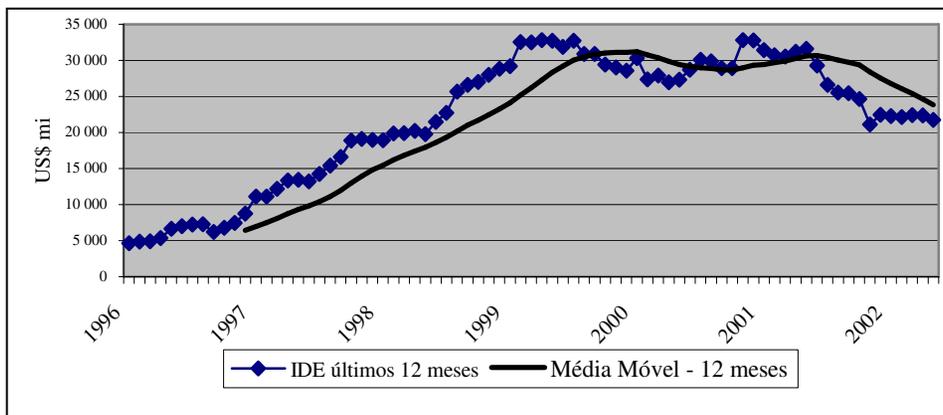
Outro aspecto também merece destaque: o peso das privatizações também não se reduziu. Em 1999, US\$ 8,7 bilhões ingressaram para tal negociata – o que equivale a 92% das fusões e aquisições e 32% do total de IDE. No ano seguinte, o montante destinado à compra de estatais foi de US\$ 7 bi, ou um quarto do IDE.

Dois problemas acompanham este padrão. Primeiramente, os fluxos têm determinado não o financiamento da ampliação da capacidade produtiva interna, mas uma simples transferência de propriedade: o país arca com os custos da remuneração deste capital – na forma de lucros – e não recebe os esperados benefícios de capacidade adicional (o que, a médio prazo, deve constituir-se grande peso para o balanço de pagamentos). Por outro lado, a elevada participação dos fluxos voltados à compra de empresas domésticas (privadas e sobretudo estatais) lança dúvidas sobre a continuidade dos fluxos. Esta preocupação será ainda maior conforme os fluxos de IDE se tornem relativamente mais importantes, constituindo parcela maior do total dos recursos internalizados.

(10) O volume de fusões e aquisições no ano de 2001 deve constar do *World Investment Report 2002* – UNCTAD, não publicado até o término deste trabalho.

Sob esta perspectiva, convém atentar para uma outra colocação. Após um longo período de crescimento dos fluxos, 2001 apresenta uma notável diminuição dos ingressos líquidos. Este valor, é claro, foi influenciado por problemas na infraestrutura interna, expostos pela crise energética. Uma análise de tendências, cumpre mostrar, indica um cenário menos otimista.

Gráfico 2
Investimento Direto Estrangeiro



Fonte: Banco Central do Brasil.

Esta tendência de minoramento do último biênio pode estar inscrita mesma em um movimento mais estrutural. Conforme relatório da CEPAL os fluxos internacionais de IDE sofreram uma redução em 2001, fruto da desaceleração americana e das baixas perspectivas de crescimento de Europa e Japão. O continente latino-americano, particularmente, sente esta inflexão já em 2000 – movimento que não é acompanhado pelos demais economias em desenvolvimento. A estimativa da instituição é de que os fluxos em 2001 tenham ficado próximos dos níveis de 1997.

Tabela 8
Distribuição regional dos fluxos líquidos de IDE
(US\$ bilhões)

	Distribuição do IDE Líquido						
	US\$ bi						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 ^(*)
Total Mundial	331	385	478	693	1075	1271	760
Países em desenvolvimento	113	152	187	188	222	240	225
América Latina e Caribe	31	52	77	85	105	88	80

^(*) Estimativa

Fonte: CEPAL (2002).

Por fim, é mister registrar um outro ponto. A manutenção da taxa de juros real em patamar bastante elevado tem constrangido o crescimento econômico. Refém do acerto inflacionário, a política monetária reduz os lucros empresariais, impedindo novos investimentos de empresas domésticas e estrangeiras.

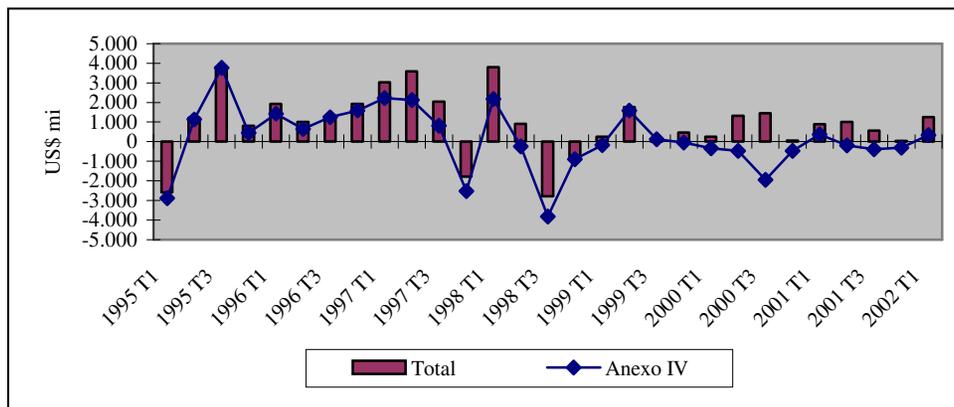
A outra forma de investimento estrangeiro, aquele destinado à compra de ações, teve comportamento muito distinto, a saber, muito mais irregular e volátil. Os vultosos ingressos de 1996/97 são interrompidos por enérgica contração em 1998 e, nos anos dois que se seguem, a retomada dos fluxos alcança somente a metade dos grandes valores daquele biênio.

Em verdade, os dados revelam uma mudança de composição nestes fluxos. Enquanto as ações negociadas no país respondem pela maior parte dos ingressos até 1998, o lançamento de ações em bolsas estrangeiras (via *Depositary Receipts*) será a principal forma de aplicação após a desvalorização cambial (sobretudo 2000 e 2001). Estes movimentos ficam claros a partir do Gráfico 3.

O total dos investimentos em ações acompanha o movimento do Anexo IV¹¹ até o terceiro trimestre de 1999, quando o saldo das aplicações nas bolsas domésticas passa a se mostrar negativo. Há um descolamento entre a evolução das duas curvas e, a partir de então, o ingresso líquido será garantido pelo Anexo V.

(11) Conforme os registros na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) os anexos são: I – Sociedades de Investimento; II – Fundos de Investimento; III – Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários; IV – Investimentos Institucionais; V – *Depositary Receipts*.

Gráfico 3
Investimentos externos em ações



Fonte: Banco Central do Brasil.

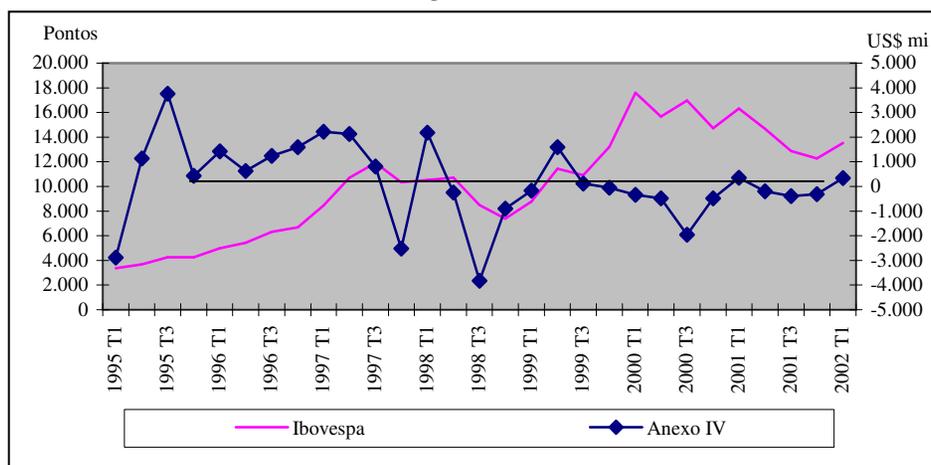
Observando a evolução dos fluxos via Anexo IV, consegue-se identificar três períodos distintos (conforme Gráfico 4). Um primeiro, entre 1994 e 1997, em que as aplicações acompanham as privatizações e a valorização da bolsa doméstica. Entre o terceiro trimestre de 1997 e o meio de 1999, este fluxo revela toda a sua volatilidade em meio às crises e à flutuação cambial.¹² A partir do segundo semestre de 1999, inicia-se uma tendência de retornos líquidos.

A mudança cambial parece ter afetado fortemente este último movimento. A estabilidade do câmbio permitia fazer da bolsa doméstica um grande palco para ganhos de curto prazo. Com a introdução do risco cambial, esta operação tornou-se pouco atraente. Por outro lado, a tendência à saída destes capitais pode refletir a decisão pela realização de lucros passados ou uma mudança da estratégia dos agentes ao comporem suas carteiras. Muitos mercados emergentes foram afetados pela queda das Bolsas americanas e européias. Segundo BIS (2001), análises econométricas indicam grande influência do comportamento da Nasdaq sobre as bolsas latino-americanas. Ademais, como é sabido, a onda de privatizações no Brasil reduz-se nestes anos, o que pode ter tido a sua influência.

(12) A volatilidade deste fluxo já se havia revelado em 1995 – após a crise do México – com uma fuga de quase US\$ 3 bi. A crise asiática resultou na saída de mais US\$ 2,5 bi no final de 1997. A fuga de mais de US\$ 4 bilhões no final de 1998 – quando o Real sucumbia à especulação – é, no entanto, uma cifra singular.

O que muito chama a atenção, no entanto, é o fato de que esta saída de recursos, entre o segundo semestre de 1999 e o final de 2000, ocorre diante de uma valorização da principal Bolsa Doméstica, a Bovespa (Gráfico 4). Poder-se-ia supor que a maior rentabilidade das ações levaria a uma entrada – e não saída de recursos. O caráter restritivo destes fluxos, voltados a um seletivo número de ações (de alguns setores de infra-estrutura e serviços) pode ter explicado este movimento. A abertura financeira, ao contrário do que se argumentava, implicara numa concentração ainda maior dos negócios na Bolsa brasileira – conforme Prates (2000a).

Gráfico 4
Ibovespa vs Anexo IV



Fonte: Banco Central do Brasil e Bovespa.

Se tomarmos, no entanto, o comportamento do Ibovespa em dólares, as indicações podem ser outras. A expectativa de nova desvalorização da taxa de câmbio pode ter levado a uma postura defensiva, realizando lucros e antecipando eventuais perdas. Conforme BBV (2001), o índice Ibovespa, em dólares, decresce no período, o que explicaria a saída dos capitais.

O Anexo V, por sua vez, encontra grande desenvolvimento neste último período. Seu principal instrumento, o ADR (*American Depositary Receipt*) vem se

afirmando como um das principais formas de captação de recursos da grande empresa. Embora importante para o financiamento das contas externas, além de ser um mecanismo marcado pela seletividade (dado o rigor das exigências institucionais), a maior parcela das negociações refere-se a ações já existentes, o que equivale a um deslocamento das negociações para as bolsas americanas e um menor dinamismo do mercado secundário nacional (CECON, 2002). Ademais, quanto mais importante o volume de *DRs*, maior a correlação das variações dos preços das ações entre a bolsa de valores interna e as bolsas externas (Carneiro, 2000a). De uma forma geral, pode-se argumentar que esta mudança de importância entre os anexos representa a transferência do risco-cambial para o agente interno, visto que o pagamento de dividendos destas ações será feito diretamente em dólares – e não mais em moeda nacional a ser convertida.

Captação externa

A Captação Externa de recursos viu-se seriamente prejudicada com as turbulências internacionais e com a crise cambial brasileira. Primeiro, a captação total cai de US\$ 27 bi em 1996 para módicos US\$ 1,2 bi em 1997. Após uma recuperação em 1998, tem-se um envio líquido de recursos no biênio 99-2000, com uma nova retomada dos fluxos em 2001. As modalidades de captação seguem, no entanto, trajetórias distintas.

Os fluxos líquidos de capitais oriundos do mercado internacional de títulos constituíram a principal forma de captação em 1995 e 1996, apresentando uma forte retração após a desvalorização cambial em 1999. O saldo recorde de US\$ 20 bi referente a estas negociações em 1998 foi reduzido a praticamente 10% do seu valor no ano seguinte. Só no primeiro trimestre de 1999, o fluxo líquido de títulos chegou a um saldo negativo US\$ 7,3 bi (quase todo ele referente a *commercial papers*).¹³

(13) Além da piora das condições para novas colocações, o ambiente de incerteza implica a saída de recursos. Embora os títulos negociados internamente correspondam a parcela reduzida do total, a instabilidade acerca do câmbio pode determinar uma grande fuga de divisas. Para se ter uma idéia do problema, entre jul./98 e jun./99, as despesas com títulos negociados no país chegaram a nada menos do que US\$ 10 bilhões.

Para além dos efeitos mais imediatos das turbulências cambiais, verifica-se que entre 1999-2001 o fluxo líquido de *securities* se viu seriamente deteriorado. Os desembolsos de bônus, embora tenham elevado seu patamar, não foram capazes de compensar a severa redução nos fluxos de *commercial papers* e o grande montante de amortizações do período.

Tabela 9
Títulos de renda fixa negociados no exterior
(US\$ milhões)

	1998	1999	2000	2001
Total	20 520	2 349	5 774	-1 335
Bônus	-169	3 300	3 707	1 160
<i>Desembolsos</i>	2 698	7 708	12 222	9 699
<i>Amortizações</i>	2 867	4 408	8 515	8 539
Notes e Commercial Papers	20 629	-1 388	1 886	-3 118
<i>Desembolsos</i>	24 940	11 976	6 496	7 350
<i>Amortizações</i>	4 311	13 364	4 610	10 468
Títulos de curto prazo	60	437	181	623

Fonte Banco Central do Brasil.

Não somente foi notável a queda das emissões, como houve também uma piora na qualidade do financiamento. Em comparação a 1998 e anos anteriores, percebe-se um acelerado encurtamento do prazo médio das captações assim como um aumento do *spread* exigido.¹⁴

Tabela 10
Emissão de títulos no exterior

	Média 94/98	1998	1999	2000 (*)
Número de lançamentos	367	396	423	119
Valor (US\$ bilhões)	27,8	43,2	27,9	17,3
Prazo Médio (anos)	8,4	7,9	5,3	4,0
“Spread” (pontos básicos)	603	538	646	626
Custo Global (% ^{a a})	13,5	10,7	11,9	12,5

(*) Janeiro-Agosto

Fonte: Banco Central.

(14) Conforme BIS (2002), esta tendência de deterioração do perfil dos lançamentos também é constatada em 2001.

Estas linhas de financiamento estão sujeitas a constante “rolagem”. Enquanto há estabilidade e liquidez nos mercados, a amortização de obrigações é freqüentemente postergada via refinanciamentos. Quando a incerteza e falta de liquidez têm lugar, as novas colocações passam muitas vezes a incluir cláusulas de *put option* (resgate antecipado). Se considerada a parcela dos títulos com esta condição, o perfil acima descrito é ainda pior. Conforme CECON (2002), a razão de 50% em 1997 já havia alcançado 80% em 2000.

Todo este quadro caminha em consonância com a evolução dos mercados internacionais de capitais. Em paralelo aos mercados de ações, os mercados de títulos também são atingidos pela deflação de ativos que acomete as bolsas americanas (sobretudo Nasdaq). Tendo seus títulos procurados para *hedging* ou *benchmark pricing*, os tomadores mais bem classificados (*highly rated issuers*) não são afetados por estas flutuações. A redução das expectativas de lucros empresariais e o aumento da percepção de risco dos investidores implicaram, no entanto, em uma sensível deterioração das possibilidades e das condições de financiamento para os mercados emergentes BIS (2001).

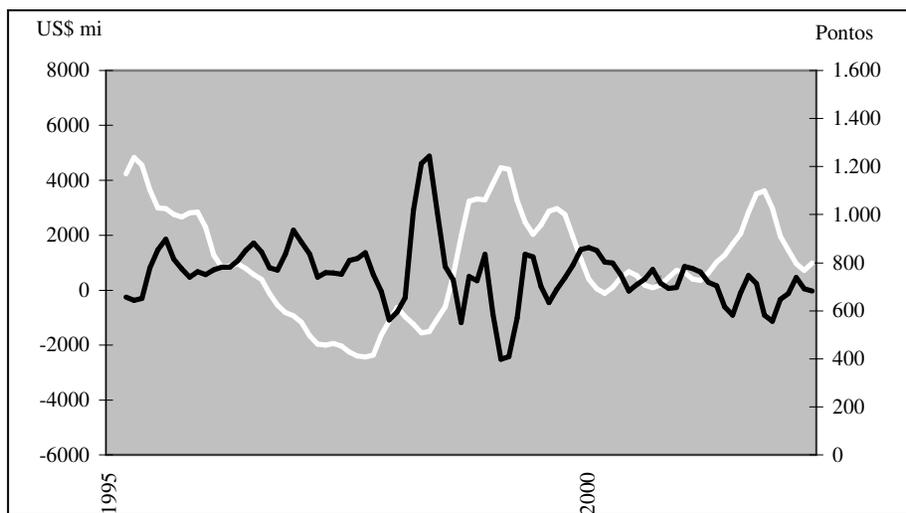
A contribuição do endividamento em títulos ao financiamento da economia brasileira é considerável. Constituiu-se sobretudo num instrumento utilizado pelas grandes empresas para financiamento de capital de giro e do investimento (CECON, 2002).¹⁵ Sua exacerbada instabilidade, no entanto, é um sério problema para as contas externas. Um problema exógeno, concentrado na própria dinâmica dos mercados.

“A volatilidade dos fluxos reflete o caráter bastante seletivo dos mercados de títulos, marcado por uma forte hierarquia que tem, no topo, os títulos do Tesouro Americano seguidos dos papéis dos demais países desenvolvidos, dos bônus corporativos das grandes empresas e bancos e, por fim, os títulos corporativos de alto risco, os bônus soberanos dos países emergentes e os das suas empresas. Qualquer distúrbio no ambiente internacional ou doméstico determina uma ampliação significativa do prêmio pago pelos títulos de pior classificação” (CECON, 2002).

(15) O trabalho complementa: “Desse ponto de vista não há nada de novo no processo ou seja, novamente nos defrontamos com a incapacidade histórica do sistema bancário privado nacional em fornecer crédito nos volumes, prazos e custos demandados pelo setor produtivo”.

De fato, um maior prêmio tende a significar menores captações. O Gráfico 5, é um bom indicativo. Se compararmos uma linha de tendência da evolução do prêmio de risco brasileiro (medido pela diferença entre os retornos do C-Bond e o Título do Tesouro Norte-americano nos mercados secundários) com a evolução dos fluxos de títulos, percebemos que a correlação além de negativa, é muito elevada: aumentos do risco-país tendem a se refletir em reduções dos fluxos de títulos (*e vice-versa*).

Gráfico 5
Emissão de Títulos vs Prêmio de Risco (*)
Média Móvel – 3 meses



(*) O prêmio de risco está indicado pela linha clara

Fonte: Banco Central e Gazeta Mercantil – Elaboração própria.

As operações de empréstimo externo também se mostraram reversíveis, sujeitas aos dissabores do sistema bancário internacional.

Tabela 11
Empréstimos estrangeiros
(US\$ milhões)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Total de Empréstimos	5.493	3.270	5.879	4.035	1.354	-8.774	5.716
Autoridade Monetária ⁽¹⁾	- 239	-387	-153	8.944	2.803	-10.434	6.639
Demais Setores ⁽²⁾	5.732	3.657	6.033	- 4.909	-1.449	1.660	-923
<i>Longo Prazo</i>	-841	-3.519	8.278	6.495	-1.997	2.736	-167
<i>Curto Prazo</i>	6.573	7.176	-2.246	-11.404	548	-1.077	864

⁽¹⁾ Operações de regularização (FMI, BIS e outros) e Outros empréstimos de Longo Prazo

⁽²⁾ Organismos, Agências, Compradores e Empréstimos Diretos

Fonte: Banco Central do Brasil.

De uma forma geral, os empréstimos privados seguiram robustos até 1998: em 1995/96 prevaleceram as tomadas de curto prazo (duramente cerceadas pela Crise asiática e pelo ambiente de incerteza que se seguiu) enquanto que em 1997/98 os tomadores procuraram as captações de prazo mais longo (com maiores custos, evidentemente). A partir de então os desembolsos foram em muito reduzidos, tanto a curto quanto a longo prazo. Apesar de um desempenho regular em 2000, o cumprimento de obrigações do setor público torna o saldo negativo, situação que se inverte em 2001.

As condições de financiamento junto aos bancos internacionais refletem em muito o ambiente de confiança dos mercados globais. Tal qual nos mercados de dívida direta, a intermediação bancária reage com aumento de *spreads* e restrição de concessões em meio a um ambiente de incerteza. Ademais, há um debate na literatura sobre o caráter pró-cíclico ou contra-cíclico dos empréstimos em relação ao ciclo econômico dos países credores (.Jeanneau & Micu, 2002). A implementação do regime de câmbio flutuante, não obstante, parece ter também um importante peso neste movimento. As linhas de curto prazo estão fortemente concentradas, é verdade, no financiamento do comércio exterior (capital de

empréstimo para empresas importadoras e exportadoras).¹⁶ No entanto, parte desses capitais migrava para o país em busca de ganhos especulativos. No regime de câmbio fixo, os próprios bancos e alguns grandes tomadores lucravam com operações de arbitragem em função dos diferenciais de taxa de juros CECON (2002). Com a flutuação, esta aplicação especulativa deixa de ter risco reduzido e é, portanto, desestimulada. O trabalho de Jeanneau & Micu (2002) corrobora o argumento, e advoga em favor de evidências que comprovam o estímulo de regimes de câmbio fixo à tomada de empréstimos bancários internacionais.

As transferências de recursos vis Moeda e Depósitos mantiveram sua trajetória anterior. Apresentando saldos líquidos negativos desde 1995, esta conta registra o envio de recursos ao exterior na forma, sobretudo, de depósitos em grandes bancos internacionais. O que os dados demonstram, como se poderia supor, é o destacado acréscimo dos fluxos de saída nos períodos de instabilidade, tal qual no período 1997/99. A fuga para a segurança dos agentes domésticos determinou a saída de mais de US\$ 22 bi, um fardo um tanto molesto para as contas externas.

Conclusões

Este trabalho demonstrou analisar o movimento recente dos fluxos de capitais para a economia brasileira. Percebe-se que, após as crises financeiras do final da década (Ásia e Rússia) e da maxidesvalorização do Real (Jan./1999) há uma notória mudança na composição nos fluxos de capitais. Bem observando os dados, percebe-se também que elementos internos, a saber, o regime de política macroeconômica – em especial a flutuação cambial –, também influenciaram esta mudança. As principais distinções entre os períodos analisados podem ser assim sintetizadas:

(16) Outra importante forma de financiamento do comércio exterior são os créditos comerciais (junto a fornecedores). Embora considerados pelas contas nacionais como investimento estrangeiro, não serão aqui analisados. Estes refletem em muito a evolução do comércio internacional e são, em grande parte, obtidos via financiamento intermediado por uma das partes, junto a agências de fomento ao intercâmbio – como os *Export and Import Banks (Eximbanks)* – ou a bancos comerciais especializados.

- menor importância dos investimentos em ações para o financiamento externo;
- deslocamento dos investimentos em ações para as bolsas estrangeiras (via DRs);
- redução de fluxos especulativos de curto prazo;
- maior participação e importância do IDE no financiamento externo;
- redução dos fluxos líquidos e piora nas condições de financiamento em títulos de dívida direta – *securities*;
- redução dos fluxos referentes a empréstimos bancários, sobretudo de curto prazo.

A grande semelhança, entre os dois períodos é, infelizmente, a continuidade da enorme dependência de fluxos externos. Apesar dos benefícios trazidos pela flutuação cambial, os fluxos líquidos de capitais permaneceram extremamente sensíveis à evolução dos mercados globais. A economia brasileira, em consequência, extremamente vulnerável em suas contas externas.

Bibliografia

AKYÜZ, Y. *On financial openness in developing countries*. Genebra: UNCTAD, 1993.

BANCO BBV. *Comentário Semanal*, 11 out. 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*. Jun. 1999.

_____. *Relatório Focus – Balanço de Pagamentos 2000*. 6 fev. 2001.

_____. *Relatório Focus – Recursos Adicionais para o BP*. 25 jun. 2001.

_____. *Relatório Focus – Usos e Fontes 2001 e 2002*. 9 out. 2001.

_____. *Relatório Focus – Explicação para Usos e Fontes*. 31 out. 2001.

_____. *Relatório Focus – Emissão de Bônus no Exterior em 2002*. 27 dez. 2001.

_____. *Relatório Focus – Setor externo 2001*. 2002.

_____. *Boletim*. (Diversos números).

_____. *Notas para a Imprensa Setor externo*. (Diversos números).

_____. *Balanço de Pagamentos. Séries Históricas*.

- BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, L. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- BIS – Bank for International Settlements. *71st Annual Report*. Basel, 2001.
- _____. *72nd Annual Report*. Basel, 2002.
- CARNEIRO, R. M. *Reformas liberais, estabilidade e estagnação* (A economia brasileira na década de 90). Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2000a. (Tese, Livre Docência).
- _____. Políticas liberais, estabilização e crescimento (Uma avaliação do Plano Real). In: CARNEIRO, R. M. et al. *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Fundap, 2000b.
- _____ et al. *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Fundap, 2000b.
- CENTRO DE ESTUDOS E CONJUNTURA E POLÍTICA ECONÔMICA – CECON. Entra e sai. *Carta Capital*, São Paulo, jan. 2002.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE – CEPAL. *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile, 2002.
- JEANNEAU, S., MICU, M. Determinants of International Bank lending to emerging market countries. *BIS Working Paper*, n. 112, 2002.
- LAPLANE, M. F., SARTI, F. Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, 1997.
- PRATES, D. M. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2000a. (Dissertação, Mestrado).
- _____. Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In: CARNEIRO, R. M. et al. *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Fundap, 2000.
- STUDART, R. et al. *Economia monetária*. São Paulo: Makron Books, 2001.