

Os fluxos externos de capitais privados no Brasil – 1991-04

Roberto Marcantonio

Economista da FEE.

Resumo

Este artigo analisa a evolução dos fluxos líquidos do financiamento externo privado na economia nacional, entre 1991 — ano da liberalização dos fluxos internacionais de investimentos no Brasil — e 2004. Examina a contribuição dos investimentos diretos, dos investimentos em carteira e de outros investimentos para o financiamento externo total. As duas primeiras categorias de investimentos citadas foram as únicas fontes efetivas de financiamento. Para melhor elucidar os fatos, o artigo toma como referência as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional e a liberalização dos fluxos internacionais de recursos no Brasil. A razão de fundo do artigo é tentar, a despeito das dificuldades, contribuir para o estabelecimento de bases para avaliar as perspectivas do financiamento externo no País.

Palavras-chave: Securitização; liquidez internacional; desequilíbrios domésticos.

Abstract

This paper examines the evolution of the net flow of private foreign financing in Brazilian's economy, from 1991 — the year of opening to foreign investments flow in Brazil — to 2003. It analyzes the contribution of direct investments, portfolio investments, derivatives and the so called other investments for the total external financing of national economy. In order of elucidate better the facts, this paper examines the transformations that occurred in the international financial system and the opening to capital flows in Brazil. The bottom line of this paper is endeavor to contribute, despite the difficulties, improve de conditions to asses the perspective of foreign financing in Brazil.

Artigo recebido em 26 out. 2005.

Introdução

Este artigo examina a evolução dos fluxos anuais do financiamento externo na economia nacional, desde que nesta se liberalizou, em 1991, a mobilidade internacional dos capitais. Nos anos finais da década de 80 e nos iniciais da de 90, verificou-se a retomada das entradas voluntárias de recursos externos na América Latina e no Brasil, depois de longos anos de escassez, devido à crise da dívida externa. A retomada dos financiamentos foi determinada por um conjunto de fatores. Dentre eles, cabe destacar o processo de mudanças do sistema financeiro internacional, intensificado na década de 80, nos países desenvolvidos. Os elementos centrais dessas mudanças foram a proliferação dos bancos internacionais, o advento dos chamados novos instrumentos financeiros, a liberação das atividades de financeiras e a emergência das novas fontes de financiamento — as companhias de seguro, os fundos de aposentadoria e as grandes corporações. Essas alterações não ocorreram de inopino, mas aprofundaram tendências manifestadas — não apenas as citadas anteriormente — desde a segunda metade da década de 60. Essas mudanças chegaram aos países em desenvolvimento principalmente nos anos 90.

Um aspecto crucial das mudanças do sistema internacional de crédito foi o advento dos novos instrumentos financeiros voltados para a aquisição de títulos de renda fixa negociáveis em mercados secundários organizados e de ações, os quais, no balanço de pagamentos, passaram a ser registrados como investimentos em carteira. Excluídos os investimentos diretos, os investimentos em carteira tornaram-se praticamente a forma exclusiva de financiamento internacional, suprimindo a lacuna deixada pelos empréstimos sindicalizados — operações compartilhadas por um conjunto de bancos para diluir riscos —, que foi o instrumento dominante anteriormente. Nos anos 80, a crise da dívida externa nos países em desenvolvimento e a quebra de bancos e de grandes corporações em países desenvolvidos abalaram a credibilidade do sistema bancário, diminuindo seus fundos para empréstimos. Deduz-se que os bancos arcaram com grandes prejuízos, inclusive pela desvalorização de suas ações. Desde então, os empréstimos sindicalizados mergulharam num impasse crítico definitivo, declinando globalmente, e, ao menos nos países em desenvolvimento, seus fluxos líquidos tornaram-se negativos.

Diz a autora D. M. Prates:

“Essas transformações [do sistema financeiro internacional] tiveram como conseqüências o aumento significativo dos fluxos financeiros internacionais e mudanças em sua natureza. Os investimentos em portfólio — aquisição de títulos de renda fixa e ações — constituem, atualmente, o principal componente dos fluxos de capitais globais e daqueles direcionados ao países em desenvolvimento, ante os empréstimos bancários sindicalizados, que predominavam nos anos 70” (Gooptu, 1993; Baer, 1995 apud Prates, 1999).

Sobre os determinantes do retorno dos financiamentos externos à América Latina, diz Prates:

“A partir do final dos anos 80, os fluxos de portfólio foram direcionados, de forma crescente, para as economias latino-americanas, estimulados por um conjunto de fatores (Steiner, 1994 apud Prates, 1999). Alguns autores, dentre eles El-Erian (1992 apud Prates, 1999), enfatizam a importância dos fatores internos — os programas de estabilização e ajuste nos moldes recomendados pelos organismos multilaterais e os acordos de renegociação de dívida externa —, enquanto outros, como Calvo, Leiderman e Reinhart (1993 apud Prates, 1999), interpretam o ciclo recente de endividamento como determinado, em última instância, por fatores externos, especialmente a queda da taxa de juros e a recessão nos países centrais” (Prates, 1999).

Este artigo tem como propósito analisar a evolução da conta financeira nacional entre 1991 e 2004, o que implica examinar as principais modalidades do financiamento externo da economia, nomeadamente os investimentos diretos, os investimentos em carteira e os outros investimentos.¹ São avaliados apenas os fluxos de capitais privados, o que significa que foram excluídas

¹ Os derivativos são registrados, na conta financeira, ao lado dos investimentos diretos, dos investimentos em carteira e de outros investimentos. Contudo, no caso brasileiro, dois aspectos caracterizam os derivativos: (a) de modo geral, as cifras registradas são negativas; sempre foram negativas na vigência do regime de câmbio flutuante; (b) os valores dos derivativos, no Brasil, no período observado, foram, em geral, pouco ou totalmente expressivos, quando comparados com as demais grandes rubricas da conta financeira. Neste artigo, essas características relegaram os derivativos a referências mínimas. De fato, os derivativos não caracterizam uma modalidade de financiamento externo, mas os pagamentos devidos por um serviço.

as operações de regularização com o FMI e as outras operações de regularização, além das operações com agências e organismos. Essa subtração oferece duas vantagens: deixa mais visível a instabilidade dos fluxos de financiamentos privados e torna as séries dos dados nacionais comparáveis com as estatísticas do FMI referentes aos países em desenvolvimento. A despeito de todas as incertezas inerentes à evolução vindoura dos fluxos dos investimentos externos, o intuito último deste artigo é tentar identificar elementos que permitam melhor especular sobre as possibilidades futuras do financiamento estrangeiro no Brasil.

Além desta **Introdução**, este artigo se compõe de duas seções e das **Considerações finais**. A primeira seção aborda dois fatores importantes na determinação da evolução do financiamento da economia brasileira. Esses fatores são a securitização do processo de endividamento internacional em escala mundial, a partir dos anos 80, e a liberalização dos fluxos financeiros internacionais no Brasil. Tomamos o início do processo de liberação financeira referido como critério para definir o ponto de partida do período examinado pelo artigo. A segunda seção descreve a trajetória dos fluxos de financiamento externo no Brasil, procurando abarcar seus principais condicionantes; como pano de fundo desse exercício, tomamos a evolução dos fluxos internacionais de financiamento nas economias em desenvolvimento.

Dois condicionantes dos fluxos de capitais internacionais no Brasil

Vários fatores interferem — seja nos fluxos de liquidez internacional global, seja nos fluxos de financiamento externo — numa economia nacional específica. Esta seção aborda dois condicionantes dos fluxos internacionais de capital que exercem ou passaram a exercer influência no Brasil. Eles se referem, o primeiro, à securitização das operações internacionais de financiamento e, o segundo, à liberalização dos fluxos internacionais de capital no País como forma de adequação à nova configuração do sistema financeiro internacional. A abordagem desse tema é crucial para elucidar a evolução do financiamento externo da economia nacional no período examinado.

No que respeita à securitização das operações internacionais de crédito, interessa defini-la, datar sua emergência e ressaltar sua importância. Esse exercício

permite compreender aspectos relevantes da natureza do novo sistema internacional; isso possibilita que um conjunto de fatos nacionais correlacionados seja melhor compreendido.

As *securities* são instrumentos financeiros que sucederam e deslocaram em importância os instrumentos dominantes em um período anterior. Estes últimos são os empréstimos sindicalizados, compartilhados por um consórcio de bancos para reduzir riscos e concedidos a partir de um contrato entre as partes credoras e devedora(s). Nos empréstimos sindicalizados, um aspecto crucial reside em que o contrato de débito-crédito não encontra um mercado organizado onde o credor possa vendê-lo. Assim, o crédito não é líquido antes da data do vencimento; mais do que isso, o valor efetivo do crédito — valor de mercado — carece de um mecanismo de explicitação. Logo, a eventual inadimplência de devedores “pesados” lança suspeita sobre o valor da carteira dos ativos bancários e sobre a solidez financeira dos próprios bancos. Nessas circunstâncias, estes arcam com prejuízos, porque os investidores retraem suas aplicações nas instituições atingidas, diminuindo seu *funding*, portanto, sua capacidade de empréstimo. Como exemplo, constatamos que os depósitos captados pelos bancos internacionais junto a não-bancos caíram de US\$ 63,0 bilhões em 1982 para US\$ 40 bilhões em 1984; os empréstimos bancários, nos mesmos anos, caíram de US\$ 80 bilhões para US\$ 40 bilhões (Ferreira; Freitas, 1990). Por isso, no sistema bancário, aumentam as perdas realizadas e os riscos das perdas potenciais. No limite, se o banco não escapar suficientemente da rota de prejuízos, sua sobrevivência estará em risco.

Desde os anos 60, identifica-se uma sucessão de fases na transformação do sistema financeiro internacional. No entendimento dos Economistas Ferreira e Freitas, a securitização é o aspecto distintivo do processo de transformação dos mercados financeiros internacionais nos anos 80 (Ferreira; Freitas, 1990). Para esses autores, a securitização das operações de empréstimos — entendida como processo de crescente abrangência — teria estado condicionada, em parte, à alteração ocorrida, a partir de 1982, nos fluxos internacionais de liquidez. Esse fato, por seu turno, teria resultado do seguinte conjunto de fatores: queda dos superávits em transações correntes dos países exportadores de petróleo e, pela mesma razão, redução das inversões financeiras desses países no euromercado; recuperação econômica dos países desenvolvidos; transformação dos Estados Unidos em receptor líquido de recursos; e crise da dívida externa de países do Terceiro Mundo. Ademais, à mesma época, emergiram

as novas fontes internacionais de recursos: os fundos de pensão, as companhias de seguros e as grandes corporações. Contudo, frente à perda de credibilidade que se abateu sobre o sistema bancário, as novas fontes de recursos evitaram as operações intermediadas por esse sistema. Assim, passaram a emprestar, através de instrumentos de dívidas diretas para tomadores de “excelente risco” — governos e corporações relativamente líquidas —, a um custo inferior ao do crédito bancário. Os instrumentos de dívidas diretas são, no caso, as *securities*, ou *bonds*, títulos emitidos pelo devedor e negociáveis a qualquer momento em mercados organizados. Respeitadas essas características essenciais, as *securities* assumiram, no transcurso do tempo, uma variedade de formas que perseguiram o objetivo de dirimir ou transferir riscos. Rapidamente, elas atingiram abrangente proporção dos empréstimos internacionais e ampliaram a magnitude dos mesmos:

“Em 1981, a emissão de *securities* respondia por $\frac{1}{4}$ do fluxo de endividamento global do sistema financeiro internacional, com os restantes $\frac{3}{4}$ sendo compostos por empréstimos sindicados. Essa participação [foi] rapidamente revertida e, já em 1985, o mercado de bônus alcançava mais de 90% do fluxo de endividamento total, chegando ao valor US\$ 213 bilhões (US\$ 289,8 bilhões em 1986), contra US\$ 45 bilhões em 1981. Os empréstimos sindicados foram reduzidos de US\$ 131,5 bilhões em 1981 para US\$ 37,8 bilhões em 1986, sendo que, neste último ano, cerca de 20% do total representavam empréstimos ‘não espontâneos’, ligados a pacotes de reescalonamento das dívidas de países endividados” (Ferreira; Freitas, 1990).

Apontamos, mais adiante, a grande participação dos investimentos no financiamento externo do Brasil, principalmente entre 1991 e 1998. A citação acima elucida uma das causas internacionais dessa participação; outra causa relevante do mesmo fato foi a liberalização financeira externa nacional, por franquear a presença dos investimentos em carteira.

A liberalização das relações financeiras externas nacionais objetivou adequar a legislação específica nacional à nova realidade do sistema financeiro internacional. A presente abordagem visa datar e caracterizar a emergência das citadas regras liberalizantes. Esta exposição segue duas linhas: primeiro, são mencionadas as mudanças institucionais que definiram as possibilidades — antes inexistentes — da presença dos investimentos de portfólio estrangeiros no Brasil; segundo, são

apontadas medidas liberalizantes, que instituem instrumentos de captação para uso das instituições financeiras e não financeiras residentes.

O primeiro passo para abrir a economia nacional aos investimentos de portfólio foi a instituição do Anexo IV à Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1.289/87, a qual disciplina os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas; o Anexo IV foi instituído pela Resolução nº 1.832/91 do CMN.

“Ao contrário dos demais anexos dessa Resolução (n. 1.832/91), que exigem a constituição de sociedade ou fundo de investimento para ingresso no País, o Anexo IV não está sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência, e permite a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, definidos como fundos de pensão, companhias de seguro, instituições financeiras estrangeiras, fundos de investimentos constituídos no exterior etc. (...) o Anexo IV concede liberdade ao investidor na constituição das carteiras (...)” (Prates, 1999).

Os investidores estrangeiros passaram a participar do mercado financeiro nacional também pela aquisição de cotas de quatro diferentes modalidades de fundos de investimento, criadas na década de 90. Os Fundos de Privatização-Capital Estrangeiro foram autorizados, em 1991, para a aquisição de papéis de empresas em processo de privatização e de moedas de privatização. Em 1993, foram instituídos os Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro, que disponibilizam um conjunto de aplicações de renda fixa. Em 1996, duas modalidades preexistentes de fundos de investimentos foram abertas ao capital estrangeiro: os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes e os Fundos de Investimento Imobiliário (Prates, 1999).²

Da liberalização financeira nacional, resta mencionar as medidas referentes à tomada de recursos no exterior por parte de instituições financeiras e não financeiras residentes. A exposição a seguir evidencia tais medidas. Antes de mencioná-las, convém apontarmos aspectos históricos, de acordo com as Economistas Prates e Freitas.

² Nos anos 90, momentânea ou permanentemente, o Banco Central modificou as normas de alguns tipos de investimentos em carteira, para meramente aperfeiçoá-las ou para enfrentar a instabilidade cambial (Prates, 1999).

“Em relação aos instrumentos mais convencionais — eurobônus e *fixed e floating rates notes* —, sua emissão pelas empresas não financeiras residentes já era permitida, desde a década dos 60, para os dois primeiros instrumentos, e, após a década dos 70, para as *floating rates notes* (Costa, 1994 apud Prates; Freitas, 1999). A Lei n. 4.131, de 1962, regulamentava tanto o endividamento externo indireto (empréstimos bancários) quanto o endividamento externo direto (naquele momento, emissão de euronotas e eurobônus, os instrumentos então disponíveis) das empresas. Contudo, na década de 70, os empréstimos bancários eram a modalidade de empréstimo externo mais barata e abundante. Apesar de viável em termos legais, a emissão de euronotas e eurobônus no mercado internacional tornou-se uma opção de financiamento, para as empresas brasileiras, com custos relativamente baixos — em relação às fontes de financiamento interno e aos empréstimos bancários externos — apenas na presente década. A mudança fundamental introduzida na década dos 90 foi a autorização da emissão desses instrumentos pelas instituições financeiras ‘nos termos e nos fins previstos pela Resolução nº 63, de 21/8/1967’ (Resolução do CMN n. 1.835, de 31/7/1991)” (Prates; Freitas, 1999).³

Com as medidas referidas acima, as empresas foram autorizadas a emitir *export securities* e títulos de debêntures conversíveis em ações; às dependências externas dos bancos ficou facultada a emissão de certificados de depósitos (Prates; Freitas, 1999).

As primeiras medidas de liberalização financeira ocorreram, no Brasil, em 1991, embora, nos anos posteriores, tenham havido ampliações e correção das mudanças introduzidas. Dessa forma, adequaram-se as regras nacionais aos novos instrumentos e ao novo funcionamento do sistema financeiro internacional. Tal fato exerceu importante influência na retomada e no crescimento do financiamento externo, na economia nacional.

A evolução dos financiamentos externos privados no Brasil e outros dos seus principais condicionantes

Os fluxos de financiamento externo da economia brasileira, no período analisado, foram determinados por um conjunto de fatores. Dois deles já apontados acima. A presente seção é complementar à anterior, porque procura considerar outros fatores intervenientes do financiamento externo da economia nacional. Dentre esses, destacamos, de um lado, a evolução dos fluxos de financiamentos internacionais nos mercados emergentes e em economias em desenvolvimento — doravante chamados simplesmente economias em desenvolvimento —, que alternou fases de expansão e retração marcadas por oscilações de curta duração.⁴ Examinamos também determinantes domésticos dos fluxos de financiamento externo, destacando a política cambial e suas mudanças. Numa simplificação que entendemos razoável — porque não abstrai ou “torce” qualquer aspecto relevante —, abordamos a questão cambial, como se houvessem se sucedido apenas dois regimes cambiais: o de bandas estreitas atrelado ao dólar e o regime de câmbio flutuante.

No agregado dos países em desenvolvimento, entre a virada da década de 80 para a de 90 e 1996, ocorreu uma fase de forte expansão dos fluxos de financiamentos externos. A despeito da participação expressiva dos investimentos produtivos, o evento assumiu intenso caráter especulativo, o qual, segundo entendemos, foi reforçado pela vigência de regimes cambiais fixos ou pouco flexíveis, “corrigidos” segundo uma regra, num conjunto importante de economias em desenvolvimento. Na vigência desse regime, a mobilidade internacional dos capitais goza de garantias contra os riscos de perdas de renda e de capital causadas pelas imprevistas desvalorizações cambiais inerentes ao câmbio flutuante; esse fato incentivou a mobilidade especulativa dos fluxos financeiros. No mesmo sentido, agiram as maiores possibilidades especulativas dos novos instrumentos financeiros e

³ A Resolução nº 63 faculta aos bancos residentes tomar empréstimos externos para repassá-los internamente.

⁴ A denominação mercados emergentes e países em desenvolvimento é adotada pelo FMI no seu periódico **Word Economic Outlook** (2004, 2005), que serviu de fonte das estatísticas internacionais utilizadas neste artigo. Por fidelidade à fonte dos dados, esse esclarecimento se fez necessário.

também a liberalização financeira na quase-totalidade dos países em questão. As componentes especulativas dos financiamentos externos terminaram por conduzir a fase expansiva dos mesmos a uma súbita e crítica interrupção, seguida por imediata fase de contração. A retração dos fluxos de financiamentos iniciou a partir das crises financeiras internacionais, que tiveram seu epicentro em países em desenvolvimento do Sudeste Asiático, em 1997. O legado dessas crises — um fortíssimo aumento da aversão ao risco financeiro — contribuiu para que novas crises eclodissem no transcorrer dos anos seguintes, em vários países. Dadas as críticas condições de financiamento externo que acometeram as economias em desenvolvimento, os regimes de câmbio fixo ou rígido “quebraram”, sendo substituídos por regimes de câmbio flutuante.

Além das crises do Sudeste Asiático, o *défault* da Rússia reforçou o desencadeamento da fase de contração dos financiamentos externos nos países em desenvolvimento. No transcorrer dos anos, outros fatos — ocorridos com frequência nas principais economias e praças financeiras do mundo — prolongaram e aprofundaram a fase citada, a qual apenas deu claros sinais de reversão em 2003. A Tabela 1 auxilia-nos a melhor visualizar essa evolução entre 1996 e 2004. Em 1996 e 1997, a totalidade dos financiamentos líquidos somou, respectivamente, US\$ 196,7 bilhões e US\$ 198,4 bilhões. Em 1997, ano das crises do Sudeste Asiático, a totalidade dos financiamentos foi sustentada, em grande parte, pelo crescimento de 27,0% dos investimentos diretos. A tendência de redução do fluxo total dos financiamentos atingiu seus níveis mínimos em 2000 e 2001, com a média anual de US\$ 60,9 bilhões. Essa média foi 69,0% menor do que a globalidade dos recursos de 1996. A responsabilidade dessa queda repousa no comportamento dos capitais financeiros *stricto sensu*, ou seja, os investimentos em carteira e os outros investimentos. Esta última modalidade de financiamento acumulou saídas líquidas de US\$ 441,8 entre 1998 e 2001; no mesmo período, os investimentos em carteira acumularam entradas líquidas de US\$ 45,2 bilhões, montante significativamente menor do que os verificados nos anos anteriores. As cifras apontadas evidenciam que as formas mais tradicionais de financiamento contribuíram de modo muito mais intenso para a instabilidade dos fluxos de financiamentos do que as novas modalidades de financiamentos, contrariando, assim, o que seguidamente é dito. Por seu turno, os investimentos diretos mantiveram firme tendência de

crescimento, passando de US\$ 116,0 bilhões em 1996 para 184,7 bilhões em 2001.⁵

Nos países em desenvolvimento, a totalidade dos financiamentos externos atingiu os níveis mínimos em 2000 e 2001, sob a influência de um conjunto de fatores, dentre os quais cabe destacar: a desaceleração da economia norte-americana entre o terceiro trimestre de 2000 e o final de 2001; a diminuição do ritmo de crescimento da economia e do comércio mundiais; e as incertezas presentes nos Estados Unidos, que foram simultaneamente causa e efeito de expressivo declínio dos índices das bolsas de valores daquela e das demais economias industrializadas.

A partir de 2003, verificou-se forte reação dos financiamentos externos aos países em desenvolvimento; esses financiamentos alcançam US\$ 149,5 bilhões, montante 97,0% maior do que o do ano anterior. Em 2004, a totalidade dos financiamentos somou US\$ 196,6 bilhões, o mesmo valor registrado em 1996, ou seja, no ano anterior ao da eclosão da crise do Sudeste Asiático. Merece destaque o fato de que a recuperação dos financiamentos ocorreu caracterizada pela grande dominância dos investimentos diretos. Em 2004, por exemplo, os investimentos diretos representaram 95,0% dos financiamentos líquidos externos totais nos países em desenvolvimento.

Nas economias em desenvolvimento, a contração do financiamento externo causou desvalorização cambial expressiva e generalizada frente às moedas “fortes”. Em um conjunto dessas economias, isso ocorreu às custas da “quebra” de regimes cambiais rígidos ou pouco flexíveis. A desvalorização cambial desencadeou intensa tendência de melhora do saldo em transações correntes, no agregado dos países em desenvolvimento, como evidencia a Tabela 1. Nesse agregado, as transações correntes passaram de um déficit médio de US\$ 76,4 bilhões entre 1996 e 1998 para um superávit médio de US\$ 161,2 bilhões entre 1999 e 2004. Em 2003 e 2004, a retomada do crescimento do comércio mundial contribuiu para que os superávits em transações correntes atingissem as cifras de, respectivamente, US\$ 233,8 bilhões e US\$ 336,3 bilhões. Esses fatos fazem ver que o declínio da entrada de capitais internacionais decorreu também da diminuição ou da reversão dos desequilíbrios externos no agregado dos países em desenvolvimento. Com isso, parte dos integrantes desse agregado tenderam

⁵ Em 2002 e 2003, os investimentos diretos evidenciaram queda na comparação com 2002, retomando trajetória de aumento em 2003.

a diminuir suas necessidades de financiamento ou a se credenciarem como exportadores de capital.

No caso do Brasil, os fluxos líquidos de financiamentos externos estão expostos na Tabela 2. O confronto desses registros com os fluxos de financiamento, no agregado dos países em desenvolvimento, permite perceber facilmente que, em grande parte do período examinado, existe elevado grau de “paralelismo” na evolução das duas séries de variáveis. Assim, enquanto o financiamento externo foi abundante no conjunto dos países em desenvolvimento, a economia nacional recebeu crescentes montantes de recursos externos, o que lhe permitiu cobrir déficits em transações correntes cada vez maiores. Quando houve uma “maré vazante” dos financiamentos internacionais no agregado dos países em desenvolvimento, o fato refletiu-se na economia nacional. As similitudes entre uma e outra das instâncias observadas não se esgota nos aspectos apontados. O comportamento dos investimentos diretos, dos investimentos em carteira e de outros investimentos, ao longo do tempo, guarda também certo grau elevado de parença.

A partir de 2002, contudo, houve uma quebra do mencionado “paralelismo” por, no mínimo, dois motivos. Em primeiro lugar, porque, em 2002, o Brasil viveu uma experiência *sui generis*, quando a provável vitória do candidato Luís Inácio Lula da Silva à Presidência da República assustou os investidores externos, fazendo-os retirar vultosas somas líquidas de capital do País. Sob o efeito do “Lula vem aí!”, a conta financeira registrou déficit de US\$ 4,3 bilhões. Esse foi o único caso de déficit anual da conta financeira no período examinado. A crise de financiamento externo de 2002 legou para 2003 uma conjuntura marcada por elevadas taxas de inflação e juros, baixo ritmo de crescimento e incertezas, inclusive em vista da magnitude atingida pela dívida do setor público. É provável que essa conjuntura tenha contribuído para manter relativamente baixos os fluxos de capitais externos no mesmo ano; a conta financeira registrou entradas líquidas de apenas US\$ 1,9 bilhão. Em segundo lugar, porque, a partir do terceiro trimestre de 2001 e até o final do período examinado neste artigo, o saldo da balança comercial manteve forte tendência de melhora. Em grande parte por esse motivo, o déficit em transações correntes caiu de US\$ 23,2 bilhões em 2001 para apenas US\$ 7,7 bilhões em 2002. Em 2003 e 2004, na mesma conta, houve superávits de, respectivamente, US\$ 4,2 bilhões e US\$ 11,7 bilhões. Dessa forma, resultou eliminada a necessidade de ampliação do endividamento

externo da economia, fato que contribuiu para manter reduzido — ou levemente negativo —, em 2004, o registro líquido de entrada de capitais na conta financeira. Assim, no Brasil, não se refletiu a recuperação dos fluxos de financiamentos externos ocorrida nos países em desenvolvimento, desde 2003.

A seguir, procuramos descrever a evolução das diferentes modalidades de financiamento externo da economia nacional a partir de 1991. Essa descrição permitirá, adiante, melhor considerarmos aspectos referentes à política cambial e à evolução da taxa de câmbio, que tiveram grande importância na determinação dos financiamentos externos, ao longo do tempo. Na descrição anunciada, adotamos a seguinte periodização: o primeiro período vai de 1991 a 1996; o segundo, de 1997 a 2001; e o terceiro segue a partir de 2002. Os critérios principais dessa periodização foram a tendência, crescente ou decrescente, do valor das entradas anuais líquidas registradas na conta capital e a qualidade dos financiamentos recebidos.

O primeiro período — transcorrido entre 1991 e 1996 — foi definido de acordo com duas características principais: primeiro, a recuperação dos fluxos de financiamentos externos voluntários, seguida por forte tendência de crescimento dos mesmos, a qual terminou por alcançar níveis insustentáveis; segundo, a grande participação dos investimentos em carteira (Tabela 2). Tais fatos se tornaram possíveis graças à liberalização da presença dos capitais estrangeiros na economia nacional, a partir de 1991. Entre 1991 e 1993, os investimentos em carteira somaram US\$ 30,6 bilhões, o que ressalta seu papel na citada recuperação. Pelos mesmos motivos, foram responsáveis pela recuperação das reservas externas a partir de 1993, portanto, antes do lançamento do Plano Real. Em todo o primeiro período, os investimentos em carteira, de longe, ocuparam o primeiro lugar, segundo a ordem de grandeza das entradas líquidas; acumularam ingressos líquidos de US\$ 112,1 bilhões, enquanto a conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$ 93,0 bilhões.

Em termos da contribuição acumulada, entre 1991 e 1996, os investimentos em carteira e os investimentos diretos foram os exclusivos financiadores da economia. Os últimos contribuíram com US\$ 18,8 bilhões. Contudo estes apenas atingiram cifra mais expressiva em 1996, anunciando, com isso, a vigorosa tendência de crescimento que se estendeu até 2000 e a importante participação, no financiamento externo, nos dois períodos

posteriores.⁶ De outro lado, no período em consideração, os outros investimentos acumularam saídas líquidas de US\$ 37,9 bilhões, evidenciando a obsolescência dos instrumentos financeiros utilizados. Os derivativos, realizaram pagamentos líquidos ao exterior de US\$ 38,0 milhões. Essa minguada cifra evidencia, segundo entendemos, a ausência de risco cambial percebido pelos operadores financeiros.

É necessário considerarmos a hipótese de que parte das entradas dos investimentos em carteira representaram, de fato, o remanejamento de recursos que já estavam presentes na economia sob o registro de outros investimentos. Se verdadeira essa hipótese, a nova regulamentação dos capitais estrangeiros facultou a migração de capitais dos velhos instrumentos financeiros para os novos. Essa suposição se baseia nas vultosas saídas e entradas, respectivamente, de outros investimentos e investimentos em carteira, em 1992 e 1994. Mais concretamente, baseia-se no elevado montante dos valores e em certa proximidade entre os mesmos.

A descrição acima confirma que a “âncora cambial” do Plano Real se apoiou largamente nos investimentos em carteira. À época, esse fato provocou críticas, sob o argumento de que eram financiamentos altamente voláteis e, por isso, mantinham a economia na iminência de grande instabilidade. Os eventos mostraram que a crítica era pertinente. Contudo aqueles foram os recursos disponíveis aos fazedores da política econômica.

Os anos de 1997 até 2001 definem o segundo período considerado, o qual transcorreu durante a fase de contração dos financiamentos externos nas economias em desenvolvimento. Na economia nacional, essa contração manifestou-se com intensidade em 1997, através de contração dos investimentos em carteira e de outros investimentos. O superávit da conta financeira caiu de US\$ 34,8 bilhões em 1996 para US\$ 24,7 bilhões e US\$ 18,4 bilhões, respectivamente, em 1997 e 1998. Na perspectiva dos investidores internacionais, o risco percebido no Brasil resultou aumentado, porque, nos dois últimos exercícios citados, o déficit nacional em transações correntes aumentou muito, atingindo os níveis históricos máximos. A combinação da fase de contração dos financiamentos nas economias em desenvolvimento com o aumento do desequilíbrio externo brasileiro e com um amplo e persistente desequilíbrio fiscal causou, nos

dois anos citados, duas crises cambiais no País, forçando o Banco Central a substituir o regime cambial de bandas estreitas pelo regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999. Essa mudança foi de particular importância, porque, com o novo regime de câmbio, os fluxos de capitais financeiros, *stricto sensu*, resultaram à mercê dos riscos da variação cambial. Entendemos que esse fato contribuiu significativamente — ao lado de outros fatores externos e internos — para manter a continuidade da retração dos fluxos líquidos desses capitais — iniciada em 1997 —, nos anos posteriores. A propósito, interessa ver, na Tabela 2, que o risco cambial causou significativo aumento dos pagamentos líquidos ao exterior a título de derivativos.

No período em questão — 1997-01 —, as entradas líquidas registradas na conta financeira nacional oscilaram amplamente de ano para ano, em vista do instável comportamento dos investimentos em carteira e dos outros investimentos. O superávit mínimo da conta financeira foi registrado em 1999 — US\$ 11,6 bilhões —, tendo como causa o paroxismo das incertezas provocado pela “quebra” do regime cambial de bandas no início do ano. Os dramáticos acontecimentos anteriores, ocorridos em outras economias que também tiveram seus regimes cambiais fixos “quebrados”, contribuíram, certamente, para extremar os riscos percebidos na economia brasileira. Em 2000, a conta financeira registrou US\$ 26,1 bilhões, o nível mais elevado entre 1998 e 2001. Em todo esse período, a conta financeira acumulou entradas líquidas de US\$ 99,2 bilhões, o que corresponde à média anual, bastante elevada, da ordem de US\$ 20,0 bilhões. Essa magnitude se tornou possível graças ao comportamento dos investimentos diretos, que, exceção feita ao ano de 2001, mantiveram trajetória de alta; eles acumularam, no segundo período, US\$ 126,0 bilhões, dos quais US\$ 28,3 bilhões corresponderam a pagamentos estrangeiros ao programa de privatizações. Convém lembrar que os investimentos diretos relacionados às privatizações somaram US\$ 30,9 bilhões, integralizados, entre 1996 e 2002. Desse total, 91,5% foram pagos no segundo período. O ano de encerramento desse período, 2001, foi o último de expressiva contribuição dos pagamentos às privatizações, com o valor de US\$ 7,0 bilhões; em 2002 e 2003, esses pagamentos somaram, respectivamente, US\$ 1,1 bilhão e US\$ 280 milhões, evidenciando o esgotamento dessa fonte de financiamento. Tal esgotamento explica, em parte, a queda do patamar dos investimentos diretos ocorrida nos anos seguintes e, igualmente em parte, a redução das entradas líquidas registradas na conta financeira.

⁶ No segundo período, os investimentos diretos atingiram níveis particularmente elevados e passaram a evidenciar tendência de redução no terceiro período. A despeito dessa tendência, os montantes anuais mantiveram níveis expressivos.

Do primeiro para o segundo período, a mudança da qualidade dos financiamentos externos materializou-se principalmente, de um lado, pelo grande aumento dos investimentos diretos e, de outro, pela expressiva diminuição dos investimentos em carteira. Estes totalizaram US\$ 41,6 bilhões. Cerca de 74,0% dessas entradas ocorreram em 1997 e 1998, ou seja, antes da adoção do regime de câmbio flutuante. Cabe insistir dizendo que os riscos inerentes ao câmbio flutuante colocaram o advento desse regime como um marco divisório entre dois “momentos” sucessivos. O primeiro marcado pelo grande afluxo, ainda que instável, de investimentos em carteira. O segundo caracterizado por forte tendência de redução dos ingressos líquidos. Em 2001, as entradas líquidas dos investimentos em carteira foram quase nulas, totalizando US\$ 77,0 bilhões. Essa foi a menor cifra até então, desde que foi franqueada sua presença no Brasil. Essa tendência de redução persistiu no terceiro período, não obstante a grande oscilação dos fluxos de ano para ano. Por seu turno, as despesas líquidas com derivativos cresceram bastante e assumiram cifras significativas a partir de 1997, em decorrência do risco cambial. Em todo o segundo período, acumularam o montante líquido negativo de US\$ 1,3 bilhão. Por último, foi notável o comportamento dos outros investimentos, por manterem cifras anuais negativas elevadas desde 1997 até o final dos anos observados neste artigo. O fato ilustra a superação e a obsolescência dos instrumentos financeiros tradicionais.

No terceiro período — 2002-04 —, constatamos grande contração do financiamento externo. Nos três anos em questão, a conta financeira acumulou déficit de US\$ 3,2 bilhões, e os investimentos diretos, superávit de US\$ 32,7 bilhões. Essas duas cifras confrontadas ressaltam as elevadas saídas acumuladas pelos investimentos em carteira (US\$ 4,5 bilhões) e principalmente pelos outros investimentos (US\$ 30,2 bilhões).

Mais uma vez é necessário apontarmos a incerteza cambial como uma das causas principais do comportamento evasivo dos capitais internacionais nas diferentes rubricas, exceção feita aos investimentos diretos, dada sua racionalidade específica, orientada pelas expectativas de longo prazo. A propósito da incerteza cambial prevalecente, um dos indícios do fato é o aumento expressivo das despesas líquidas com derivativos, com o intuito de fazer *hedge* no período. Em 2004, os derivativos registraram, de longe, o valor negativo mais elevado de toda a série examinada. Parece importante notar também que a incerteza cambial contraiu o fluxo de financiamento externos não apenas em vista do comportamento dos credores estrangeiros,

mas, talvez principalmente, pelo comportamento dos devedores nacionais. Entendemos que estes trataram de se ver livres de posições de risco, saldando dívidas. A manifestação macroeconômica desse fato se expressou através da redução da dívida externa líquida do Brasil. Essa redução resultou, de um lado, das entradas de investimentos diretos e, de outro, dos superávits em transações correntes, em 2003 e 2004, de, respectivamente, US\$ 4,2 e US\$ 11,7 bilhões. Devemos frisar a contribuição desses superávits. Passando de deficitários para superavitários, os saldos em conta corrente inverteram a direção de sua ação causal sobre os fluxos de financiamentos externos. Deixaram de ser financiados com dívidas externas para passarem a fornecer fundos para a amortização dessas dívidas.

É necessário falarmos dos efeitos da então provável vitória da candidatura de Luiz Inácio Lula da Silva nas eleições à Presidência da República sobre a conta financeira no terceiro período definido por este artigo. Notoriamente, no ano da eleição, 2002, a elevada probabilidade da vitória de Lula causou grande fuga de capitais estrangeiros do País e rebuliço no mercado nacional de câmbio. A cotação cambial do dólar chegou ao pico de R\$ 4,0 nos momentos mais críticos daqueles eventos. No ano, a conta financeira registrou déficit de US\$ 4,7 bilhões, fato que contribuiu grandemente para reduzir o saldo acumulado da mesma conta, em todo o período.⁷ Todos sabemos dos graves efeitos negativos que os eventos em pauta causaram ao País em termos de — para ser breve — desaceleração do crescimento e aumento do desemprego. Contudo, especificamente quanto ao que nos interessa — a evolução dos fluxos de financiamentos externos privados —, devemos manter o cuidado para não exagerar a capacidade daqueles fatos de imprimir efeitos ou características no período em pauta. É nossa convicção que o novo perfil adquirido pelo conjunto das rubricas da conta financeira foi propiciado fundamentalmente pela auspiciosa tendência de melhora dos saldos em transações correntes desde o terceiro trimestre de 2001, graças, em especial, ao persistente crescimento do saldo da balança comercial.

⁷ No agregado dos países em desenvolvimento, os fluxos de financiamentos aumentaram 24,5% em 2002, na comparação com 2001. Teriam aumentado bem mais, se não fossem os eventos ocorridos na economia brasileira. Em suma, não é possível atribuir alguma influência da conjuntura internacional nos fatos ocorridos no Brasil, naquele ano.

Tabela 1

Fluxos líquidos de capitais privados e transações correntes nos mercados emergentes e em países em desenvolvimento — 1996-04

(US\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total	196,7	198,4	84,8	89,1	60,8	60,9	75,8	149,5	196,6
Investimento direto	116,0	147,2	159,8	173,3	174,3	184,7	144,4	151,9	186,4
Investimento em carteira ...	86,3	60,4	42,5	69,1	20,5	-86,9	-90,0	-9,9	28,8
Outros capitais privados	-5,6	-9,2	-117,6	-153,3	-134,0	-36,9	21,4	7,5	-18,6
Conta corrente	-93,8	-83,5	-51,9	38,9	126,6	89,4	142,5	233,8	336,3

FONTE: FMI.

Tabela 2

Fluxos de capitais privados e transações correntes no Brasil — 1991-04

(US\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Conta financeira	3,52	2,45	12,25	10,01	30,42	34,33	24,59
Investimento direto	0,09	1,92	0,80	1,46	3,31	11,26	17,88
Investimento em carteira	3,81	14,47	12,33	50,64	9,22	21,62	12,62
Derivativos	0,00	0,00	0,01	-0,03	0,02	-0,04	-0,03
Outros investimentos	-0,38	-13,94	-0,88	-42,07	17,88	1,49	-5,88
Transações correntes	-1,41	6,14	-0,59	-1,69	-17,97	-23,50	-30,45

DISCRIMINAÇÃO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Conta financeira	18,07	11,60	26,14	19,03	-4,76	1,90	-0,39
Investimento direto	26,00	26,89	30,50	24,72	14,11	9,89	8,70
Investimento em carteira	18,13	3,80	6,96	0,08	-5,12	5,31	-4,76
Derivativos	-0,46	-0,09	-0,20	-0,47	-0,36	-0,15	-0,68
Outros investimentos	-25,60	-19,00	-11,12	-5,29	-13,39	-13,15	-3,66
Transações correntes	-33,42	-25,34	-24,22	-23,22	-7,72	4,18	11,67

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil.

Considerações finais

Anteriormente, caracterizamos três períodos, na evolução da conta financeira nacional, entre 1991 e 2004 e tecemos algumas considerações acerca dos fatos verificados. Em seguida, retomamos alguns aspectos desse quadro, incorporando, contudo, aspectos de outra natureza. Procuramos referir, de maneira um pouco mais completa, diferentes instâncias da realidade que interagiram e determinaram, em boa medida, aquela evolução.

No período observado por este artigo, a sucessão de fases e “momentos” de expansão e contração da liquidez dos mercados financeiros internacionais, nos países em desenvolvimento, produziu, quase sempre, reflexos de igual sentido no Brasil. Assim, a fase expansiva dos fluxos de financiamentos no agregado dos citados países, encerrada em 1997, propiciou abundantes recursos externos ao Brasil e, por isso, facultou ao Plano Real a utilização da “âncora cambial” como um importante instrumento — dentre outros — de “desindexação” dos preços e de redução das taxas de inflação. A “âncora

cambial” foi adotada em meados de 1994 e, a partir de maio de 1995, seguiu definida como um regime cambial de bandas estreitas “atrelado” ao dólar. Ela sobreviveu às condições da liquidez internacional que possibilitaram sua adoção. No seu período de vigência, a insustentável tendência de aumento do déficit em transações correntes evidenciou que o real esteve excessivamente valorizado frente ao dólar. Porém, enquanto os fluxos de financiamentos externos permitiram, o Banco Central manteve a política cambial, na esperança de que o aumento da competitividade da produção nacional — causado pelo processo de reestruturação produtiva em curso — terminasse sendo suficiente para reduzir adequadamente os déficits em transações correntes. Essa expectativa não se cumpriu em tempo hábil. A crise de financiamento externo, iniciada no segundo semestre de 1998, “quebrou a âncora cambial” no princípio de 1999. Ato contínuo, o Banco Central adotou o regime de câmbio flutuante.

No Brasil, a retomada e o crescimento dos fluxos de financiamentos externos a partir de 1991 e até 1997 foram marcados pela grande participação dos investimentos em carteira; nesses anos, a soma desses investimentos foi superior à da conta financeira. Fatores nacionais — ao lado dos internacionais — determinaram esse fato. Um dos fatores domésticos de atração dos investimentos em carteira foi a então recente abertura de um novo espaço nacional de oportunidades de aplicações lucrativas, seja na compra de ações a preços módicos, seja na aquisição de títulos de renda fixa de elevada remuneração. No mesmo sentido, cabe dizer que, quando da liberação financeira no País, o endividamento externo da economia, na perspectiva das possibilidades dos novos instrumentos financeiros, era avaliado como baixo. A ausência de risco cambial — dado o regime de câmbio que passou a vigor — foi outro importante chamariz para os investimentos em carteira.

Após a troca do regime cambial no País, a maioria dos analistas — orientados pela lógica econômica abstrata, mas traídos pela especificidade dos fatos concretos — previram contração dos financiamentos externos e desvalorização cambial de grandezas suficientes para, ao menos em boa parte, sanar os desequilíbrios externos da economia. Em larga medida, essas expectativas não se confirmaram, embora tenha havido expressiva contração dos fluxos de capitais financeiros *stricto sensu*. Assim, diminuíram as entradas líquidas dos investimentos em carteira e aumentaram as saídas líquidas dos outros investimentos. Não obstante isso, os montantes totais dos financiamentos externos foram sustentados, em certa medida, pela forte

tendência de crescimento dos investimentos diretos, alheios, por sua lógica, às razões que atemorizam as demais modalidades dos financiamentos. Por isso, a desvalorização cambial havida contribuiu para reduzir o déficit em transações correntes, entretanto, até 2001, em medida insuficiente para reduzi-los para níveis sustentáveis.

As elevadas entradas líquidas anuais de investimentos diretos entre 1997 e 2001 fazem acreditar que se assistiu, naqueles anos, a um momento histórico de — o leitor perdoe a redundância — características peculiares. As críticas dificuldades enfrentadas pela economia nacional durante um longo período anterior, iniciado nos anos 80, haviam-na mantido à margem dos interesses e dos investimentos das empresas estrangeiras. Quando tais dificuldades evidenciaram sinais mais claros de superação e foram iniciadas reformas modernizantes, o Brasil — uma das 10 maiores economias do mundo, dotada de uma estrutura produtiva bastante complexa e completa, além de demanda ampla e especialmente dinâmica — abriu-se como parte do espaço estratégico da competição global. Nesse momento, coube às empresas internacionais empreenderem a corrida para implantar ou ampliar sua presença no País. Por esses motivos, durante alguns anos, foi excepcionalmente elevado o montante dos investimentos diretos, que se distribuíram entre modernização e ampliação de instalações, aquisições, privatizações, fusões e abertura de novos empreendimentos. Então, a competição entre as empresas configurou-se como uma corrida para “chegar primeiro”, levando os investimentos estrangeiros diretos a um elevado grau de concentração entre 1997 e 2001. Nesses cinco anos, eles apresentaram a média anual de US\$ 25,2 bilhões; nos três anos posteriores, a mesma variável registrou valor de US\$ 10,9 bilhões. Esta última cifra parece ser evidência de que, no que respeita aos fluxos de investimentos diretos, o Brasil ingressou em nova fase, na qual, já anteriormente realizados os investimentos de “ocupação de espaço” e modernização, as empresas estrangeiras passaram a realizar novos investimentos, principalmente para manter a competitividade e para ampliar a capacidade produtiva. Se essa hipótese é verdadeira, os montantes das entradas líquidas de investimentos diretos estarão condicionados, daqui para a frente muito mais do que nos cinco anos anteriores, ao ritmo de crescimento do produto nacional. Em suma, as taxas de crescimento da economia — por determinarem a maior ou a menor ocupação da capacidade produtiva existente — e as expectativas mais ou menos otimistas dos rendimentos

futuros passaram a ser os determinantes principais dos investimentos estrangeiros diretos.

Os fatos e as considerações expostos acima levam-nos a entender que os elevados valores registrados a título de investimentos em carteira e investimentos diretos, nos específicos “momentos de auge” citados, não se deverão repetir nos próximos anos, no Brasil. A tendência decrescente dos investimentos em carteira — no agregado dos países em desenvolvimento e no Brasil — é um indicativo de que os agentes envolvidos na “farrá especulativa” encerrada em 1997 amargaram prejuízos vultosos. As experiências do passado têm evidenciado que fatos dessa natureza exigem largo período para serem esquecidos, antes do retorno das “bolhas especulativas”. Além disso, a maior proliferação dos regimes de câmbio flutuante nos países em desenvolvimento é um forte desestímulo aos movimentos especulativos de grande monta.

Aqui, os outros investimentos e os derivativos merecem apenas menção brevíssima. Os outros investimentos em carteira notabilizaram-se apenas pela enorme soma de recursos retirados da economia nacional, praticamente em todos os anos do período examinado. A persistência e a intensidade dessa tendência evidenciam que, em algum momento futuro, ela arrefecerá e se esgotará. Esse esgotamento se constituirá num fator de elevação do saldo líquido da conta financeira. Por seu turno, os derivativos acumularam saídas líquidas de US\$ 2,7 bilhões em todo o período observado. Esse valor, sem ser desprezível, é pouco importante na perspectiva do financiamento externo da economia. Por isso, o interesse maior pela variação dos saldos da rubrica derivativos tende a se reduzir à indicação que fornece do estado momentâneo das incertezas referentes às operações internacionais no País. Logo, o afluxo de recursos externos para a economia nacional permanecerá estritamente ao encargo dos investimentos em carteira e dos investimentos diretos. Quanto a essas duas modalidades de financiamento, o exame feito por este artigo sugere que, nos próximos anos, não deveremos voltar a assistir à pujança verificada, no primeiro caso, até 1998 e, no segundo, especialmente entre 1998 e 2001. Essa expectativa tenderá a ser contestada, se preenchidas as seguintes condições: primeiro, na medida em que a economia nacional, evidenciando capacidade de sustentar taxas de crescimento há muito não vistas, aumente sua capacidade de atrair investimentos; segundo, se mantida a credibilidade da política econômica nacional; terceiro, se o crescimento do PIB e o do comércio mundial se mantiverem favoráveis à

continuidade da expansão dos investimentos internacionais nos países em desenvolvimento.

Referências

ARONOVICH, Selmo; PEREIRA, Thiago Rabelo. **Derivativos de crédito**: uma introdução ao instrumento financeiro e potenciais de uso. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1994.

FERREIRA, Carlos L.; FREITAS, Maria C. P. de. **Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80**. São Paulo: FUNDAP, 1990. (Estudos de Economia do Setor Público, 1).

MARCANTONIO, Roberto. Os fluxos de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes, entre 1994 e 2002. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre: FEE, v. 32, n. 1, p. 221-241, 2004.

PRATES, Daniela M.; FREITAS, Maria Cristina P. de. Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional, nos anos 90. In.: FREITAS, Maria Cristina P. de (Org.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro**. São Paulo: FUNDAP: FAPESP; Brasília: IPEA, 1999.

PRATES, Daniela M. Investimento de portfólio no mercado financeiro doméstico. In.: FREITAS, Maria C. P. de (Org.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro**. São Paulo: FUNDAP: FAPESP; Brasília: IPEA, 1999.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington, DC: IMF, Sept 2004.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington, DC: IMF, Apr 2005.