

Fundação Getúlio Vargas
EPGE – Escola de Pós-graduação em Economia

“ÍNDICE DE CONTROLE DE CAPITAIS:
UMA ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO E DOS DETERMINANTES DO FLUXO DE
CAPITAL NO BRASIL NO PERÍODO 1990 - 2000”

Dissertação Submetida à Congregação da Escola de Pós-Graduação em Economia
(EPGE)
para Obtenção do Grau de

MESTRE EM ECONOMIA

Por

ELENA SOIHET

Orientador: Prof. Maria Cristina Trindade Terra

Rio de Janeiro, RJ
Junho/2002

Para minha filha Julia

“ Aprender é a única coisa de que a mente nunca se cansa, nunca tem medo
e nunca se arrepende”
(Leonardo da Vinci)

AGRADECIMENTOS

- À minha filha Julia que apesar de sua pouca idade soube compreender algumas de minhas ausências;
- À minha mãe Rachel, meu pai Joel e meu irmão Bernard, pelo incentivo, compreensão e apoio constantes;
- À professora Maria Cristina Trindade Terra, pela competente orientação acadêmica;
- Aos coordenadores e professores do IBRE, Fernando Blumenshein e Jack Schechtman, pela sugestão do tema, comentários e apoio acadêmico durante todo o processo do desenvolvimento da pesquisa;
- Ao IBRE, em especial ao diretor Antonio Carlos Pôrto Gonçalves, pela infra-estrutura e apoio institucional concedidos;
- Aos amigos Adma Elias Furtado, George Helal Filho e Pedro Quaresma que me estimularam para enfrentar os desafios naturais impostos pelo trabalho;
- Aos colegas do IBRE, Lia Valls Pereira, Waldir Lobão, Rebecca Barros e Maurício Fucks, pelos comentários e sugestões que tanto ajudaram no aperfeiçoamento do trabalho;
- Aos estagiários Daniela Cislighi Gomes, Bruno Wegmann e Bruna Marcele Gomes, pela dedicação e colaboração na coleta de dados;
- Ao colega do IBRE, Rui Pizarro pela oportuna revisão no texto;
- Aos analistas do Departamento Econômico - Divisão de Balanço de Pagamentos do Banco Central em Brasília, pela presteza assim como pelo esclarecimento em relação a diversos dados utilizados na pesquisa.

RESUMO

A liberalização da conta capital foi um fato marcante na década de 1990, no Brasil. Este trabalho se propõe a construir um índice baseado em Cardoso e Goldfajn (1997), para estudar, em termos quantitativos, a influência da legislação de controle de capital. Para isso, foi realizado um minucioso trabalho de pesquisa que abordou cerca de 200 principais normativos editados pelo Banco Central e Ministério da Fazenda, que afetaram o fluxo de capital no período 1990 - 2000. Concluímos que esse período foi marcado pela liberalização do fluxo de capital, com alguns subperíodos onde houve restrição, principalmente, à saída de capital. Nosso estudo também confirmou que o diferencial entre a taxa de juros doméstica e externa, o Plano Real, a legislação e os efeitos provocados pelas crises mexicana, asiática e russa foram fatores determinantes para explicar o fluxo de capital total entre 1990 e 2000. Ou seja, os fatores *pull*, *push* e efeito contágio foram importantes, conjuntamente, para determinar o fluxo de capital total.

1.	INTRODUÇÃO	6
2.	COMPORTAMENTO DO FLUXO DE CAPITAIS E FATOS ESTILIZADOS	10
2.1.	FLUXO TOTAL.....	10
2.2.	INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS.....	12
2.3.	FINANCIAMENTOS E EMPRÉSTIMOS DE MÉDIO E LONGO PRAZOS	16
2.4.	CAPITAL DE CURTO PRAZO.....	18
2.5.	FATOS ESTILIZADOS	20
3	DETERMINANTES DO FLUXO DE CAPITAL	22
3.1	CONCEITOS “PULL”, “PUSH” E “CONTÁGIO”	22
3.2.	ÍNDICE DE CONTROLE DE CAPITAL (ICC)	25
i)	<i>Metodologia</i>	25
ii)	<i>Cálculo do Índice de Cardoso e Goldfajn</i>	26
4	MODELO ECONOMÉTRICO PARA FLUXO DE CAPITAL	30
4.1	PRIMEIRA ABORDAGEM: REPRODUZINDO C&G.....	32
4.2	SEGUNDA ABORDAGEM: MODELO ECONOMÉTRICO COM NOVAS ESPECIFICAÇÕES	40
4.3	TERCEIRA ABORDAGEM: MODELO ECONOMÉTRICO COM TODAS AS VARIÁVEIS ACUMULADAS	47
4.4	A IMPORTÂNCIA DA VARIÁVEL LEGISLAÇÃO	54
5	CONCLUSÃO	57
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61
	APÊNDICE II - SÍNTESE DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM PORTFÓLIO	64
	APÊNDICE III - DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA ESTIMAÇÃO	65
	APÊNDICE IV - LEGISLAÇÃO	66

1. INTRODUÇÃO

Nos anos 90 ocorreram importantes transformações que apontavam para um período de economias mais abertas. O ressurgimento do fluxo de capital, a partir de 1990, foi reflexo da maior integração financeira e de um vasto processo de desregulamentação, ocorrido tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento. A queda dos custos de comunicação e a rapidez de acesso da informação levaram os países industriais a procurar a eficiência e lucros nos países em desenvolvimento. No caso brasileiro, tais fatores criaram condições favoráveis aos investimentos externos no país.

A elevação do fluxo de capitais e a ocorrência de crises de caráter financeiro em escala mundial despertaram o interesse para várias investigações teórico-empíricas sobre o tema do fluxo de capitais. A maioria dos trabalhos está centrada em duas linhas de análise. A primeira está relacionada com a performance macroeconômica dos países em desenvolvimento e a eficácia, ou não, de se controlar a entrada do capital externo. A entrada de capital é benéfica para um país na medida em que eleva os níveis de investimento e de renda, porém simultaneamente impõe desafios de política macroeconômica relacionados com a apreciação da moeda¹.

A segunda análise relaciona-se com a identificação dos fatores que determinam esse fluxo; isto é, se os capitais são mais atraídos pelos fatores internos (efeito *pull*), pelos fatores externos (efeito *push*) ou pelo contágio. O efeito *pull* diz respeito às condições domésticas; são fatores que atraem os recursos estrangeiros como resultado da melhoria de risco dos países. Os principais fatores *pull*, apontados pela literatura, são os diversos aspectos institucionais de cada país, a taxa de juros interna, o nível de atividade e taxa de investimento. O efeito *push* refere-se às condições desfavoráveis nos países desenvolvidos, tais como a deterioração da relação entre risco e retorno dos ativos nos países desenvolvidos². O efeito contágio, que pode ser chamado

¹ Um dos autores que argumentam a favor do controle de capital é Dooley (1996).

² Segundo Calvo et alii (1993) e Fernández-Arias (1996), na maioria dos países emergentes, o efeito *push* prevalece sobre o efeito *pull*. Isso explica, em parte, a volatilidade do fluxo de capital já que os fatores *push* não estão sujeitos ao controle das autoridades econômicas.

de transitório e que afeta o fluxo de capital, é o choque externo. Em situações extremas, a difusão dos choques leva ao “efeito contágio”. Vários são os motivos do contágio. Entre os principais está a percepção dos investidores sobre os fundamentos econômicos de um determinado país. Se suspeitarem que os outros países vizinhos sofrem do mesmo problema – por exemplo, déficit fiscal elevado, conta corrente deficitária e reformas econômicas incompletas – os investidores são induzidos a retirar o capital também destes países. Além disso, o efeito contágio provoca uma saída efetiva de capitais dos países emergentes, pois quando há uma crise financeira de caráter global, os investidores vendem suas posições para cobrir seus prejuízos nos países de origem.

Os primeiros trabalhos sobre fluxo de capitais, no caso brasileiro, foram os de Cardoso e Goldfajn (1997) e Garcia e Valpassos (1998). Cardoso e Goldfajn (1997) investigaram empiricamente os determinantes do fluxo de capitais e construíram um índice de controle de capital que abrangeu o período 1988-1995. O estudo também confirmou a endogeneidade do controle de capital, mostrando que o governo reage à entrada de capital aumentando o controle nos períodos de *boom* e liberalizando o capital nos períodos de crise.

Garcia e Valpassos (1998) estudaram o fluxo de capitais e sua composição entre 1990 e 1998. Eles analisaram os principais determinantes do fluxo de capitais onde o diferencial da taxa de juros interna e externa, descontado o valor estimado da expectativa de desvalorização cambial, assume um papel primordial.

Araújo (2000) investigou o movimento de capitais entre 1991 e 1998 e o foco de sua pesquisa consistiu em estudar, em nível teórico e empírico, o financiamento da economia brasileira no mercado internacional de crédito. O autor analisou os fluxos de capitais entre a economia brasileira e o resto do mundo no intervalo de junho de 1991 e junho de 1998. Araújo considerou cinco indicadores que influenciaram a entrada de capitais na economia brasileira: choques externos, solvência, abertura da conta capital, estabilidade de preços e diferencial de juros. A conclusão do autor é que o fator que mais fortemente influenciou a entrada de capitais na economia brasileira foi o diferencial de juros, avalizando a visão clássica

que considera a taxa de retorno esperada como forte determinante do fluxo internacional de capitais.

Baig e Goldfajn(2000) no estudo “Moratória da Rússia e o Contágio no Brasil” investigaram o contágio da Rússia ao final de 1998 no Brasil sob duas dimensões- dos “players” envolvidos e o período dos eventos. Os dados da pesquisa contribuíram para a suspeita de que o contágio foi provocado pelos investidores em pânico devido à crise russa, ajudando os investidores locais a especularem contra a moeda brasileira Real. Os autores concluíram, também, que o estudo não sustenta a idéia de que a crise do Real, em 1999, foi provocada pela crise de liquidez em mercado desenvolvidos, mas sim pela crise russa.

Outro trabalho mais recente que trata de fluxo de capitais é o de Magalhães (2000). Na primeira parte do trabalho, o autor fez uma descrição extensa da legislação que regula o fluxo de capitais entre o Brasil e o resto do mundo e constatou, pela análise das mudanças implementadas na legislação de capitais estrangeiros, que os últimos anos – mais especificamente os anos 1990 – caracterizaram-se por um período de liberalização financeira. Na segunda parte, o autor estimou o grau de integração financeira de uma economia para o período 1988-1998. O modelo utilizado foi o de determinação da taxa de juros que explica o comportamento da taxa de juros doméstica por meio de uma média ponderada da taxa de paridade coberta de juros e da taxa de equilíbrio do mercado monetário doméstico.³

A proposta do presente trabalho é a de contribuir para o debate em torno de fluxo de capitais no Brasil. Nossa contribuição será primeiramente reconstruir o Índice de Controle de Capital (ICC) para o período janeiro 1990- dezembro 2000, cuja metodologia será análoga ao trabalho de Cardoso e Goldfajn (1997). Para sua construção, realizou-se um minucioso trabalho de pesquisa que abordou cerca de 200 principais normativos editados pelo Banco Central e Ministério da Fazenda que afetaram a entrada e saída de capital estrangeiro no período de 1990 a 2000. A construção do índice é essencial para verificar a importância da legislação no fluxo de capitais e o grau de abertura da conta capital e liberalização financeira do

³ Os valores dos coeficientes da abertura variam entre zero e 1 e quanto mais próximo de 1, maior seria o grau de abertura. Os resultados encontrados foram de 0,873 e 0,891 mostrando um valor alto e crescente da abertura financeira após 1992.

país. A outra contribuição será analisar os determinantes do fluxo de capital no Brasil para o período citado, enfatizando o papel da legislação. Esse período foi escolhido para ser investigado pois é uma década rica para análise econômica sendo marcada por vários acontecimentos tanto em nível externo, tais como as três crises financeiras internacionais (mexicana, asiática e russa) como a nível interno, devido ao Plano Real e as mudanças de regime cambial.

O trabalho apresenta a seguinte estrutura. Na Seção 2, foram analisados o comportamento e composição do fluxo de capital, no período 1990-2000, à luz das mudanças na legislação, com objetivo de ressaltar os principais fatos estilizados. A Seção 3 foi dedicada à construção dos índices de controle de capital; na Seção 4, realizada a investigação econométrica dos determinantes de fluxos de capital, seus aspectos metodológicos e análise dos resultados. Por fim, na Seção 5, delineamos as principais conclusões do trabalho, além das considerações adicionais.

2. COMPORTAMENTO DO FLUXO DE CAPITAIS E FATOS ESTILIZADOS

Essa seção explora o comportamento do fluxo de capitais no período entre janeiro de 1990 e dezembro de 2000 no Brasil e tem como objetivo uma análise descritiva ou exploratória, ressaltando os principais fatos estilizados. Para análise da composição do fluxo, dividimos o fluxo total em seus principais componentes, o que possibilitou realizar uma conexão com os aspectos normativos, com as crises internacionais e com os determinantes *push e pull*. A classificação dos fluxos se baseia na nomenclatura utilizada pelo Banco Central para o período de 1990 - 2000, apresentadas a seguir⁴.

2.1. Fluxo Total

A liberalização da conta capital no Brasil começou no final dos anos 1980, mas foi nos anos 1990 que houve a consolidação definitiva de seu processo de abertura. Foram destacados quatro fatos que consideramos relevantes para o aumento do fluxo de capital nesse período.

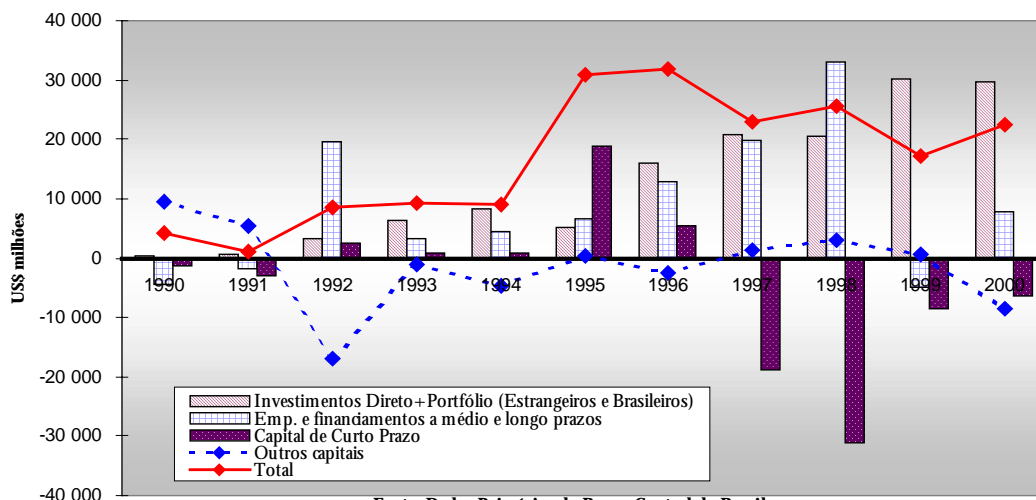
O primeiro fato foi a normalização das relações do país com a comunidade financeira internacional, por meio da regularização da renegociação da dívida externa com os bancos credores e da conclusão, em abril de 1994, da regularização dos empréstimos atrasados nos moldes do Plano Brady. O segundo fato a destacar foi o advento do Plano Real em julho de 1994, que deu estabilidade macroeconômica ao país. O terceiro fato, a queda da taxa de juros internacional nos países desenvolvidos, o que os levou a procurar oportunidades mais atrativas em países em desenvolvimento, como o Brasil. Por fim, a legislação referente a fluxo de capitais entre 1990 e 2000. Do total de medidas implementadas nesse período, apenas 22% dos normativos foram restritivos à entrada e saída de capital, o que caracteriza um alto grau de abertura no que diz respeito à movimentação de capital.

Esse conjunto de fatos proporcionou credibilidade junto aos investidores externos, propiciando o aumento do fluxo de capital, conforme demonstrado no Gráfico 1. O fluxo, em 1990, representava US\$ 4,26 bilhões (0,9% do PIB) e passou ao final de 2000, para US\$ 22,3 bilhões (cerca de 3,8% do PIB). Tal crescimento se deveu, em primeiro lugar, ao substancial

⁴ Ver Apêndice I

aumento do investimento total, tanto direto quanto de portfólio, que passou de US\$ 273 milhões, em 1990, para US\$ 30 bilhões, ao final de 2000. O segundo grupo mais importante da conta de capitais foi o de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazo, que passaram de um valor negativo de US\$ 4,3 bilhões, em 1990, para um valor positivo de US\$ 7,8 bilhões, em 2000. Os capitais de curto prazo – que têm, como característica, operações com prazos menores que 360 dias – a partir de 1997, foram sistematicamente negativos, talvez influenciados pelas crises internacionais (efeito contágio). Os outros capitais tiveram comportamento relativamente estável no período analisado. Apenas em abril de 1992 e maio de 2000, essa conta obteve saldo acentuadamente negativo, devido aos pagamentos ao FMI e ao Clube de Paris (US\$ 9,8 bilhões e US\$ 10,3 bilhões, respectivamente).

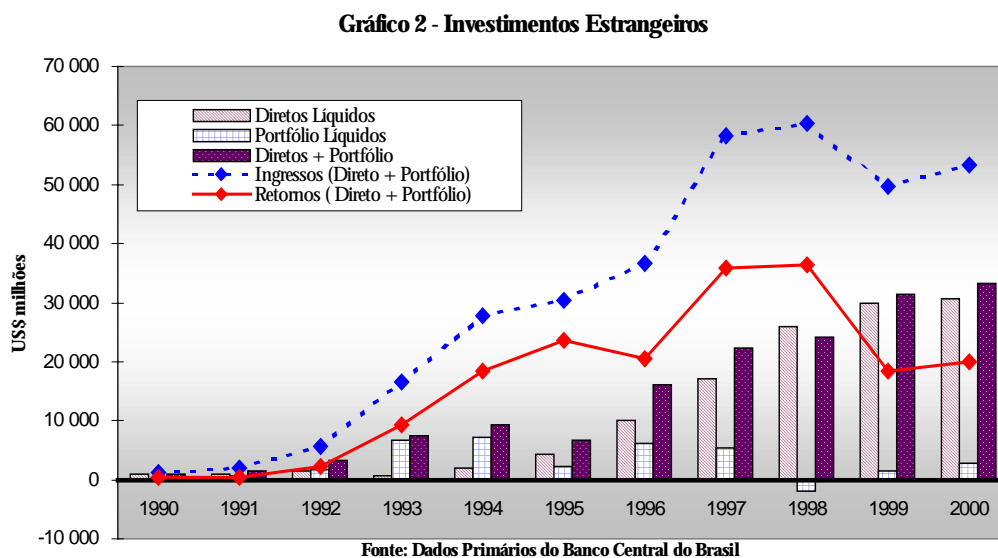
Gráfico 1 - Movimento de Capitais - Principais Componentes



2.2. Investimentos Estrangeiros

Entre 1990 e 2000, os investimentos diretos estrangeiros foram responsáveis por entradas líquidas de US\$ 123,9 bilhões, enquanto os investimentos em portfólio significaram entradas de US\$ 32,2 bilhões, o que correspondeu a apenas 26% dos investimentos diretos, de acordo com o Gráfico 2. Antes do Plano Real, os fatores macroeconômicos internos não pareciam suficientemente consolidados de forma a atrair capital estrangeiro. A partir de 1995, os fluxos líquidos de investimentos estrangeiros evidenciaram uma alteração importante. A participação dos investimentos diretos, que em 1994 representava 21% do total das inversões estrangeiras, aumentou para 65% em 1995.

Em 1997 e 1998, constatamos que, apesar das crises internacionais, asiática e russa, os investimentos diretos continuaram a subir em relação aos anos anteriores. Isto pode evidenciar que, naquele período, estavam mais atrelados à consistência das variáveis macroeconômicas do país (efeito *pull*) do que aos efeitos externos (*push* e contágio).

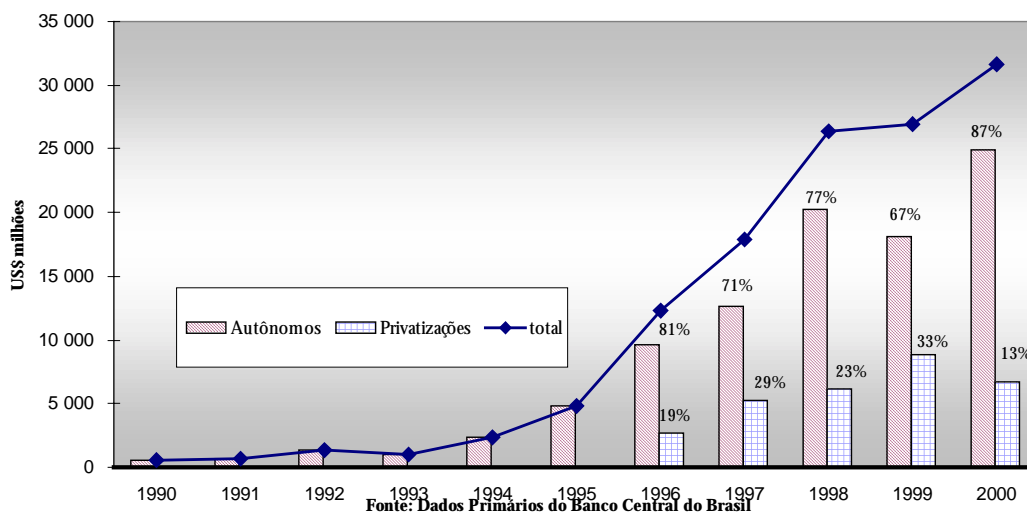


Os grandes grupos de investimento direto são moedas, mercadorias, conversões e reinvestimentos. A maior parte do ingresso desse tipo de investimento no período analisado foi relativa a moedas (90%); as conversões de dívida responderam por cerca de 7,5%, enquanto os reinvestimentos e as mercadorias tiveram participação insignificante.

Os investimentos diretos em moedas estão divididos em capitais autônomos e privatizações, conforme mostrado no Gráfico 3. Antes de 1995, as privatizações estavam contabilizadas junto com capitais autônomos. Por isso, para medirmos a percentagem média das privatizações em relação ao total dos ingressos em moedas, devemos fazê-lo após 1996. Assim, a participação média das privatizações, após 1996, foi de 24% dos ingressos de investimentos diretos em moeda, enquanto os capitais autônomos tiveram uma participação média de 76%. O auge dos investimentos em privatizações e concessões públicas ocorreu no período 1997-1999, quando somaram US\$ 20,2 bilhões, com destaque para os ingressos relativos aos setores de mineração, ferroviário e telecomunicação.

É importante destacar que, apesar de expressivos, os investimentos em privatização representam apenas a quarta parte, aproximadamente, do total de ingressos, o que revela a autonomia dos investimentos diretos relativamente ao processo de desestatização (Relatório anual do Banco Central 1998).

Gráfico 3 - Investimentos Estrangeiros Diretos - Ingressos



O investimento em portfólio, embora tenha participação menor que o investimento direto, envolve uma grande massa de recursos. No período 1990 - 2000, o saldo de investimento via portfólio foi de US\$ 32,2 bilhões, correspondendo a uma entrada de US\$ 38,4 bilhões relativos aos Anexos I a V, enquanto os fundos de renda fixa, privatização, imobiliário e de empresas emergentes, representaram uma saída de US\$ 6,2 bilhões. Tais fundos só tiveram papel relevante em 1994, quando entraram US\$ 2,3 bilhões; nos demais anos, houve pouco fluxo por meio desse instrumento (ver Gráfico 4).

Observamos, ainda, que o investimento líquido em portfólio passou por fases distintas. A primeira fase começou no final da década de 1980, com a criação da Resolução nº 1.289 em 1987, estendendo-se até 1994. Nesse período, foram criados vários instrumentos de investimentos estimulando os não-residentes no Brasil, a investirem no país. Com a Resolução 1.289/87, foram criados canais específicos, Anexo I, II, III⁵, que permitiam ao investidor externo isenção do imposto de renda nos ganhos de capital. No entanto, esses canais não atraíam, suficientemente, o investidor, pois este ainda tinha de passar por vários entraves burocráticos que diminuía a sua liberdade de aplicar. Basicamente, até 1991 só eram permitidos investimentos em portfólio através de formas coletivas. A aprovação do Anexo IV, via Resolução 1.832 de 31.05.1991, flexibilizou esse mercado ao permitir aquisição de ações por parte de investidores individuais e investidores institucionais estrangeiros, tais como fundos de pensão, companhias de seguros, bancos comerciais e bancos de investimento⁶.

No quadro de programas especiais do governo, foi autorizada a constituição de fundos de conversão-capital estrangeiros (Resolução nº 1.460 de 01.02.1988) e fundos de privatização-capital estrangeiro (Resolução nº 1810 de 27.03.1991). Esses fundos tinham, também, o propósito de estimular o mercado acionário. Adicionalmente, foi reduzido de 12 para seis meses, os prazos mínimos de permanência no país dos recursos advindos de títulos da dívida externa utilizados nos leilões de privatização (Resolução nº 1.894 de 09.01.1992).

O segundo período vai de 1995 ao primeiro semestre de 1997. Nesse período, embora os investimentos em portfólio continuassem positivos, foi detectado um decréscimo em 1995,

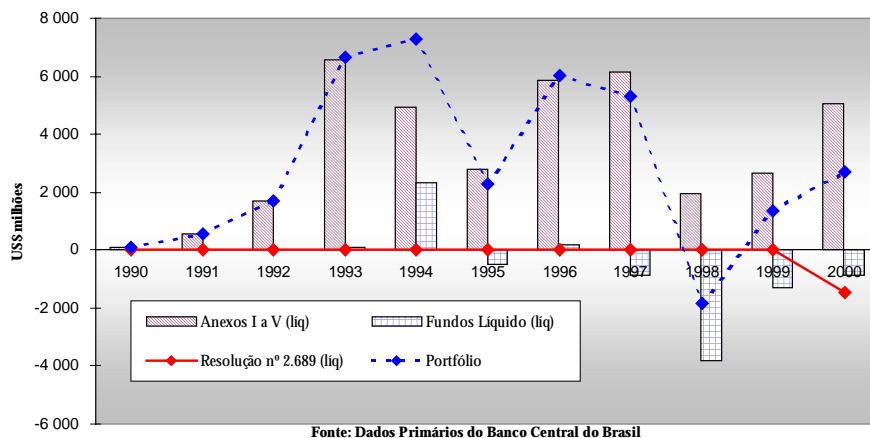
⁵ Para maiores detalhes sobre os investimentos de portfólio ver Apêndice II.

⁶ O Anexo IV foi o instrumento mais utilizado para a entrada de mercado de ações e derivativos no Brasil.

decorrente da crise mexicana e de uma legislação mais restritiva. Ao final do ano, tais investimentos registraram queda de 68% em relação a 1994, porém fechando ainda com valor positivo. Em 1996, como reflexo de uma conjuntura mais favorável no mercado internacional, houve grandes entradas de investimentos em portfólio. A melhoria no cenário internacional aliada à queda de juros externos (efeito *push*) favoreceu a aprovação do regulamento que permitiu a entrada de investimentos brasileiros no exterior, através do mecanismo de Brazilian Depository Receipts- BDRs (Resolução nº 2.318, de 26.07.1996).

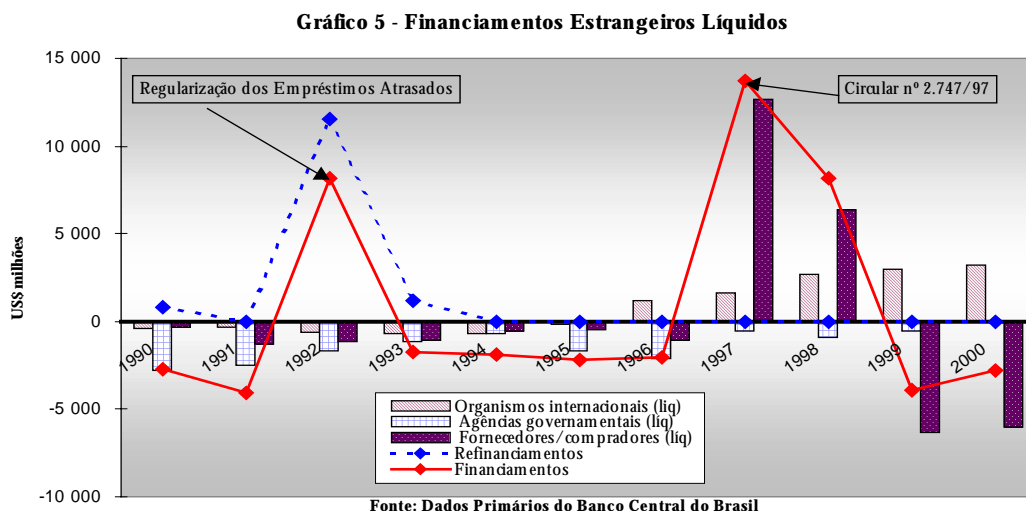
O terceiro período vai do segundo semestre de 1997 até final de 1998. Nesse período, constatamos que os investimentos estrangeiros líquidos em portfólio são bastante afetados pelas crises internacionais (efeito contágio). Tais investimentos encerraram o ano de 1997 com queda de 12% em relação a 1996, em decorrência de fortes saídas líquidas no quarto trimestre, influenciadas pelos efeitos da crise asiática. Em 1998, os investimentos em portfólio resultaram em saídas líquidas cada vez maiores, principalmente a partir de agosto em consequência da crise russa. Dessa forma, o saldo do ano dos investimentos em portfólio ficou negativo em US\$ 1,8 bilhão. Por fim, o último período é o de 1999 – dezembro de 2000. Após a desvalorização cambial ocorrida em janeiro e com a melhora gradativa das expectativas em relação à economia brasileira (efeito *pull*), houve uma interrupção da saída de investimento em portfólio. Embora o resultado não tenha chegado aos níveis de 1994, houve tendência de recuperação desses investimentos tanto em 1999 como em 2000.

Gráfico 4 - Investimento Estrangeiro Líquido - Portfólio



2.3. Financiamentos e empréstimos de médio e longo prazos

Através dos financiamentos estrangeiros, houve entradas líquidas no período 1990-2000, de cerca de US\$ 8,7 bilhões. As entradas líquidas ocorreram em apenas três anos do período (1992, 1997 e 1998), conforme o Gráfico 5. No ano de 1992, a conta financiamentos foi alta devido à elevada entrada de refinanciamentos (US\$ 11,6 bilhões) ⁷, explicada pela regularização dos empréstimos atrasados, amparados pelo acordo assinado com o Clube de Paris. A melhora no fluxo de capital total tornou possível o país amortizar seus financiamentos e, portanto, essa conta ficou negativa entre 1993 e 1996. A reversão ocorreu em 1997, quando os créditos de fornecedores/compradores passaram de um valor negativo de US\$ 1,1 bilhão em 1996 para um valor positivo de US\$ 12,6 bilhões, devido a mudanças na legislação⁸. Tendo em vista a alta taxa de juros no Brasil, os importadores preferiam adiar o pagamento de seus créditos de curto prazo, passando a captar recursos no médio e longo prazos⁹. A partir de 1999, com a liberalização da legislação para créditos à importação de curto prazo, os importadores amortizaram suas dívidas no médio e longo prazos e, com isso, a conta de fornecedores/compradores sofreu queda.



⁷ Ver Relatório do Banco Central 1992.

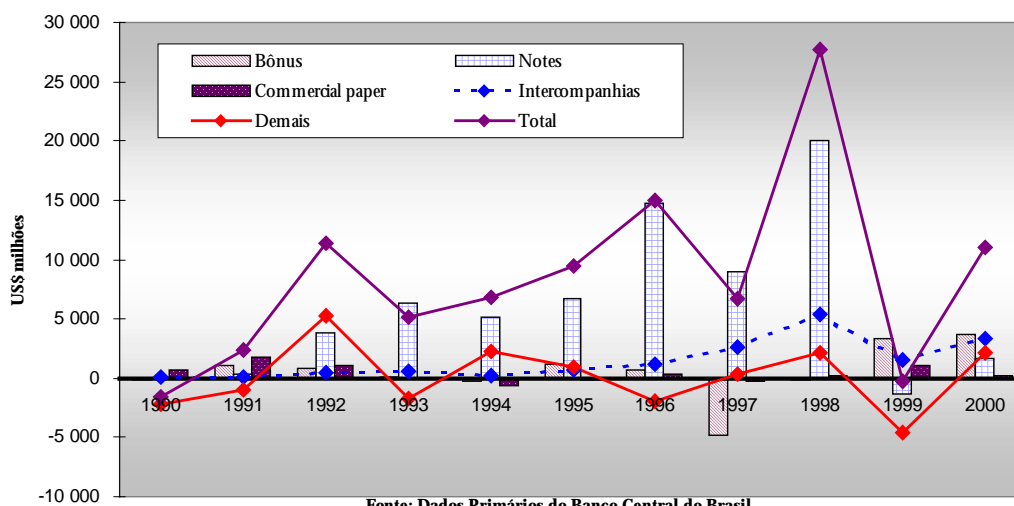
⁸ Ver Circular nº2.747, de 25.03.1997.

⁹ O ganho com arbitragem beneficiou os importadores mas, por outro lado, piorou a balança comercial. Para aliviar o problema, as autoridades monetárias obrigaram os importadores a pagar suas mercadorias em um prazo até 180 dias antes de a mercadoria chegar ao Brasil. O reflexo dessa medida foi o aumento na conta de fornecedores/compradores cujos prazos de financiamento eram maiores que 360 dias. Dados de 1998, mostram que essa conta permaneceu alta (US\$6,3 bilhões), porém menor que em 1997 ainda influenciada pelo impacto da conta de fornecedores e compradores (para maiores detalhes ver Garcia e Valpassos 1998).

Conforme ilustrado no Gráfico 6, os empréstimos de médio e longo prazos foram responsáveis pela entrada líquida de US\$ 95,8 bilhões no período 1990 - 2000. Desse total, as *notes* participaram com 71% dos empréstimos (US\$ 66 bilhões), com destaque para os anos de 1996 e 1998. Em segundo lugar, em termos de participação, mas bem abaixo das *notes*, vêm os empréstimos intercompanhias (17,1%), seguidos de bônus (5,9%) e *commercial paper* (4,3%). As outras formas de empréstimos como bancos, securitização e refinanciamentos, não foram significativas no período. Observamos ainda que, entre 1990 e 1998, na média, a conta empréstimos teve tendência de alta.

No entanto, os empréstimos de médio e longo prazos sofreram muitas perdas devido às elevadas amortizações, principalmente, de *notes*, devido à dificuldade de rolagem, em especial, no 1º trimestre de 1999 em decorrência da crise do Real. Houve entrada, via *notes*, de apenas US\$ 11,1 bilhões (53% menor que em 1998) e amortizações de US\$ 12,4 bilhões (244% maior que em 1998). Em 2000, a conta empréstimos voltou a ficar positiva, porém não chegou aos níveis de 1996-1998 devido à dificuldade de captação no mercado externo. Mesmo assim, houve um aumento da conta empréstimos em relação a 1999, resultado da melhora da colocação líquida de bônus (US\$3,7 bilhões), *notes* (US\$ 1,7 bilhão), empréstimos intercompanhias (US\$ 3,3 bilhões) e da captação em bancos (US\$2,4 bilhões).

Gráfico 6 - Empréstimos Estrangeiros Líquidos

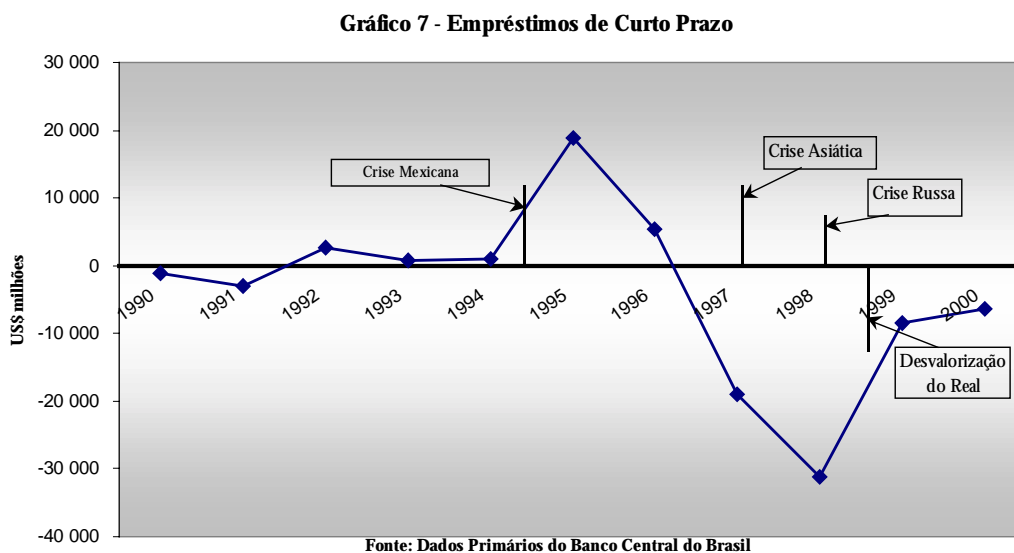


2.4. Capital de curto prazo

Os capitais de curto prazo são operações com prazo inferior a 360 dias. Em geral, esses fluxos, por terem prazos menores que outras formas de investimento, apresentam-se com maior volatilidade. Conforme demonstrado no Gráfico 7, esse tipo de operação ficou positiva a partir de 1992, tendo seu auge em 1995, quando atingiu o valor de US\$ 18,8 bilhões. Observa-se, ainda, que há forte influência da instabilidade do mercado financeiro internacional sobre o fluxo de capital no Brasil. A crise do México, como foi a primeira, alertou os agentes financeiros sobre a possibilidade do “efeito contágio”. No entanto, não chegou a afetar o capital de curto prazo. Provavelmente, tal fato está relacionado à implementação do Plano Real, que deu credibilidade à economia brasileira. Nesse caso, o efeito *pull* pode ter superado os efeitos negativos dos choques externos (efeito contágio).

A partir de 1996, há uma reversão dos capitais de curto prazo. Nesse ano, as autoridades monetárias estavam com a intenção de melhorar a qualidade do fluxo de capital no país, diminuindo as entradas de curto prazo e aumentando as de longo prazo. Contudo, as saídas do fluxo de capital foram muito mais expressivas a partir da crise asiática em 1997 e da crise russa em 1998 (o saldo do capital de curto prazo em 1997 e 1998 foi negativo, respectivamente, em US\$ 18,9 bilhões e US\$ 31,2 bilhões). A partir do segundo semestre de 1997, houve um esforço por parte das autoridades monetárias de melhorar a captação de recursos. O Banco Central, com esse intuito, liberalizou o prazo mínimo para a contratação, renovação e prorrogação de operações de empréstimos externos (Circular nº2.783 de 13.11.1997 e Circular n.º 2834, de 24.06.1998). No entanto, esse esforço não foi suficiente para a entrada de recursos externos. Isso só veio a acontecer após o acordo com o FMI, em fins de 1998, e depois da revisão da política cambial.

Em janeiro de 1999, o Banco Central abandonou a política de bandas cambiais que estava vigente desde março de 1995, e adotou a política de câmbio flutuante. Em 1999 e 2000, o capital de curto prazo continuou negativo, porém já se notou uma clara reversão dessa tendência. As saídas do capital de curto prazo diminuíram de US\$ 31 bilhões, em 1998, para US\$ 8,8 bilhões e US\$ 6,4 bilhões, respectivamente, em 1999 e 2000. A entrada de US\$ 9 bilhões, após o acordo com o FMI, refletiu a volta da confiança dos investidores estrangeiros em relação ao Brasil, resultando em saídas cada vez menores nos capitais de curto prazo.



2.5. Fatos Estilizados

Em resumo, cinco fatos estilizados podem ser destacados quando analisamos o fluxo de capital no período 1990-2000.

Primeiro, os investimentos estrangeiros diretos foram os maiores responsáveis pela entrada de capital, correspondendo a US\$ 123,9 bilhões. Entre 1990 e 1994, a média dos investimentos diretos estrangeiros foi de apenas US\$ 3,3 bilhões, enquanto a partir de 1995, com a consolidação do Real, a média subiu para US\$ 25,2 bilhões. Portanto, esses investimentos parecem ter sido influenciados pela melhora do desempenho das variáveis macroeconômicas do país (efeito *pull*).

Segundo, os investimentos em portfólio corresponderam a uma entrada líquida equivalente a 20% dos investimentos estrangeiros totais, porém sua participação foi caindo, principalmente, após 1996. Tais investimentos podem ser vistos como muito vulneráveis à taxa de juros internacional (efeito *push*) e aos choques externos, principalmente a crise russa (efeito contágio).

Terceiro, no período de 1996-2000, constatamos que as privatizações foram responsáveis por uma entrada média anual de US\$ 5,9 bilhões. Os aspectos regulatórios com a liberalização da entrada de capital (efeito *pull*), foram relevantes para o avanço das privatizações.

Quarto, os empréstimos bancários de médio e longo prazos perderam sua importância nos anos 1990, e as empresas têm obtido recursos no estrangeiro via *notes*, ou seja, por meio da colocação de títulos no exterior. As *notes* foram responsáveis pela segunda maior entrada líquida de recursos. Com a conclusão do acordo de renegociação da dívida externa em 1994, a imagem do Brasil melhorou no exterior, podendo ter sido de fundamental importância para a captação de recursos externa via esse instrumento (efeito *pull*).

Quinto, as maiores saídas de capital ocorreram por conta dos capitais de curto prazo. Como já mencionado, esse tipo de operação tem elevada volatilidade e maior dependência em relação à situação externa. Nos momentos de *boom*, houve entradas significativas; porém, nos momentos de crise, as saídas de capital foram mais intensas que as entradas. Os efeitos *push* e contágio devem ser preponderantes para explicar essa conta.

3 DETERMINANTES DO FLUXO DE CAPITAL

3.1 Conceitos “pull”, “push” e “contágio”

Os estudos de Calvo, Leiderman e Reinhart (1993 e 1996) , Fernández-Ariaz e Montiel (1995), Fernández-Ariaz (1996) e Calvo e Reinhart (1996) procuram identificar se o fluxo de capital nos países em desenvolvimento foi mais atraído pelas condições domésticas favoráveis nesses países ou pelas condições desfavoráveis nos países desenvolvidos. Calvo et Alii (1993 e 1996) dividem os fatores determinantes do fluxo de capital em internos (efeito pull) e externos (efeito push). Segundo eles, a queda da taxa de juros nos EUA foi o principal fator externo que levou os investidores, na década de 1990, a aplicarem recursos nos países em desenvolvimento. A diminuição de juros nos países desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos, fez com que o custo de oportunidade de investimento nos países em desenvolvimento diminuísse, e o retorno esperado nos países em desenvolvimento aumentasse relativamente ao retorno dos países desenvolvidos.

Na realidade podemos dividir os fatores externos em dois principais (Calvo Et Alli, 1993 e 1996)

1. A já citada queda nas taxas de juros dos EUA , que atingiu em meados dos anos 1990 sua mais baixa taxa média desde dos anos 1960.
2. As recorrentes recessões nos países industrializados e a constante deterioração da taxa de retorno dos países desenvolvidos.

Junto aos fatores externos, podemos incluir, agora, os fatores internos de cada país, que são associados à estrutura macroeconômica, credibilidade e reformas estruturais dos países que estão recebendo os fluxos. Também podemos citar vários instrumentos que podemos chamar de “pull factors” (Agénor 2000):

- 1 Aumento do nível de abertura financeira e retirada das barreiras de capital do países em desenvolvimento diminuindo os custos de transação entre os países.
- 2 O ajuste fiscal é um dos principais atrativos de capitais estrangeiros, sinalizando maior estabilidade monetária.
- 3 O comprometimento com regras claras de políticas também pode aumentar a credibilidade e, conseqüentemente, o fluxo de capitais. Desta estabilidade fazem parte uma inflação controlada e uma dívida sustentável.

Calvo Et Alli argumentam que os fatores *push* têm predominância sobre o *pull* pois as reformas per si, não justificam a entrada de capital para alguns países, na medida em que houve grande entrada de capital para países cujas reformas estavam ainda incompletas.

Fernández-Ariaz e Montiel (1995) concluem que, apesar de os fatores externos terem um papel predominante em relação aos fatores internos, não pode ser descartada a importância dos fatores internos na atração de fluxo de capitais estrangeiros. Fernández-Ariaz (1996), baseado em um modelo internacional de alocação de portfólio, constatou que a melhora nas condições de crédito de um país em desenvolvimento (fator *pull*), tem o papel de direcionar o fluxo de capital. Como exemplo, assinala que o capital na década de 1990 migrou para América Latina e não se materializou na região africana abaixo do Saara. Nesses países, as condições de crédito, estrutura regulatória e as reformas econômicas não foram suficientes para atrair o capital internacional.

Outro fator que pode ser citado são os choques externos. Evidências empíricas baseadas em Calvo e Reinhart (1996), apontam que os países que sofrem desequilíbrios no balanço em conta corrente são mais vulneráveis, sendo os mais afetados por uma crise externa. Segundo López-Mejía (1999), o efeito contágio ocorre, principalmente, pelos seguintes fatos: primeiramente, quando a depreciação da moeda ocorre em um determinado país, os outros países que comercializam com ele também vão sofrer em termos de competitividade e estarão mais sujeitos ao ataque especulativo. Um segundo canal seria a percepção dos investidores sobre os fundamentos econômicos do país em questão. Se os investidores suspeitam que os outros países vizinhos sofrem do mesmo problema – por exemplo, déficit fiscal elevado, e reformas econômicas incompletas - eles são induzidos a

retirar o capital também desses países. Terceiro, o efeito contágio provoca a saída de capitais, pois, quando há uma crise financeira de caráter global como houve na Ásia e Rússia, os investidores vendem suas posições nos países emergentes para cobrir seus prejuízos nos países de origem. Por fim, há o efeito “psicológico” que acontece nos períodos de crise. Nessas fases, os capitais internacionais migram dos países emergentes para a segurança dos títulos dos países industrializados, devido às turbulências nos mercados internacionais.

A ênfase do nosso trabalho se dará na legislação como componente da análise para investigar os determinantes do fluxo de capital. Nossa análise segue a linha de C&G (1997), onde os autores criaram um índice de controle de capital, como variável que contribui na determinação do fluxo de capital. No trabalho de C&G, foram construídos dois indicadores cuja proposta é medir as mudanças mensais ocorridas na legislação que afetam o fluxo de capital através dos índices ΔRI e ΔRO . O índice ΔRI refere-se às alterações ocorridas no controle à entrada de capital, onde é atribuído o valor de +1 para as restrições impostas pela legislação e de -1 para liberalização do fluxo de capital. O índice ΔRO refere-se às alterações no controle às saídas de capital, e, analogamente a ΔRI , às restrições à saída de capital é atribuído o valor de 1 e, para liberação das saídas de capital -1. Os autores investigaram os determinantes do fluxo de capitais no Brasil no período 1988-1995, com ênfase na legislação, e a conclusão é que o período foi caracterizado pela liberalização do controle de capital e que o controle de capital é endógeno. Os autores mostram que o governo reage à entrada de capital aumentando o controle nos períodos de *boom* e liberalizando o capital nos períodos de crise.

Com base no suporte teórico e empírico que reúne esse conjunto de trabalhos citados, estimamos o fluxo de capital, levando em consideração os fatores externos, internos e contágio.

3.2. Índice de Controle de Capital (ICC)

i) Metodologia

Foi realizada a coleta da legislação de fluxo de capitais, para o período entre janeiro 1990 e dezembro de 2000, com base nas normas editadas pelo Departamento de Capitais Estrangeiros (FIRCE) que se encontram disponíveis no *site* do Banco Central do Brasil. Além disso, foram realizadas entrevistas junto ao Departamento Econômico do Banco Central, em Brasília, para complementar nosso trabalho. Além de cobrir a legislação do FIRCE, selecionamos, também, as normas relacionadas; isto é, aquelas que revogam, alteram, ou aprimoram a legislação e que não estavam abrangidas pelo FIRCE. Assim, conseguimos reunir um universo de 189 normativos nesse período.

A lista por nós elaborada, classifica a legislação conforme o tipo de normativo (Resolução, Circular, Carta-Circular, Comunicado e Portaria), define o caráter das normas (liberalizante, restritiva ou regulamentar) e classifica por item ou conta de balanço de pagamentos (Investimento Direto, Portfólio, Empréstimos, Financiamentos, Curto Prazo). De acordo com nosso critério, uma norma considerada liberalizante é aquela que tem a intenção de incentivar a movimentação de capitais, como, por exemplo, dar liberdade para remessa de capitais e autorizar a aplicação dos investidores nacionais em títulos emitidos no exterior (DR'S). Uma norma restritiva, ao contrário, é aquela que desestimula a entrada e saída de capital estrangeiro. Como exemplo, o Banco Central limitando o capital estrangeiro a investir em determinados fundos de investimento, ou, ainda, quando há um aumento do IOF sobre fundos de renda fixa. Já uma legislação de caráter regulamentar é aquela que tem apenas a intenção de normatizar ou comunicar um fato, e por isso, tem, a princípio, um efeito neutro sobre o fluxo de capital. Por exemplo, o Banco Central disciplinando normas relativas a arrendamento mercantil ou estabelecendo condições para registro de capitais estrangeiros. No Apêndice IV, estão listadas as principais alterações mensais ocorridas na legislação de fluxo de capitais entre janeiro de 1990 e dezembro de 2000. De acordo com nossa classificação, no universo de 189 normativos, 54,8 % são liberalizantes, 22,1% são restritivos e 23,1% são regulamentares.

ii) Cálculo do Índice de Cardoso e Goldfajn

Cardoso e Goldfajn (1997) investigam, empiricamente, os determinantes do fluxo de capitais e constroem um índice de controle de capital que abrange o período 1988-1995. Seguiremos, primeiramente, o método utilizado por C&G para calcularmos o índice de controle de capital, o qual denominaremos ICC. O primeiro indicador calculado foi definido como ΔRI . Conforme já descrito na seção introdutória, uma mudança na legislação relacionada às entradas de capital recebe o valor equivalente a -1 quando a norma é liberalizante, e o valor de $+1$ quando a norma é restritiva. O segundo indicador foi ΔRO que tem metodologia análoga, isto é, qualquer mudança restringindo a saída de capital recebe o sinal de $+1$ e mudanças liberalizando a saída -1 .

Entre janeiro de 1990 e dezembro de 2000, o ΔRI variou de -4 até $+6$ enquanto o ΔRO entre -2 e $+4$. A média mensal do ΔRI foi de $-0,46$ e de ΔRO $-0,15$, caracterizando uma tendência de liberação na entrada e na saída de capital. Os resultados da Tabela 1 mostram a média mensal para diversos subperíodos da década de 1990. Esses subperíodos foram escolhidos com base nos principais eventos macroeconômicos e regime de câmbio ocorridos: fase inicial do processo de liberalização do capital, regime de bandas cambiais e regime de câmbio flexível. O primeiro período será de janeiro/1990 a dezembro/1994; o segundo período, que vai de janeiro/1995 a dezembro/1998, foi demarcado pelo regime de bandas cambiais. Por fim, o período de janeiro/1999 a junho/2000 foi caracterizado pelo regime cambial flexível.

Tabela 1- Variação das Entradas e Saídas de Capital

Período	ΔRI	ΔRO
Janeiro/1990 a junho/2000	-0,4621	-0,1515
Janeiro/1990 a dezembro/1994	-0,2667	-0,15
Janeiro/1995 a dezembro/1998	-0,5417	-0,125
Janeiro/1999 a dezembro/2000	-0,7916	-0,2083

A tabela 1 mostra que entre janeiro de 1990 e dezembro de 1994, a média mensal do ΔRI foi de -0,27 enquanto do ΔRO foi de -0,15. Os quatro primeiros anos da década de 90 foram caracterizados pelo incentivo à entrada de capital e, como exemplos, temos a aprovação do Anexo IV através da Resolução n.º 1.832/91, a Resolução n.º 1894/92, que reduziu o prazo de permanência no país dos investimentos estrangeiros, e a Circular n.º 2.388/93, que regulamentou a constituição e o funcionamento dos Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro. A aprovação do Anexo IV facilitou o ingresso de investidores institucionais estrangeiros tais como fundo de pensão companhia de seguros e fundos de investimento estrangeiro. Além disso, permitiu aplicações em valores mobiliários e investimentos em fundos de aplicação financeira, sem tributar os rendimentos e os ganhos de capital obtidos. Foi o instrumento mais utilizado para a entrada de mercado de ações e derivativos no Brasil¹⁰.

Já no período que vai de janeiro de 1995 até 1998, a média mensal ΔRI foi de -0,54, enquanto do ΔRO foi de -0,125. Esse período foi caracterizado por três crises financeiras de caráter mundial: mexicana, asiática e a russa. Essas crises causaram grande instabilidade no fluxo de capitais. Como consequência, o Banco Central tomou medidas cada vez mais liberalizantes para entrada de capital. Houve, porém, picos nesse período em que houve medidas restritivas, principalmente, entre outubro/94 e março/95. O Plano Real contribuiu para uma entrada maciça de capital, levando a autoridade monetária a editar normas restritivas para evitar que o câmbio continuasse a apreciar.

Por fim, a média do ΔRI de janeiro de 1999 a dezembro de 2000 foi de -0,79, enquanto do ΔRO foi de -0,21. Esse período teve como ponto central a alteração do regime cambial, que passou de um sistema de bandas para câmbio flexível, e se caracterizou por ter uma legislação extremamente liberalizante na entrada de capital. O Gráfico 8 mostra os resultados das variações da entrada e saída de capital (ΔRI e ΔRO) no período 1990 a 2000.

Segundo C&G, as medidas relacionadas a saída de capital (ΔRO) podem ter dois efeitos opostos sobre o fluxo líquido de capitais. Em um primeiro momento, a restrição à saída de capital leva à manutenção do fluxo. Porém, uma medida de cunho restritivo, pode também levar os investidores a perceberem que essas restrições futuramente serão uma ameaça à

¹⁰ Ver Apêndice II para verificar a síntese dos investimentos em portfólio.

remessa de seus retornos ao exterior. Dessa forma pode haver uma redução do fluxo de capital.

C&G sugere duas medidas de controle de capital: $\Delta CC1$ e $\Delta CC2$ que iremos reproduzir adiante para o período 1990-2000.

$$(1) \quad \Delta CC1 = \Delta RI - 0,5 \Delta R0$$

$$(2) \quad \Delta CC2 = \Delta RI + 0,5 \Delta R0$$

O peso de 0,5 atribuído a $\Delta R0$ foi baseado nos critérios sugeridos pelo trabalho de C & G. O Gráfico 8 mostra os resultados do cálculo do $\Delta CC1$ no período 1990-2000. Observamos que, de janeiro/1990 a junho/1994, a maioria das medidas foi liberalizante, embora existam picos que revelam a ocorrência, nesse período, de medidas restritivas, principalmente, em outubro/93 e março/94. Por outro lado, o período entre janeiro/95 e dezembro/96 foi misto no sentido de ter havido tanto medidas liberalizantes quanto restritivas. A partir de 1997, especificamente julho de 1997, essa trajetória se inverteu e o Banco Central editou, majoritariamente, medidas de cunho liberalizante.

Embora estejam sendo analisados períodos diferentes daqueles analisados por C & G, este trabalho também confirma que houve uma abertura gradual e crescente da conta capital nos anos 1990. Isso pode ser notado no Gráfico 9, onde percebe-se uma clara tendência à liberalização da conta capital, principalmente a partir de 1997, quando há um declive acentuado da curva. A partir de 1997, cerca de 90% das medidas foram de incentivo à entrada ou manutenção de capital. Destacaremos três que foram claramente restritivas: a Portaria MF nº 348 de 30.12.1998, que estabeleceu um aumento de IOF de 2% para 2,38% sobre a captação de recursos externos em renda fixa; a Circular nº 2.863 de 10.02.1999 e Circular nº 2.877 de 17.03.1999. A Circular nº 2.863 dispôs sobre a aplicação de recursos dos fundos de investimento no exterior e estabeleceu que o investidor deveria aplicar no mínimo 80%, ao invés de 60% previsto, anteriormente, em títulos da dívida externa. A Circular nº 2.877 vedou as instituições financeiras de adquirir quotas de fundos de investimentos, representativas de dívidas negociáveis no mercado internacional.

Gráfico 8-Índice de Controle de Capital ($\Delta CC1$)-variação mensal

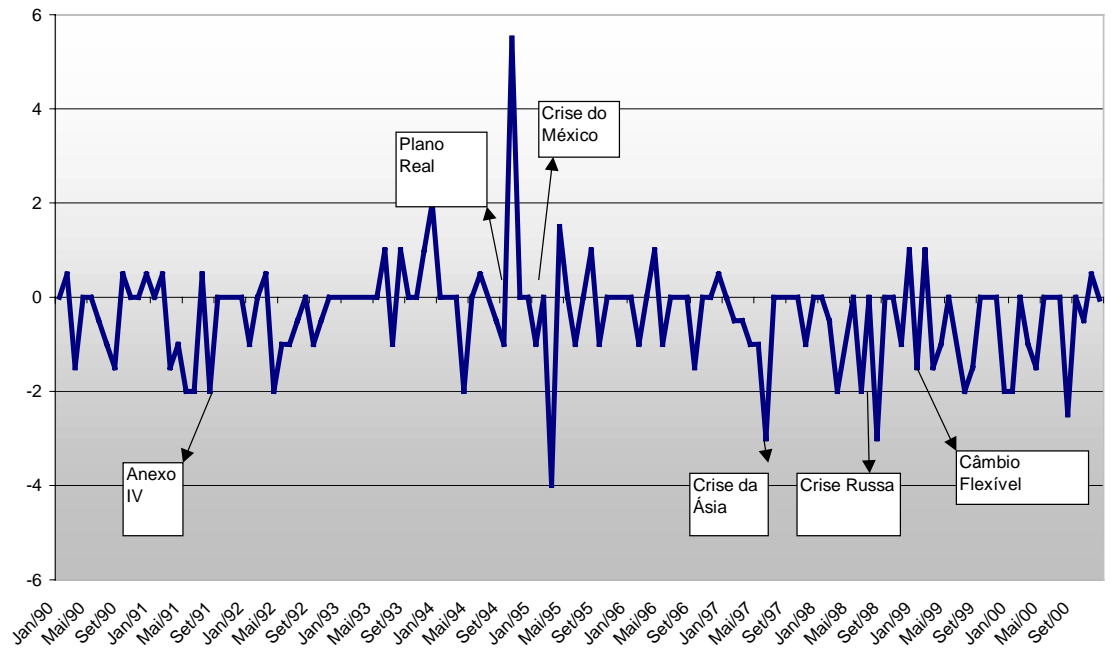
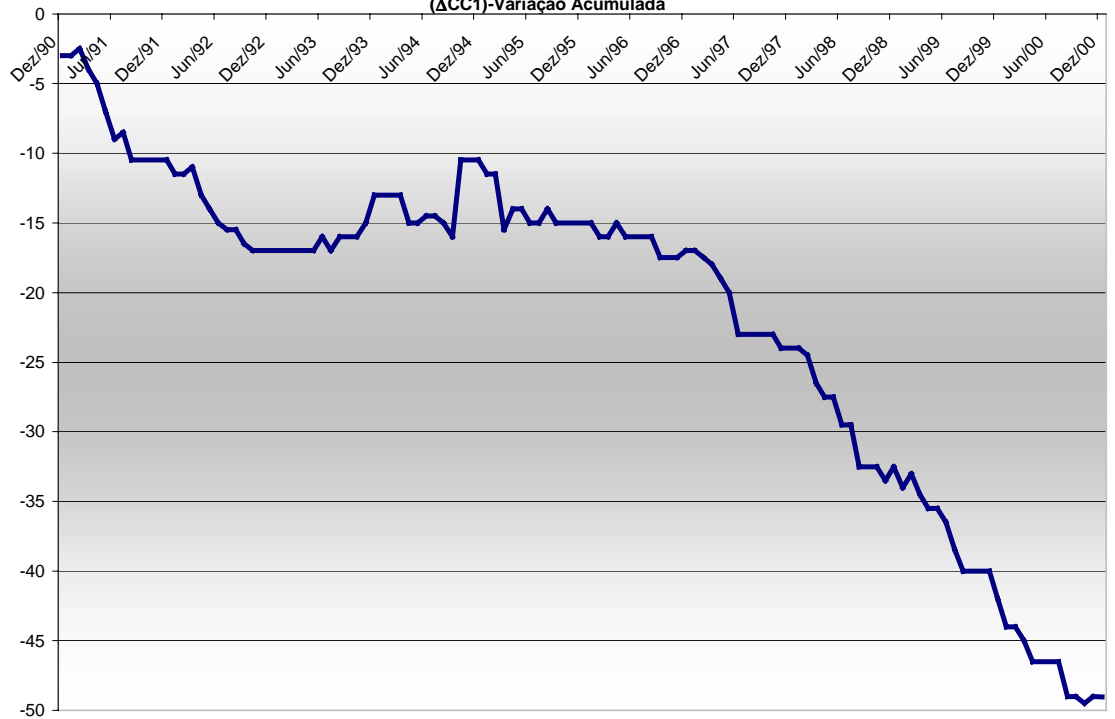


Gráfico 9- Índice de Controle de Capital ($\Delta CC1$)-Variação Acumulada



4 MODELO ECONOMETRICO PARA FLUXO DE CAPITAL

Três abordagens foram requeridas na análise econométrica. Na primeira abordagem, reproduzimos o modelo utilizado por C &G, tendo por base as variáveis sugeridas por eles, ou seja, taxa de juros internacional, taxa de retorno esperada - que é a Selic menos o desconto futuro (f_d)- e as variáveis relativas à legislação de entrada de capital (ΔRI), de saída de capital (ΔRO) e a combinação linear de entrada e saída de capital definidas nas equações de $\Delta CC1$ e $\Delta CC2$. Na primeira estimação, o período será mensal de abril de 1990 até dezembro 1995. Assim, poderemos confrontar os resultados obtidos pela nossa pesquisa com os resultados apurados por aqueles autores. Na segunda estimação, o período foi estendido até dezembro de 2000. Objetivamos captar, além dos efeitos da crise mexicana (dez/1994), os efeitos da crise asiática (julho/1997) e russa (julho/1998). Na terceira estimação, a variável taxa de retorno foi redefinida. Utilizamos o conceito que mede o retorno pelo diferencial de juros, através da equação de paridade coberta da taxa de juros (PJC). Segundo a teoria, a existência de um diferencial de juros entre duas economias é uma das condições para promover deslocamentos de capitais na direção daquelas que registram a presença de um diferencial de juros favorável. Em nossa definição, a PJC é dada pelo diferencial da taxa de juros doméstica Selic (i), da taxa de juros externa do Tesouro Americano Fed Fund (i^*) e pelo desconto (f_d) calculado através do câmbio futuro encontrado no *site* da BM&F.

Na segunda abordagem, formulamos o mesmo modelo econométrico utilizado na primeira abordagem, porém, com um novo enfoque, propondo que as variáveis relativas aos normativos de entrada de capital (ΔRI) e saída de capital (ΔRO) fossem acumuladas em 12 meses e defasadas em um período de tempo. O acúmulo em 12 meses se dá pelo fato de a legislação não só ser explicada pelo tempo presente, como também pelo acréscimo da legislação passada. A defasagem é utilizada por dois motivos. Em primeiro lugar, demora um certo tempo para a legislação surtir efeito. Em segundo lugar, a defasagem evita o problema da endogeneidade; isto é, o fato da legislação ser influenciada pelo próprio fluxo de capital. Acrescentamos duas *dummies* de inclinação para medir possíveis efeitos diferenciados da legislação no tempo: segmentamos o período 1995-98 (regime de banda cambial) e 1999-2000 (regime de câmbio flexível). Além dessas mudanças, resolvemos não estimar o modelo

utilizando os indicadores $\Delta CC1$ e $\Delta CC2$, a fim de evitar a arbitrariedade do peso de 0,5 para a construção de $\Delta CC1$ e $\Delta CC2$.

Finalmente, na terceira abordagem, o modelo teve as mesmas especificações da segunda abordagem; porém, propusemos que todas as variáveis, não apenas o fluxo de capitais fossem acumuladas em 12 meses. O fluxo de capital talvez seja uma das variáveis macroeconômicas mais sensíveis na economia: qualquer alteração na economia doméstica e internacional como juros, política ou mesmo no humor dos investidores, alteram a entrada e a saída de capital. Em nossa análise, achamos que, por sua natureza errática, é preciso um período mais longo de tempo para o fluxo ser explicado. Ademais, os determinantes do fluxo de capital acumulados, por levar em conta o histórico das variáveis, captam mais adequadamente a natureza do fluxo em um período turbulento, como o que foi a década de 1990. Maiores detalhes serão comentados a seguir, à luz dos resultados obtidos.

4.1 Primeira abordagem: Reproduzindo C&G

Essa subseção vai investigar o fluxo de capital tanto no período 1990-1995 como no período 1990-2000. Seguimos o modelo econométrico sugerido por C&G e utilizaremos o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Estimamos a equação:

$$(1) \quad FKL_t = \beta_0 + \beta_1(i-f_d)_t + \beta_2 i^*_t + \beta_3 LEG_t + \beta_4 Dcrises_t + \varepsilon_t$$

Onde FKL, i^* , $i-f_d$ são, respectivamente, o fluxo de capital líquido como proporção do PIB, taxa externa de juros, e taxa de retorno (taxa de juros doméstica ajustada pela desconto futuro no mercado de câmbio da BM&F¹¹). LEG é a variável referente à legislação que pode assumir os valores de entrada de capital(ΔRI), de saída de capital(ΔRO), e a combinação linear dos normativos de entrada $\Delta CC1$ e saída de capital $\Delta CC2$.

Dcrises é um vetor de *dummies* referentes aos efeitos das crises internacionais, mexicana (janeiro a março de 1995) , asiática (outubro a dezembro de 1997) e russa (julho a dezembro de 1998).

O fluxo de capital líquido (FKL) foi classificado como o total de fluxo de capital, conforme definição do Banco Central, excluindo os outros capitais (garantias, obrigações com autoridade monetária e operações de regularização com o FMI), as operações de refinanciamento e os capitais de curto prazo. O objetivo foi verificar o fluxo de capitais autônomos que entram no país, independentemente de operações governamentais, e retirar os ruídos causados pelo capital de curto prazo. Cabe ressaltar que nessa estimação procuramos reproduzir o modelo de C & G, onde também não é considerado o fluxo de curto prazo.

¹¹ Para o cálculo do f_d , para cada mês foi utilizado o câmbio futuro do 1º dia útil.

Tabela 2 – Variável dependente: Fluxo de capital de médio e longo prazo como proporção do PIB

Período: Abril 1990-Dezembro 1995

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	2,72 (3,92)	2,57 (3,45)	2,63 (3,76)	2,82 (4,08)
ΔRI	0,29 (1,98)	-	-	-
ΔRO	-	0,33 (1,55)	-	-
$\Delta CC1$	-	-	-	0,28 (1,62)
$\Delta CC2$	-	-	0,26 (2,26)	-
i^*	-4,68 (-2,83)	-4,37 (-2,53)	-4,46 (-2,66)	-4,99 (-3,06)
$i - f_d$	0,33 (3,53)	0,33 (3,45)	0,33 (3,48)	0,33 (3,58)
<i>Dummy México</i>	-3,23 (-3,03)	-3,59 (-2,47)	-3,23 (-2,85)	-3,31 (-3,20)
R^2	0,357	0,344	0,359	0,351
R^2 ajustado	0,316	0,303	0,319	0,310

Notas: O indicador ΔRI mensal refere-se ao saldo entre legislação liberalizante e restritiva relativa à entrada de capital; ΔRO mensal refere-se ao saldo entre a legislação liberalizante e restritiva de capital, $\Delta CC1 = \Delta RI - 0,5\Delta RO$; $\Delta CC2 = \Delta RI + 0,5\Delta RO$; i^* é a taxa de juros internacional do tesouro americano; e $i - f_d$ é a taxa de juros Selic descontada pela expectativa de desvalorização dada pela BM&F mensal. A *dummy* é referente à crise do México, em dezembro de 1994. Houve correção “Newey-West” para tratar os problemas de autocorrelação e heterocedasticidade.

Tabela 3 – Variável dependente: Fluxo de capital de médio e longo prazo como proporção do PIB
 Período: Janeiro de 1988 - Dezembro 1995.
 Resultados da Estimação C & G

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	4,85 (8,28)	5,08 (8,09)	4,92 (8,48)	4,81 (8,06)
ΔRI	0,37 (2,54)	-	-	-
ΔRO	-	0,31 (1,21)	-	-
$\Delta CC1$	-	-	-	0,33 (2,26)
$\Delta CC2$	-	-	0,39 (2,86)	-
i^*	-0,64 (-6,97)	-0,67 (-6,91)	-0,65 (-7,08)	-0,36 (-2,91)
$i - f_d$	0,07 (2,31)	0,08 (2,41)	0,08 (2,40)	0,07 (2,21)
<i>Dummy</i> México	-2,64 (-2,52)	-3,56 (-2,73)	-2,71 (-2,48)	-2,66 (-2,60)
R^2 ajustado	0,47	0,43	0,48	0,46

Nota: Mesmas variáveis utilizadas na tabela 2 e também houve correção “Newey-West” para tratar os problemas de autocorrelação e heterocedasticidade.

A tabela 2 apresenta os resultados da estimação para o período de abril de 1990 - dezembro de 1995 . Com os nossos dados, esse é o período mais próximo daquele de C&G (janeiro 1988- dezembro 1995), reproduzidos na tabela 3. Nossos resultados apresentados na tabela 2 são semelhantes aos da tabela 3. O sinal do coeficiente $\Delta CC1$ é igual ao de C&G indicando que há uma correlação positiva entre o índice de legislação $\Delta CC1$ e o fluxo de capitais. Contudo, na nossa estimação, a importância do $\Delta CC1$ é revelada somente ao nível de significância de 11%, enquanto na deles esses coeficientes já denotam relevância mesmo ao nível de significância de 3%. As demais variáveis relativas à legislação ΔRI e $\Delta CC2$ foram significativas e positivas ou seja com os mesmos sinais apontados por Cardoso e Goldfajn(1997). Além disso, o coeficiente ΔRO não foi significativo como também não foi para os autores.

Nossos resultados indicaram, também, que o coeficiente de taxa de juros internacional é negativo e significativo. Da mesma forma que no trabalho de C&G, as demais variáveis *dummy* México e taxa de retorno ($i - i_0$), foram significativas e com o sinal esperado. A *dummy* México tem sinal negativo, ou seja, no período de crise o fluxo tende a diminuir. Já a taxa de retorno tem sinal positivo, indicando que quanto maior o retorno esperado pelo investidor, maior será o fluxo de investimentos.

As diferenças de resultados existentes entre o nosso trabalho em relação aos resultados apurados por C & G, se devem aos períodos da amostra e da base de dados serem diferentes. O período analisado em nosso trabalho levou em consideração os cinco primeiros anos da década de 1990, enquanto o período abordado por C &G incorporou também os dois últimos anos da década de 1980. Além disso, nossa definição de fluxo de capital foi baseada no Banco Central do Brasil (BCB) enquanto que a de Cardoso e Goldfajn (1997)- embora também tenha como fonte primária o BCB- foi baseada em cálculos internos do FMI.

Tabela 4 – Estimação utilizando as mesmas variáveis de C & G

Variável dependente: Fluxo de capital de médio e longo prazo como proporção do PIB
 Período - Abril 1990 - Dezembro de 2000

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	1,98 (1,48)	2,36 (1,81)	2,37 (1,79)	2,26 (1,76)
Δ RI	0,51 (1,33)	-	-	-
Δ RO	-	-0,05 (-0,83)	-	-
Δ CC1	-	-	-	-0,38 (-1,16)
Δ CC2	-	-	-0,11 (-0,49)	-
i^*	2,44 (0,77)	1,04 (0,33)	1,13 (0,35)	1,18 (0,38)
$i - f_i$	0,22 (0,92)	0,25 (1,12)	0,25 (1,09)	0,25 (1,13)
<i>Dummy</i> México	-5,90 (-3,83)	-6,50 (-3,90)	-6,34 (-4,04)	-6,64 (-3,69)
<i>Dummy</i> Ásia	-1,55 (-0,90)	-1,51 (-0,86)	-1,47 (-0,85)	-1,57 (-0,89)
<i>Dummy</i> Rússia	-0,78 (-0,29)	-0,74 (-0,28)	-0,72 (-0,27)	-0,77 (-0,29)
R ²	0,06	0,06	0,06	0,06
R ² ajustado	0,01	0,01	0,01	0,02

Notas: Foram acrescentadas em relação à tabela 2, as *dummies* referentes às crises asiática e russa, respectivamente em outubro, novembro e dezembro de 1997 e julho a dezembro de 1998.

Na tabela 4, apresentamos os resultados para o período abril de 1990 – dezembro de 2000, acrescentado as *dummies* referentes à Ásia e à Rússia. Nem a taxa de retorno ($i - f_i$), nem a taxa de juros internacional(i^*) foram relevantes para explicar o fluxo. A única *dummy* significativa foi a da crise do México. Quanto às variáveis relativas à legislação (Δ RI, Δ RO, Δ CC1, Δ CC2), nenhuma foi significativa. O R2 foi insignificante: 0,06.

Tabela 5 –(Estimação introduzindo PJC)
 Variável dependente: Fluxo de capital de médio e longo prazo como proporção do PIB
 Período - Abril 1990 - Dezembro de 2000

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	3,14 (8,81)	2,72 (5,29)	2,77 (5,44)	2,68 (5,15)
Δ RI	0,40 (1,03)	-	-	-
Δ RO	-	-0,25 (-0,89)	-	-
Δ CC1	-	-	-	-0,40 (-1,19)
Δ CC2	-	-	-0,13 (-0,57)	-
PJC	0,09 (2,56)	0,24 (1,07)	0,23 (1,04)	0,23 (1,07)
<i>Dummy</i> México	-5,87 (-4,00)	-6,47 (-3,92)	-6,31 (-4,08)	-6,60 (-3,71)
<i>Dummy</i> Ásia	-1,46 (-0,89)	-1,49 (-0,86)	-1,45 (-0,85)	-1,55 (-0,89)
<i>Dummy</i> Rússia	-0,75 (-0,29)	-0,74 (-0,28)	-0,72 (-0,27)	-0,77 (-0,30)
R ²	0,06	0,06	0,06	0,06
R ² ajustado	0,02	0,02	0,02	0,03

Notas: Em relação à tabela 4, as variáveis i^* e $i\text{-fd}$ foram substituídas pela variável PJC que é a paridade de juros coberta equivalente a taxa Selic descontada a taxa de juros internacional e pelo desconto futuro.

Tabela 6 – Variável dependente: Fluxo de capital de médio e longo prazo como proporção do PIB
 Período - Abril 1990 - Dezembro de 2000
 (Estimação introduzindo Real)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	1,01 (2,80)	0,82 (2,02)	0,87 (2,18)	0,77 (1,93)
Δ RI	0,55 (1,64)	-	-	-
Δ RO	-	-0,14 (-0,50)	-	-
Δ CC1	-	-	-	-0,29 (-0,96)
Δ CC2	-	-	-0,02 (-0,10)	-
PJC	-0,02 (-0,15)	0,04 (0,21)	0,03 (0,16)	0,04 (0,23)
<i>Dummy</i> Real	4,15 (6,91)	4,09 (6,91)	4,11 (6,93)	4,08 (6,89)
<i>Dummy</i> México	-7,51 (-5,05)	-8,03 (-5,14)	-7,86 (-5,32)	-8,20 (-4,87)
<i>Dummy</i> Ásia	-3,33 (-1,96)	-3,27 (-1,89)	-3,25 (-1,89)	-3,33 (-1,90)
<i>Dummy</i> Rússia	-2,60 (-0,98)	-2,53 (-0,95)	-2,52 (-0,95)	-2,55 (-0,97)
R ²	0,28	0,27	0,27	0,27
R ² ajustado	0,24	0,23	0,23	0,24

Notas: Em relação a tabela 5, foi acrescentada a variável *dummy* Real que é igual ao Plano Real a partir de agosto de 1994.

Na tabela 5, incluímos a variável paridade de juros coberta (PJC), sugerida por Frankel (1991) como variável explicativa substituindo a taxa de retorno ($i - f_t$). A PJC incorpora, além da taxa de retorno esperada, o desconto da taxa de juros externa do tesouro americano. Assim, um único indicador PJC, substitui dois, a taxa de retorno ($i - f_t$) e a taxa internacional (i^*). Esse indicador nos parece mais completo, pois a teoria da paridade de juros sintetiza as inter-relações entre taxas de juros e taxas de câmbio (Araújo 2000).

No entanto, a PJC só foi significativa na equação (1) quando testamos o ΔRI . A única *dummy* significativa foi a da crise do México e o R2 continuou insignificante: 0,06.

Analisando minuciosamente o modelo concluímos que era preciso acrescentar uma variável qualitativa que nos pareceu fundamental: a *dummy* Real. Houve a partir de agosto de 1994, uma ruptura decisiva da espiral inflacionária que introduziu mudanças profundas na economia brasileira e, conseqüentemente, sobre os fluxos de capitais. Indiscutivelmente, os investimentos estrangeiros tiveram um grande papel na economia durante a última década . (Boletim OCDE junho 2001).

A equação estimada foi:

$$(2) \quad FKL_t = \beta_0 t + \beta_1 (PJC)_t + \beta_2 LEG_t + \beta_3 DReal_t + \beta_4 Dcrises_t + \varepsilon_t$$

Onde as variáveis já foram descritas na equação 1.

A tabela 6 apresenta os resultados da estimação para o período abril de 1990 a dezembro de 2000, acrescentando ao modelo de C&G, as variáveis PJC e *dummy* Real. As *dummies* Real, México e Asia foram significativas e com o sinal esperado. Quanto as variáveis relativas à legislação, apenas o ΔRI foi relevante, mesmo assim ao nível de significância de 10%. A PJC não foi significativa em nenhuma das 4 equações. Como resultado, obteve-se um R2 de 0,27. Os resultados apresentados foram significativamente melhores dos que os da tabela 3 e 4, porém ainda não satisfatórios.

No trabalho de C&G, todas as variáveis foram significativas à exceção de ΔRO . No nosso teste, quando abrangemos o período completo, apenas as *dummy* Real México e Ásia foram significativas. Desta forma, nossa conclusão não corrobora inteiramente as evidências encontradas no trabalho de C&G, quando alongamos o modelo para o período abril de 1990 a dezembro de 2000. Por isso, na próxima subseção proporemos novas especificações para o modelo, para então determinar o fluxo de capital.

4.2 Segunda abordagem: Modelo Econométrico com novas especificações

Essa subseção vai investigar o fluxo de capital no período 1990-2000, cujos resultados se encontram na Tabela 7 e 8. Utilizaremos o método dos mínimos quadrados ordinários com correção “Newey-West” para tratar os problemas de autocorrelação e heterocedasticidade.

A equação utilizada nas Tabelas 7 e 8 será:

$$(3) FKL_t = \beta_0 + \beta_1(PJC)_t + \beta_2LEG_{acum(t-1)} + \beta_3LEG_{D9598acum(t-1)} + \beta_4LEG_{D9900acum(t-1)} + \beta_5DReal_t + \beta_6Dcrises_t + \varepsilon_t$$

Onde $X_{acum(t-1)} =$

$$\sum_{T=1}^{12} X_{t-T}$$

Na equação acima, FKL_t , é o fluxo de capital líquido que será, alternativamente, de curto, médio e de longo prazo como proporção do PIB. Nesta modelagem, introduzimos as variáveis relativas à legislação acumulada em 12 meses e defasadas no tempo, conforme comentado anteriormente. Propusemos, também, duas *dummies* de inclinação para variável legislação, uma para o período 1995-98 (LEG D9598) e outra para o período 1999-2000, (LEG D9900). As demais variáveis já foram especificadas na equação 1.

Outra inovação em relação à estimação de C&G será a abertura maior do fluxo de capital. Faremos o teste utilizando três conceitos de fluxos. O primeiro é o fluxo de médio e longo prazos, que corresponde aos investimentos, financiamentos e os empréstimos de médio e longo prazo. O segundo é o fluxo de curto prazo, ou seja, operações com prazo menor que 360 dias. Por fim, o chamado fluxo total, que é a soma das operações relacionadas com investimentos, financiamentos e empréstimos de médio e longo prazo e capital de curto prazo.¹² A opção por utilizar três definições de fluxo foi ter um modelo que explicasse mais apropriadamente o fluxo de capital total. No bojo da definição de fluxo de capital, tem-se a segmentação dos fluxos e as distinções entre seus componentes. Há uma distinção básica entre fluxo de médio e longo prazo e fluxo de curto prazo. Os fluxos de capital de curto prazo são mais voláteis e transitórios e, por isso, devem ser mais sensíveis às mudanças nas taxas de juros de curto prazo e riscos de crédito. Já os fluxos de médio e longo prazo, dado o seu caráter de permanência, devem ser menos sensíveis às variações de curtíssimo prazo como mudança de juros. Por outro lado, estão mais expostos a riscos de longo prazo, como o risco soberano e o risco político. Acreditamos assim, que através dessas três definições de fluxos, será possível gerar resultados mais robustos.

¹² As descrições das variáveis utilizadas na estimação se encontra no Apêndice III

Tabela 7 -Variável dependente: Fluxo de capital como proporção do PIB

Período – Jan 1991- Dez 2000
(fluxos mensais)

Variável Explicativa	Variável Dependente					
	Fluxo de Capitais de Médio e Longo Prazo / PIB		Fluxo de Capitais de Curto Prazo / PIB		Fluxo de Capitais Total/ PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0,89 (1,26)	2,17 (3,98)	0,46 (0,76)	0,05 (0,07)	1,38 (1,52)	2,11 (2,33)
PJC mês	0,01 (0,04)	-0,05 (-0,24)	0,21 (0,86)	0,23 (0,98)	0,22 (0,71)	0,18 (0,55)
ΔRI acum₍₋₁₎	-0,09 (-1,21)	0,17 (2,90)	0,11 (1,89)	0,03 (0,35)	0,03 (0,39)	0,18 (1,70)
D9598 RI₍₋₁₎	-	-0,72 (-3,04)	-	0,26 (2,04)	-	-0,43 (-1,44)
D9900 RI₍₋₁₎	-	-0,50 (-4,33)	-	0,17 (1,58)	-	-0,30 (-2,18)
Dummy Real	3,65 (6,18)	0,46 (0,68)	-0,72 (-1,39)	0,39 (0,55)	3,04 (4,03)	1,14 (1,10)
Dummy México	-7,10 (-5,12)	-4,78 (-3,41)	2,45 (3,76)	1,59 (1,88)	-4,83 (-2,75)	-3,39 (-1,83)
Dummy Ásia	-3,34 (-1,90)	-4,45 (-1,98)	-1,87 (-0,50)	-1,44 (-0,37)	-5,28 (-2,13)	-5,90 (-2,09)
Dummy Rússia	-2,88 (-1,08)	-5,47 (-1,69)	-5,45 (-3,05)	-4,46 (-2,46)	-8,36 (-2,00)	-9,87 (-2,16)
R²	0,24	0,34	0,26	0,28	0,21	0,23
R² – ajustado	0,20	0,29	0,22	0,23	0,17	0,18

Nota: PJC é a paridade de juros coberta.

Δ RI acum₍₋₁₎ refere-se ao saldo entre legislação liberalizante e restritiva relativa à entrada de capital acumulada em 12 meses e defasadas em um período.

D9598 Δ RI acum₍₋₁₎ é igual a Δ RI acum₍₋₁₎ nos anos 95-98 e nos demais anos é igual a zero.

D9900 Δ RI acum₍₋₁₎ é igual a Δ RI acum₍₋₁₎ no anos 99-00 e nos demais anos é igual a zero.

Dummy Real refere-se ao Plano Real a partir de agosto de 1994. Dummy México refere-se à crise do México em dezembro de 1994. Dummies Ásia e Rússia referem-se às crises asiática e russa, respectivamente em outubro, novembro e dezembro de 1997 e julho a dezembro de 1998.

Tabela 8 -Variável dependente: Fluxo de capital como proporção do PIB
Período – Jan 1991- Dez 2000
(fluxos mensais)

Variável Explicativa	Variável Dependente					
	Fluxo de Capitais de Médio e Longo Prazo / PIB		Fluxo de Capitais de Curto Prazo / PIB		Fluxo de Capitais Total/ PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	1,94 (3,93)	2,16 (4,51)	0,04 (0,07)	0,09 (0,16)	1,94 (2,72)	2,19 (3,11)
PJC mês	-0,24 (-1,07)	-0,27 (-1,22)	0,25 (0,98)	0,22 (0,89)	0,01 (0,02)	-0,05 (-0,15)
ΔRO acum₍₋₁₎	0,13 (1,87)	0,22 (3,34)	0,07 (1,10)	0,08 (1,15)	0,22 (2,10)	0,30 (2,86)
D9598 RO acum₍₋₁₎	-	-0,51 (-2,13)	-	-0,09 (-0,42)	-	-0,56 (-2,13)
D9900 RO acum₍₋₁₎	-	-0,93 (-1,50)	-	0,27 (0,65)	-	-0,60 (-1,30)
Dummy Real	3,67 (6,08)	2,80 (3,55)	-0,91 (-1,79)	-0,87 (-1,63)	2,90 (3,94)	2,13 (2,43)
Dummy México	-8,11 (-6,36)	-7,19 (-5,27)	3,15 (6,58)	3,15 (6,03)	-5,08 (-3,28)	-4,20 (-2,67)
Dummy Ásia	-3,29 (-1,97)	-2,99 (-1,76)	-1,98 (-0,53)	-2,11 (-0,56)	-5,36 (-2,14)	-5,21 (-2,04)
Dummy Rússia	-2,54 (-0,96)	-2,24 (-0,84)	-5,90 (-3,25)	-6,03 (-3,28)	-8,53 (-2,02)	-8,38 (-1,96)
R²	0,25	0,27	0,24	0,25	0,23	0,24
R² – ajustado	0,21	0,22	0,20	0,19	0,19	0,19

Nota: Δ RO acum₍₋₁₎ refere-se ao saldo entre legislação liberalizante e restritiva relativa à saída de capital acumulada em 12 meses e defasadas em um período.

D9598 Δ RO acum₍₋₁₎ é igual a Δ RO acum₍₋₁₎ nos anos 95-98 e nos demais anos é igual a zero.

D9900 Δ RO acum₍₋₁₎ é igual a Δ RO acum₍₋₁₎ no anos 99-00 e nos demais anos é igual a zero

As demais variáveis são as mesmas especificadas na tabela 7.

A tabela 7 apresenta os resultados da equação que utiliza o fluxo mensal e a variável da legislação de entrada de capital, acumulada em 12 meses e defasadas em um período de tempo, $\Delta RI_{acum(-1)}$. Analisaremos, primeiramente, o fluxo de médio e longo prazo, seguido do curto prazo para então concluirmos com o fluxo total.

Os resultados encontrados na coluna(1), tratam do fluxo de médio e longo prazo. As variáveis significativas foram a *dummy* do Real, cujo coeficiente foi de 3,67, e as variáveis do contágio México e Ásia. A variável relacionada à legislação, $\Delta RI_{acum(-1)}$ não foi significativa.

Como os períodos na década de 90 foram demarcados por períodos cambiais distintos, incluímos as *dummies* de inclinação para captar o comportamento da legislação diferenciado no tempo. Assim, quando testamos o fluxo de médio e longo prazo apresentado na coluna 2 da tabela 7, observamos, desta vez, que a variável $\Delta RI_{acum(-1)}$ foi significativa, impactando positivamente com o fluxo, enquanto as *dummies* de inclinação relacionadas à legislação no período 1995 a 2000, embora também significativas, tiveram um impacto negativo sobre o fluxo. Ao subdividir a legislação no período de 1995 a 2000, verificamos que nesse período a variável de legislação teve um impacto negativo sobre o fluxo de capitais, ou seja, legislações mais restritivas à entrada de capital provocaram um menor fluxo de capital, como esperado. Já no período 1990-1994, a legislação de entrada apresentou um coeficiente positivo, de modo que uma legislação restritiva nesse período levou a um maior fluxo, indicando um resultado contraintuitivo.

Quanto ao fluxo de curto prazo, temos os resultados apresentados na coluna (3) e (4). A análise da coluna 3 mostra que a única variável significativa e com o sinal esperado foi a *dummy* Rússia¹³. Os resultados apontam que o Plano Real e a legislação, que são variáveis estruturais na economia, não foram significativas no curto prazo.

Quando testamos o fluxo total, coluna (5), obtivemos como resultado que a *dummy* relacionada ao Plano Real foi significativa assim como as *dummies* referentes às crises internacionais, porém a variável relacionada à legislação de entrada, $\Delta RI_{acum(-1)}$, não foi

¹³ Ver Apêndice I para definições das principais contas de capital.

significativa. Assim, usamos, novamente, a metodologia empregada anteriormente, ou seja, subdividimos a legislação em períodos distintos conforme apresentado nas colunas (2) e (4). O resultado apurado demonstrou que, desta vez, a legislação foi significativa para o período 1999 a 2000, evidenciando que uma legislação restritiva levou a um menor fluxo de capital nesse período.

De acordo com a tabela 7, para o fluxo de médio e longo prazo, a legislação de entrada de capital é importante. Porém, para o de curto prazo ela é irrelevante. Temos ainda que todas as crises internacionais impactaram negativamente o fluxo de médio e longo prazos¹⁴. Já no curto prazo, apenas a crise russa mostrou-se significativa. A paridade de juros coberta não foi significativa em nenhum dos testes acima, sugerindo que, quando testamos o fluxo mensal, o diferencial de juros não é uma variável relevante.

¹⁴ A crise russa apenas com um nível de significância de 10%.

A tabela 8 apresenta os resultados da equação que utiliza o fluxo mensal e a variável da legislação de saída de capital, acumulada em 12 meses e defasadas em um período de tempo, $\Delta RO_{acum(-1)}$. Ao testar o fluxo de médio e longo prazos apresentado na coluna 1 da tabela 8, observamos que a variável referente à legislação de saída de capital $\Delta RO_{acum(-1)}$ impacta positivamente o fluxo. Ou seja, no período de 1990 a 2000, uma legislação restritiva sugere ter estancado o processo de saída de capitais, aumentando o fluxo de médio e longo prazos. Assim como visto anteriormente na análise da tabela 7, as variáveis relacionadas às crises internacionais impactam negativamente o fluxo, enquanto o Plano Real aumenta o fluxo.

Quanto ao fluxo de curto prazo, obtivemos os resultados apresentados na coluna (3) e (4). As conclusões são análogas às da legislação de entrada de capital, reiterando que a única variável significativa e com o sinal esperado foi a *dummy* Rússia, pois a *dummy* México, embora significativa, apareceu com o coeficiente contrário ao esperado.

No fluxo total, também confirmamos os resultados anteriores mostrando que as variáveis significativas foram o Plano Real e as crises internacionais. No entanto, um resultado que cabe ressaltar é o da legislação. A legislação de saída de capital, no período 1995 a 1998, teve impacto negativo sobre o fluxo total de capital, enquanto que, no período 1990-94, a legislação restritiva aumentou o fluxo.

O fluxo de capital mensal não foi satisfatoriamente explicado até agora. Por exemplo, segundo a teoria, quanto maior o diferencial de taxa de juros, maior deveria ser o fluxo. Esse resultado seria consistente com aqueles vistos em Calvo Et alli(1993) e Fernandez-Ariaz e Montiel (1995) . No entanto, essa variável que, em nosso modelo, foi representada pela paridade de juros coberta, não foi significativa em nenhum dos testes implementado até agora. Além disso, o R^2 apresentado nas tabelas 7 e 8 ainda não foi satisfatório. Por essas razões, procuraremos especificar melhor o modelo apresentado, propondo uma terceira abordagem.

4.3 Terceira Abordagem: Modelo Econométrico com todas as variáveis acumuladas

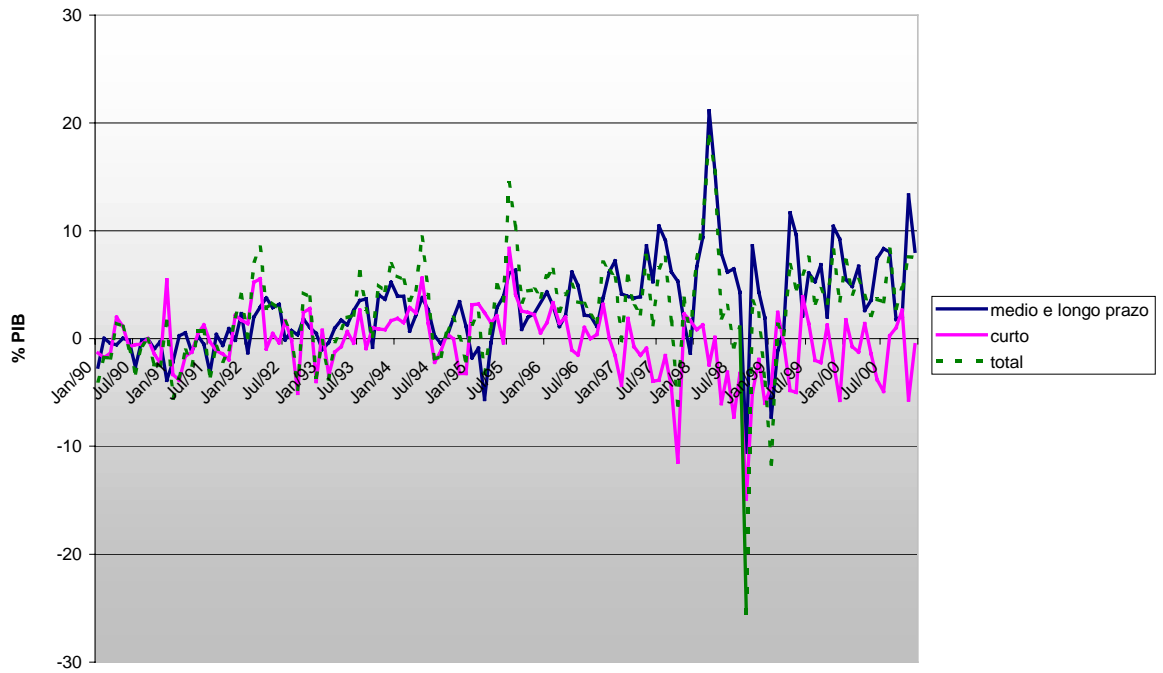
Nas tabelas 9 e 10, testamos o modelo utilizando fluxos acumulados em 12 meses para todas as variáveis. O fluxo de capital é volátil, uns mais, como os fluxos de curto prazo, e outros menos, como os fluxos de médio e longo prazos. Os gráficos 10 e 11 mostram o fluxo de capital no curto, médio e longo prazos. Percebe-se que a volatilidade diminui consideravelmente quando passamos de fluxos mensais para acumulados, pois há uma suavização da curva. O fluxo de capital, quando acumulado, é melhor explicado por variáveis também acumuladas, pois evitam-se problemas como a sazonalidade e ruídos causados por eventos momentâneos. Além da questão da sazonalidade, o fluxo de capital no mês é influenciado pela decisão dos investidores tomadas no mês, como também nos meses passados. Os resultados a seguir demonstrarão que os testes ficaram mais robustos quando utilizamos fluxos acumulados

A equação utilizada nas Tabelas 9 e 10 será:

$$(3) \text{FKLacum}_t = \beta_0 t + \beta_1 (\text{PJC})_{\text{acum}_t} + \beta_2 \text{LEGacum}_{(t-1)} + \beta_3 \text{LEGD9598acum}_{(t-1)} + \beta_4 \text{LEGD9900acum}_{(t-1)} + \beta_5 \text{DRealacum}_t + \beta_6 \text{Dcrisesacum}_t + \varepsilon_t$$

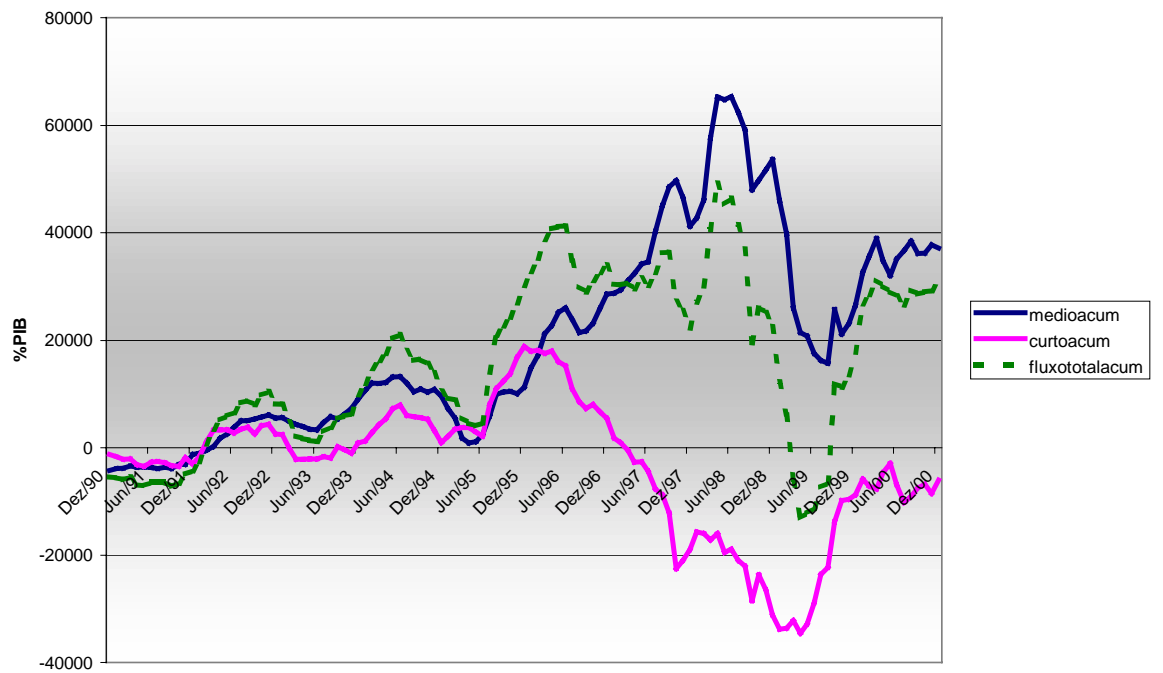
As variáveis da equação 4 são as mesmas especificadas na equação 3, apenas com a ressalva de que são acumuladas em 12 meses.

Gráfico 10- Fluxo de capital mensal (1990-2000)



Fonte: Elaboração Própria

Gráfico 11- fluxos de capital acum12 meses (1990-2000)



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 9 -Variável dependente: Fluxo de capital como proporção do PIB
 Período - Jan1991- Dez 2000
 (fluxos acumulados em 12 meses)

Variável Explicativa	Variável Dependente					
	Fluxo de Capitais de Médio e Longo Prazo / PIB		Fluxo de Capitais de Curto Prazo / PIB		Fluxo de Capitais Total/ PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0,73 (4,28)	0,88 (5,61)	-0,27 (-0,99)	-0,36 (-1,31)	0,46 (1,25)	0,52 (1,37)
PJC	0,03 (6,95)	0,03 (6,32)	0,04 (3,78)	0,04 (3,70)	0,07 (5,67)	0,07 (5,33)
ΔRI acum₍₋₁₎	0,07 (4,44)	0,12 (7,25)	0,01 (0,37)	0 (0)	0,08 (2,73)	0,12 (3,76)
D9598 RI acum₍₋₁₎	-	-0,39 (-7,57)	-	0,01 (0,07)	-	-0,38 (-4,47)
D9900 RI acum₍₋₁₎	-	-0,19 (-2,66)	-	0,10 (1,29)	-	-0,09 (-0,83)
Dummy Real	0,07 (27,06)	0,05 (4,76)	-0,02 (-7,48)	-0,01 (-0,79)	0,05 (12,47)	0,04 (2,47)
Dummy México	-0,59 (-8,83)	-0,70 (-8,89)	0,24 (2,18)	0,22 (2,07)	-0,35 (-2,09)	-0,48 (-3,55)
Dummy Ásia	1,02 (8,60)	0,38 (2,66)	-0,50 (-9,57)	-0,68 (-6,14)	0,52 (3,94)	-0,30 (-1,75)
Dummy Rússia	-0,19 (-1,74)	-0,26 (-3,97)	-0,63 (-17,62)	-0,64 (-17,55)	-0,82 (-6,42)	-0,90 (-11,65)
R²	0,85	0,92	0,83	0,84	0,67	0,78
R² – ajustado	0,85	0,92	0,82	0,82	0,65	0,76

Nota: Testa-se a variável legislação relacionada à entrada de capital. As demais variáveis já foram especificadas na tabela 7. Todas as variáveis estão acumuladas em 12 meses.

Tabela 10 -Variável dependente: Fluxo de capital como proporção do PIB
 Período - Jan 1991-Dez 2000
 (fluxos acumulados em 12 meses)

Variável Explicativa	Variável Dependente					
	Fluxo de Capitais de Médio e Longo Prazo / PIB		Fluxo de Capitais de Curto Prazo / PIB		Fluxo de Capitais Total/ PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0,97 (5,41)	1,18 (5,98)	-0,30 (-1,02)	-0,33 (-1,13)	0,67 (1,69)	0,86 (2,02)
PJC	0,02 (2,57)	0,01 (1,12)	0,04 (3,16)	0,04 (3,19)	0,06 (3,61)	0,05 (2,82)
ΔRO acum₍₋₁₎	0,14 (5,02)	0,21 (7,79)	0,01 (0,16)	-0,01 (-0,24)	0,14 (3,10)	0,21 (4,10)
D9598 RO₍₋₁₎	-	-0,47 (-7,26)	-	0,08 (1,16)	-	-0,39 (-3,86)
D9900 RO₍₋₁₎	-	-0,14 (-0,70)	-	0,07 (0,52)	-	-0,06 (-0,25)
Dummy Real	0,07 (28,90)	0,06 (11,44)	-0,02 (-10,24)	-0,02 (-4,36)	0,05 (14,29)	0,04 (6,18)
Dummy México	-0,41 (-5,39)	-0,61 (-10,11)	0,24 (2,11)	0,28 (2,30)	-0,16 (-0,94)	-0,33 (-2,30)
Dummy Ásia	0,93 (7,86)	0,89 (6,92)	-0,51 (-9,17)	-0,52 (-7,20)	0,42 (3,13)	0,37 (2,45)
Dummy Rússia	-0,21 (-2,03)	-0,18 (-1,87)	-0,63 (-17,97)	-0,64 (-14,81)	-0,84 (-6,83)	-0,82 (-7,09)
R²	0,86	0,91	0,83	0,83	0,67	0,71
R² – ajustado	0,85	0,90	0,82	0,82	0,66	0,69

Nota: Testa a variável legislação relacionada à saída de capital. As demais variáveis já foram especificadas na tabela 8. Todas as variáveis estão acumuladas em 12 meses.

A tabela 9, apresenta os resultados da equação que utiliza o fluxo acumulado em 12 meses e ΔRI acumulado como variável de legislação. Nas colunas (1) e (2) usamos o fluxo de capitais de médio e longo prazos, como variável dependente. Na coluna (1), a variável PJC e as *dummies* das crises internacionais México Rússia e a *dummy* Real foram significativas e com o sinal esperado. Quanto às variáveis *dummies* de inclinação, que testam o impacto da legislação de entrada de capital no período 95 a 98, e 99 a 2000, seu coeficiente é negativo. Já no período 90 a 94, o sinal de ΔRI acum₍₋₁₎ foi contrário ao período 1995-2000, mostrando que quanto mais restritiva a legislação de entrada de capital em 1990-1994, maior o fluxo de capital. Esse resultado é semelhante ao que vimos nas tabelas 7 e 8.

Os resultados da coluna (3) e (4) revelam o fluxo de curto prazo como variável dependente. O resultado da coluna (4) mostra que a variável PJC e as *dummies* das crises internacionais da Ásia e da Rússia foram significativas e com o sinal esperado. Quanto ao Plano Real, este não deu resultado significativo e a *dummy* relacionada ao México, embora significativa, não foi de acordo com o sinal esperado. Também nesse teste de curto prazo, a exemplo do que ocorreu nos anteriores, nenhuma variável relacionada à legislação foi significativa

Quanto ao fluxo total, as variáveis Paridade de Juros Coberta(PJC), *dummy* Real e as *dummies* das crises do México, Ásia e Rússia foram significativas e com o sinal esperado. A PJC foi significativa e positiva (0,07) , mostrando que, quanto maior a taxa de retorno medida pelo diferencial de juros, maior será o fluxo total, conforme previsto pela teoria. O Plano Real impactou positivamente na economia, aumentando o fluxo de capital, enquanto que as crises internacionais foram negativamente correlacionadas ao fluxo de capital. Quanto à legislação, a variável *dummy* de inclinação, que testa o impacto da legislação de entrada de capital no período 1995 a 1998, mostra que quanto mais restritiva a legislação de entrada de capital, menor será o fluxo de capital.

Um resultado, no entanto, que aparentemente foi contraintuitivo foi o da crise asiática, que aparece como positivamente correlacionado com o fluxo de médio e longo prazo. A hipótese levantada por nós é que os investidores deixaram a Ásia e foram investir na

América Latina, principalmente a partir de 1997, através, por exemplo, do processo de privatização. O Brasil tornou-se um país atrativo para investidores que antes só viam os tigres asiáticos como “porto seguro” para seus investimentos.

A tabela 10, apresenta os resultados da equação que utiliza o fluxo acumulado em 12 meses e ΔRO acumulado como variável de legislação. Os resultados da coluna (1) e (2) apresentam o fluxo de capitais de médio e longo prazos, como variável dependente. O teste confirmou o que foi visto anteriormente. Um resultado contraintuitivo que se repetiu foi o da crise asiática, que é positivamente correlacionado ao fluxo de médio prazo.

Para os resultados das colunas (3) e (4), usamos o fluxo de curto prazo como variável dependente. Ao que parece, no curto prazo, as variáveis que atraem o fluxo são a paridade de juros coberta, enquanto que as variáveis que diminuem o fluxo devido ao contágio foram as crises da Ásia e Rússia. As demais variáveis não são significativas, como no caso da legislação, ou não apresentam o sinal esperado, como no caso do Plano Real. No estudo de Baig e Goldfajn (2000) tal resultado é interpretado como evidenciando que os efeitos *push* se sobrepõem ao efeitos *pull* no movimento de fluxo de capital. Nosso teste corrobora esta evidência no curto prazo.

Finalmente, no fluxo total, houve uma combinação dos resultados apresentados para fluxo de médio e longo prazos e curto prazo. As variáveis paridade de juros coberta (PJC), *dummy* Real, *dummy* Rússia e legislação foram significativas e com o sinal esperado. Ou seja, os todos os efeitos *pull*, *push* e contágio ajudam a explicar o fluxo total.

Quando se testaram as variáveis acumuladas em 12 meses, obtivemos os resultados mais robustos, conforme demonstrado nas tabelas 9 e 10, tanto pelo R^2 e R^2 ajustado, quanto pelo número de variáveis significativas e com os sinais esperados. Além disso, conforme previsto na literatura, a variável paridade de juros coberta foi significativa, ao contrário do que ocorreu quando testamos as equações 1, 2 e 3, que representaram fluxos de capital mensal.

As variáveis relativas à legislação, tanto de entrada (ΔRI) como saída de capital (ΔRO), têm impacto no médio e longo prazos, porém não no curto prazo. Nos testes de fluxo total e médio e longo prazos, a legislação de entrada e saída de capital para o período de 1995 a 1998 foi significativa e negativamente relacionada ao fluxo, como esperado. Já no período 1999 a 2000, a legislação de entrada de capital só foi significativa no fluxo de médio e longo prazo, enquanto a legislação de saída de capital não foi significativa em nenhum fluxo. Finalmente, para o período 1990 a 1994, os sinais de ΔRI e ΔRO foram positivamente correlacionados ao fluxo, sugerindo que a legislação restritiva aumentou o fluxo nesse período.

4.4 A importância da variável legislação

Para testarmos a importância da legislação no fluxo de capital faremos um teste comparando o modelo completo conforme definido na equação 4 e o modelo reduzido, retirando as variáveis relacionadas à legislação conforme definido na equação 5.

$$(5) \quad FKLacum_t = \beta_0 + \beta_1 PJCacum_t + \beta_2 DRealacum_t + \beta_3 Dcrisesacum_t + \varepsilon_t$$

Tabela 11

Modelo Reduzido e Modelo Completo¹⁵

	Médio Prazo	Curto Prazo	Total
R² modelo completo	0,9214	0,8364	0,7794
R² ajustado modelo completo	0,9157	0,8264	0,7635
R² modelo reduzido	0,8437	0,8267	0,6505
R² ajustado modelo reduzido	0,8368	0,8191	0,6351

A tabela 11 apresenta os resultados do R² e o R² ajustado do chamado modelo reduzido, ou seja, retirando as variáveis relacionadas à legislação para o fluxo de médio e longo prazos. Como era de se esperar, quando se retira a legislação, o fluxo mais afetado é o de médio e longo prazos pois este é o mais afetado pelo efeito *pull*. O R² e o R² ajustado caem quase 10 pontos. Já o fluxo de curto prazo não é alterado, confirmando as evidências anteriores em que a legislação não explica esse fluxo que é mais afetado pelo efeito *push* e pelo contágio dado pelas crises internacionais. Nossos próximos testes visam investigar a contribuição de cada variável do modelo especificado pela equação 4. Para isso utilizamos o procedimento “stepwise”, SAS versão 8.0.

¹⁵ O R² e o R² ajustado do modelo completo referem-se a tabela 9, sendo o fluxo de médio e longo prazo correspondentes as colunas (1) e (2), curto prazo, colunas (3) e (4) e total, colunas (5) e (6).

Tabela 12

Variável dependente: Fluxo de capital como proporção do PIB
 Período - Jan1991- Dez 2000
 (fluxos acumulados em 12 meses testando R² parcial)

Variáveis explicativas	Médio & Longo prazo	Variáveis explicativas	Curto prazo	Variáveis explicativas	Total
Real	0,6551	DRússia	0,5207	D Rússia	0,1999
D 9598RI₍₋₁₎	0,1339	DÁsia	0,1330	D Real	0,1809
Δ RI Acum₍₋₁₎	0,0435	D Real	0,0843	PJC	0,1751
D México	0,0408	PJC	0,0775	D9598RI₍₋₁₎	0,1627
DRússia	0,0208	D México	0,0113	Δ RI acum₍₋₁₎	0,0264
PJC	0,0134			DMéxico	0,0253
D Ásia	0,0075			DÁsia	0,0072
D 9900 RI₍₋₁₎	0,0064				

Nota: Testa-se a variável legislação relacionada à entrada de capital. As demais variáveis já foram especificadas na tabela 9. Todas as variáveis estão acumuladas em 12 meses. O D é a abreviação de *dummy*.

Tabela 13

Variável dependente: Fluxo de capital como proporção do PIB
 Período - Jan 1991-Dez 2000
 (fluxos acumulados em 12 meses testando R² parcial)

Variáveis explicativas	Médio & Longo prazo	Variáveis explicativas	Curto prazo	Variáveis Explicativas	Total
D Real	0,6551	D Rússia	0,5207	D Real	0,2957
D Ásia	0,1140	D Ásia	0,1330	PJC	0,1751
Δ RO Acum₍₋₁₎	0,0634	D Real	0,0843	D Rússia	0,1282
D 9598 RO₍₋₁₎	0,0275	PJC	0,0775	Δ RO Acum₍₋₁₎	0,0479
D México	0,0315	D México	0,0113	D 9598 RO₍₋₁₎	0,0366
D Rússia	0,0130			D Ásia	0,0163
				D México	0,0104

Nota: Testa-se a variável legislação relacionada à saída de capital. As demais variáveis já foram especificadas na tabela 10. Todas as variáveis estão acumuladas em 12 meses. O D é a abreviação de *dummy*.

A tabela 12 ordena por ordem de importância, as variáveis do modelo utilizando o R^2 parcial e empregando como variável legislação a restrição à entrada de capital. Apenas as variáveis cujo valor-p foi inferior ou igual a 0,05 foram selecionadas.

Conforme podemos observar, para o fluxo de médio e longo prazos, a variável mais significativa foi a *dummy* do Plano Real, cujo R^2 parcial foi de 0,6551, seguida da legislação de entrada de capital para o período 95-98, cujo R^2 parcial foi de 0,1339. Ou seja, conforme visto na literatura, os fatores *pull* são os mais relevantes para explicar o fluxo no médio e longo prazos. Já no curto prazo, a variável mais significativa foi a crise russa, que apresentou R^2 parcial de 0,5207, seguida da crise asiática, R^2 parcial de 0,133. O efeito contágio provocado por essas crises afastaram o capital, sendo determinantes para explicar esse fluxo. Finalmente, no fluxo total temos que os fatores *pull*, *push* e contágio explicam o fluxo de forma equilibrada. A crise russa apresentou um R^2 parcial de 0,1999, plano Real com R^2 parcial de 0,18, a PJC R^2 parcial de 0,1751 e D9598 $RI_{(-1)}$, um R^2 parcial de 0,1627.

Analogamente à tabela 12, a tabela 13 também ordena por ordem de importância as variáveis do modelo, utilizando como a variável legislação a restrição à saída de capital. No fluxo de médio e longo prazos, a variável mais significativa foi a *dummy* do Plano Real. No curto prazo, a variável mais significativa foi a crise russa seguida da crise asiática. Finalmente, no fluxo total, houve uma pequena diferenciação em relação à tabela 12, pois ao invés de termos os fatores *pull*, *push* e contágio explicando o fluxo de forma equilibrada, desta vez, o Plano Real obteve maior destaque com R^2 parcial de 0,2957.

5 CONCLUSÃO

O processo de liberalização da conta capital começou ao final dos anos 1980 e consolidou-se na década de 1990. As modificações introduzidas nas principais modalidades de investimento estrangeiro no mercado financeiro no Brasil, buscaram adaptar e ampliar os meios disponíveis para aplicações de não- residentes, de forma a contemplar as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, vis-à-vis a economia brasileira. A base desse processo foi a retomada dos fluxos financeiros entre o país e o mercado internacional e a estabilização da economia. Além disso, o Brasil como outros países emergentes, se beneficiaram dos fatores externos favoráveis, como a queda da taxa de juros internacional nos países industrializados. A junção desses elementos deu impulso à inserção da economia brasileira nos principais canais de negociação de fluxos financeiros internacionais, além de promover expansão e sofisticação dos mercados de capitais locais.

No âmbito interno, além do Plano Real e das reformas econômicas, destacamos em nosso trabalho a legislação que, a nosso ver, foi peça chave a década de 1990. A legislação sobre capitais externos do Banco Central do Brasil avançou, havendo uma clara tendência a liberalizar as operações de mercado financeiro e de capitais. A implementação da Resolução nº 1289/87, onde foram criados vários instrumentos de investimentos disponíveis aos não-residentes no Brasil e para os residentes investirem no exterior, sem dúvida, se constituiu em um marco. Essa resolução foi sofrendo várias alterações ao longo da década, merecendo destaque a aprovação do Anexo IV, que facilitou o ingresso de investidores institucionais tais como fundos de pensão, companhias de seguros e fundos de investimento estrangeiro. Além disso, permitiu aplicações em valores mobiliários em fundos de aplicação financeira, sem tributar os rendimentos e os ganhos de capital obtidos. Outro destaque foi o Anexo V, que instituiu um mecanismo para o lançamento de Depositary Receipts (ADRs e BDRs). Foi o instrumento mais utilizado para entrada de mercado de ações e derivativos no Brasil, indicando o processo de crescente globalização do mercado doméstico de capitais.

Na seção 2, investigamos os componentes do fluxo de capitais no período entre 1990 e 2000. Entre 1990 a 1994, a média dos investimentos diretos estrangeiros foi de US\$ 3,3

bilhões, enquanto que a partir de 1995, com a consolidação do Real, a média subiu para US\$ 25,2 bilhões. Esses investimentos diretos foram os maiores responsáveis pela entrada de capital e parecem ter sido influenciados pela melhora do desempenho das variáveis macroeconômicas do país e da legislação mais liberalizante. Paralelamente, houve também uma melhora na captação dos recursos externos que parece estar diretamente relacionada com a melhora da imagem do Brasil no exterior. Os empréstimos bancários de médio e longo prazos perderam sua importância nos anos noventa e as empresas têm obtido recursos no estrangeiro via notes, ou seja, por meio da colocação de títulos no exterior. Por outro lado, apesar de o fluxo no Brasil ter aumentado no período, houve momentos de grandes saídas de capital, principalmente devido aos capitais de curto prazo. Tais operações podem ser vistas como muito vulneráveis à taxa de juros internacional (efeito *push*) e aos choques externos (efeito contágio). Nos momentos de *boom*, existiu forte entrada; porém, nos momentos de crise as saídas foram mais intensas não compensando as entradas. De certa forma, isso confirma que o efeito contágio está muito mais relacionado aos fluxos de curto prazo do que os de longo prazo. Nas fases de turbulência internacional, os capitais internacionais migram dos países emergentes para a segurança dos títulos de renda fixa dos países desenvolvidos.

Na seção 3, construímos o índice de trabalho de controle de capitais baseado no trabalho de Cardoso e Goldfajn, para então investigarmos os determinantes de controle de capitais. A maioria dos resultados empíricos da literatura sobre determinantes de fluxo de capitais não introduz uma variável para medir o controle de capital. Conforme já visto acima, a legislação para investimento estrangeiro no Brasil foi fundamental para o aumento do fluxo de capital e, portanto, indispensável no processo de estimação. Ademais, é importante ter uma variável para medir o controle já que, em muitos países, esse controle de capital está disseminado e pode afetar potencialmente o nível e a composição do fluxo de capital. Relembrando o que foi dito por C&G, quando a legislação é restritiva na entrada de capital ela tende a diminuir o fluxo; porém, quando a legislação é restritiva na saída, o efeito pode ser dúbio. Inicialmente, ela interrompe as saídas, mantendo o fluxo de capital no mesmo patamar ou, ainda, pode incentivar uma maior saída de capital futura. Os investidores, temerosos quanto a uma legislação restritiva à saída de capitais, não voltam a investir no país.

Na seção 4, fizemos vários exercícios econométricos para testar os determinantes de fluxo de capital, m ênfase na legislação. Nossas contribuições estão listadas a seguir.

- 1) estendemos o período de teste incluindo a crise asiática, russa e a crise do Real, quando houve uma alteração do regime cambial;
- 2) segmentamos o fluxo de capital em três definições distintas: curto, médio e longo e total;
- 3) testamos o fluxo utilizando o Índice de Entrada e Saída de Capital (ΔRI e ΔRO) elaborado por nós, empregando também uma nova metodologia que acumulou os dois indicadores de legislação, assim como o fluxo e as demais variáveis explicativas em 12 meses;
- 4) testamos a importância relativa de cada variável para cada fluxo utilizando o procedimento “stepwise”, SAS versão 8.0.

As principais conclusões apontadas pela modelagem são que, para o fluxo de médio e longo prazos, os efeitos *pull* (*dummy* Real e legislação), *push* (paridade de juros coberta) foram relevantes para explicar o fluxo, assim como o efeito contágio produzido pela crise mexicana e russa. A crise asiática foi significativa; porém, o sinal foi positivo. Ficou subentendido que a crise na Ásia aumentou os investimentos de médio e longo prazos. Levantamos uma hipótese para explicar esse fenômeno. A crise na Ásia, em 1997, afetou os chamados “tigres asiáticos” e não países da América Latina, como o Brasil. Ou seja, os investidores de médio e longo prazos, em vez de, tradicionalmente, investirem em países da Ásia, vieram para o Brasil. Como é uma conclusão que ainda não encontra respaldo na literatura ora existente, achamos que o fenômeno da Ásia deveria ser investigado mais profundamente.

Quando testamos o fluxo de curto prazo, as variáveis significativas foram diferencial de juros (efeito *push*) e efeito contágio (crises asiáticas e russa). O efeito *pull* do Plano Real não foi relevante. Essa conclusão corrobora com os estudos de Garcia e Valpassos (1998). O autores enfatizam que, para aplicações de curto prazo, o efeito *push* prevalece sobre o efeito *pull*. Para os investimentos de curto prazo, o diferencial de juros foi um fator determinante para atração do capital, enquanto que o efeito contágio proveniente de crises externas afasta o capital. A nosso ver, essa conclusão evidencia a vulnerabilidade do país. Quando há uma crise mundial

os investidores partem para a segurança dos títulos dos países industrializados. Nesse sentido, para voltar a atrair o investidor de curto prazo é preciso que o diferencial de juros seja atrativo suficiente para sobrepor aos riscos de países emergentes como o Brasil.

Já para o fluxo total, as variáveis representativas foram os efeitos *pull*, *push* e contágio, dados pelo Plano Real, legislação, paridade de juros coberta e crises externas. Pelo teste *stepwise*, comprovamos que todos esses efeitos entram no modelo quando explicamos o fluxo total. Este resultado corrobora com as evidências encontradas para países da América Latina em Calvo (1993), em Fernández-Arias e Montiel (1995), que mostram que os efeitos *push*, *pull* e contágio, ou seja, os três fatores foram determinantes para explicar o fluxo de capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agénor, P., Montiel, P.J., (2000), “Development Macroeconomics”, 2ª ed. Princeton University Press.
- Agénor, P., e Joshua Aizenman (1997), “Contagion and Volatility with Imperfect Credit Markets”, NBER Working Paper No 6080, National Bureau of Economic Research, July.
- Andima, (nov.1999) “Brasil para Investidores Estrangeiros”, Relatório Econômico.
- Araújo, C.H.V., Tese de Doutorado EPGE/ FGV (2000) – “Movimento de Capitais: O Financiamento Externo à Economia Brasileira: 1991 – 1998”.
- Banco Central do Brasil, “Nota para Imprensa”, diversos números, Brasília- DF.
- _____, “Relatório Anual”, diversos números, Brasília- DF.
- _____, (1993), “O Regime Cambial Brasileiro: Evolução Recente e Perspectivas”.
- Baig Taimur e Goldfajn I (2000), “The Russian Default and the Contagion to Brazil”, International Monetary Fund, Paper nº160
- Caballero Ricardo J. (2000), “Macroeconomic Volatility in Latin América: A Conceptual Framework na Three Case Studies”, Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association, Vol.1, nº 1, pp 31-107.
- Calvo, Guillermo(1996), “Capital Inflows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons” International Journal of Finance and Economics, Vol 1, July
- Calvo Guillermo, Leiderman, e Reinhart M. C. (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America”. The Role of External Factors, International Monetary Fund, Vol. 40.
- _____, _____, _____(1996), “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, nº 2, pp.123-39.
- Calvo, e Reinhart M. C.(1996), “Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?” , Private Capital Flows to Emerging Markets, ed, by M. Goldstein (Washington: International Monetary Fund).

- Cardoso, E. e Goldfajn I. (1997), “Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls”, International Monetary Fund, Paper nº 115.
- Chinn D. E. e Prasad S. E. (2000), “Medium – Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: Empirical Exploration”, International Monetary Fund, Working Paper – 00/46.
- Claessens, S., M. P. Dooley e A . Warner (1995), “Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?”, The World Bank Economic Review, Vol. 9, nº 153-174.
- Dooley, Michael (1995), “ A Survey of Academic Literature of Controls over International Capital Transactions” NBER Working Paper 5352, Cambridge, MA .
- Faria. Lauro. V. (1993), “Liberalização da Conta de Capitais do Balanço de Pagamentos” - Em A Última Década – Ensaios da FGV sobre o Desenvolvimento Brasileiro nos anos 90. Ed. FGV.
- Fernández-Arias , E. Montiel J. P. (1995), “The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: Analytical Overview”, Policy Research, Working Paper 1473 (Washington: World Bank).
- _____, (1996), “The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?”, Journal of Development Economics, Vol. 48 – 1996.
- Garcia, M.G.P. e Valpassos M.V.F. (1998), “Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: The Case of Brasil in the Nineties, Texto de Discussão nº 345, PUC-Rio
- Gonçalves, Antônio Carlos Pôrto (1994), “Capital Estrangeiro no Brasil”, Instituto Liberal.
- Lewis, K. K. (1995), “Puzzles in International Financial Markets”, em G.N. Grossman e K. Rogoff (eds.), Handbook of International Economics, 1913 – 1971, Elsevier Science
- López-Mejía , Alejandro (1999), “Large Capital Flows: A Survey of the Causes , Consequences, And Policy Responses”, International Monetary Fund, WP/99/17.
- Magalhães, João Carlos Ramos, “Tese de Mestrado EPGE/FGV (2000) – Liberalização da Conta de Capitais do Balanço de Pagamentos”.
- Mattioli, Maria Cristina (1999), “Investimento Estrangeiro no Brasil”, EDUSC.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell e Andres Velasco (1996), “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”, NBER Working Paper no 5576, May

APÊNDICE I - DEFINIÇÕES DAS PRINCIPAIS CONTAS DE CAPITAL

1. Investimentos:

Diretos: São os ingressos em moeda ou privatização.

Portfólio: Anexo I a IV, Res.2689, Fundos.

Anexo I a IV: Aplicações por meio de ações.

Anexo V: Compreende os ADR (American Depositary Receipts) que são ações de empresas brasileiras negociadas em bolsas nos EUA.

Resolução nº2.689: Criada em 26.01.2000, dispõem sobre a aplicação de investidores não residentes nos mercados financeiros e de capitais.

Fundos: Fundos de renda fixa e privatização.

2. Financiamentos e Empréstimos de Médio e Longo Prazo

2.1. Financiamentos

Organismos Internacionais: São agências multilaterais, ex.: BIRD e BID, CFI.

Agências Governamentais: Créditos bilaterais concedidos por agências estrangeiras a residentes no Brasil. Ex: Eximbank Japão, KFW, Clube de Paris.

Fornecedores/Compradores: São créditos concedidos por importadores/exportadores no exterior a residentes no Brasil para importação ou exportação de bens.

2.2. EMPRÉSTIMOS

Bônus, Notes, Commercial Paper: Esses títulos correspondem a empréstimos obtidos no exterior por residentes no Brasil, por meio de sua colocação. Bônus, geralmente, são colocações do governo, *notes* e *commercial paper* são colocações privadas.

Intercompanhias: São empréstimos de empresas no exterior a ligadas (subsidiárias, filiais) suas no Brasil.

Securitização: Empréstimos obtidos no exterior por residentes no Brasil cuja garantia é receita futura de exportações.

Bancos: Empréstimos bancários obtidos no exterior por residentes no Brasil.

3. Capital de Curto Prazo: Operações com prazo menor que 360 dias

4. Outros Capitais: Demais capitais ligados principalmente a operações de regularização

APÊNDICE II - SÍNTESE DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM PORTFÓLIO

Modalidades	Aplicação Básica	Investidores
Anexo I: Sociedade de Investimento Anexo II: Fundo de Investimento Anexo III: Carteira de Títulos e Valores Mobiliários	Renda Variável: Ações e debêntures conversíveis em ações Renda Fixa: Limitada a 30% do total	Pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, através de fundos, ou outras entidades de Investimento coletivo constituídas no exterior
Anexo IV: Carteira de Títulos e Valores Mobiliários		Investidor Institucional estrangeiro
Anexo V: Depository Receipts	Renda Variável: Ações	Adquirentes dos DR emitidos por instituições depositárias no exterior
Aplicação em quotas de Fundos de investimento	Renda Variável: Fundos de investimento imobiliário e em empresas emergentes Renda Variável: Ações e debêntures conversíveis em ações de emissão de empresas emergentes	Pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos, ou outras entidades de investimento coletivo constituídas no exterior
Fundos de Investimento em empresas estrangeiras		
Fundo de Conversão	Renda Variável: Ações	
Fundo de Renda Fixa	Renda Fixa: Títulos públicos ou privatizados de renda fixa	Pessoas jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos, ou outras entidades de investimento coletivo constituídas no exterior.
Fundo de Privatização	Renda Fixa/Variável: Moedas de privatização; ações de empresas. desestatizadas	Pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo constituídas no exterior

Fonte: Relatório Econômico “Brasil para Investidores Estrangeiros”, ANDIMA – 1999.

APÊNDICE III - DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA ESTIMAÇÃO

Taxa de Juros Domésticas (i) - Medida pela taxa mensal do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais, no primeiro dia útil de cada mês.

Taxa de Juros Internacional (i*) - Medida pela taxa mensal de juros do Tesouro Americano (Fed Fund)

Fluxo de Capital Utilizado nas Tabelas 2, 3, 4, 5 e 6 - Estatísticas mensais do Banco Central do Brasil baseada na tabela de movimento de capitais. O fluxo considerado foi o fluxo total excluindo o fluxo de curto prazo, refinanciamentos e demais capitais(garantias e operações de regularização).

Fluxo de Capital Utilizado na Tabela 7, 8, 9 e 10- Estatísticas mensais do Banco Central do Brasil baseada na tabela de movimento de capitais. O fluxo total é o fluxo de operações de médio e longo prazo excluindo refinanciamento e demais capitais (garantias e operações de regularização). O fluxo de médio e longo prazo é o que consideramos fluxo total excluindo operações de curto prazo. O fluxo de curto prazo é o capital de curto prazo encontrado na conta capital do Banco Central do Brasil.

Índice de Controle de Capital de Cardoso e Goldfajn (ICG) – Índice construído baseada na lista de medidas do Apêndice IV-

ΔRI é o saldo mensal entre as legislações liberalizantes e restritivas, na entrada de capital ;

ΔRO é o saldo mensal entre as legislações liberalizantes e restritivas, na saída de capital. A partir dessas definições é construído dois indicadores:

$$\Delta CC1 = \Delta RI - 0,5\Delta RO \text{ e } \Delta CC2 = \Delta RI + 0,5\Delta RO$$

Crises (México, Ásia, Rússia) – *Dummy* tequila (janeiro, fevereiro e março de 1995); *dummy* asiática (outubro, novembro, dezembro de 1997) e *dummy* russa (julho, agosto, setembro, outubro, novembro, dezembro de 1998).

Taxa de Retorno (i- f_t) - Medida mensal baseada na taxa de juros Selic deflacionada pelo desconto futuro calculado através do câmbio futuro no 1º dia encontrado no *site* da BM&F.

Plano Real - *Dummy*real (a partir de agosto de 1994).

Paridade de Juros Coberta (PJC)- Medida mensal da taxa de juros doméstica (taxa Selic) deflacionada pela taxa de juros internacional (taxa de juros do Fed Fund do tesouro americano) e pela desconto futuro calculado através do câmbio futuro no 1º dia útil encontrado no site da (BM&F).

PIB Nominal Mensal - PIB encontrado na nota da imprensa setor fiscal do Banco Central do Brasil.

APÊNDICE IV - LEGISLAÇÃO

Até 1990

Lei n.º 4.131- 62, de 03.09.1962 - Com as modificações introduzidas pela Lei 4.390, de 29.08.1964 - Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior. Define amplamente capital estrangeiro como sendo bens, máquinas e equipamentos entrados no país sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens e serviços, bem como recursos financeiros ou monetários, importados, com o mesmo fim, desde que ambas as hipóteses pertençam a pessoas jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior. Ao capital estrangeiro que se investir no país será dispensado tratamento jurídico idêntico ao concedido ao capital nacional em igualdade de condições sendo vedadas quaisquer discriminações não previstas na presente lei.

Sentido- Regulamentar – Cria o estatuto básico para os capitais estrangeiros no Brasil.

Conta de Balanço- Abrange todo o fluxo de capital

Inflow /Outflow

Decreto n.º 55.762, de 17.02.1965 - Regulamenta a Lei nº4.131

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Lei nº4.131 (03.09.1962)

Conta de Balanço - Abrange todo o fluxo de capital

Inflow /Outflow

Resolução n.º 63, de 21.08.1967 - Dispõe sobre a contratação de empréstimos externos para repasse à empresas no Brasil.

Sentido- Regulamentar /Liberalizante

Conta de Balanço - Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 64, de 23.08.1967 - Inclui o BNDES entre os estabelecimentos referidos na Res.63

Sentido- Regulamentar/ Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções nº63 (21.08.1967)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 125, de 12.09.1969 - Institui necessidade de autorização prévia para a contratação de empréstimos externos

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Comunicados FIRCE nº10 (12.09.1969), nº18 (27.08.1970) e nº21 (01.09.1972)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 153, de 27.08.1970 - Dispõe sobre o acesso de entidades públicas ao crédito externos, nos casos de concorrência pública.

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução nº391, de 01.11.1976 - Dispõe sobre contratos de câmbio referentes a exportação.

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Financiamentos

Inflow/Outflow

Resolução n.º 1.289, de 20.03.1987 - Aprova os Regulamentos Anexos I, II, III que disciplinam, respectivamente, Sociedade de Investimentos- Capital Estrangeiro, Fundo de Investimento- Capital Estrangeiro e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida no país por entidades mencionadas no artigo 2 do Decreto- Lei 2285, onde se define entidade de capital estrangeiro

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.460, de 01.02.1988 – Disciplina a conversão, em investimento no país, de créditos sujeitos a acordos de reestruturação da dívida externa brasileira.

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Resolução n.º 1.537, de 30.11.1988 - Dispõe sobre importações com cobertura cambial

Outflow

Resolução n.º 1.564, de 16.01.1989 - Trata da centralização cambial

Inflow/Outflow

Circular n.º 1.303, de 18.03.1988 - Estabelece os critérios para as conversões em investimento não sujeitas a leilão.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.460 (01.02.1988)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Carta-Circular n.º 5, de 27.02.1969 - Estabelece normas aplicadas às contas de depósito em moeda nacional de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior. É livre a transferência para o exterior do saldo de contas livres (provenientes de vendas de câmbio).

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Decreto nº55.762 (17.02.1965) e Lei nº4.131 (03.09.1962)

Conta de Balanço- Abrange todo fluxo de capital

Inflow/Outflow

Carta-Circular n.º 1.779, de 22.03.1988 - Estabelece procedimentos para as conversões em investimento não sujeitas a leilão

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.460 (01.02.1988) e Circular nº1.303 (18.03.1988)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow/Outflow

Comunicado FIRCE n.º 10, de 12.09.1969 - A contratação de câmbio sob a forma de empréstimos estão sujeitas a Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros e devem ser autorizadas pelo Banco Central

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Lei nº4.131 (03.09.1962)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

Comunicado FIRCE n.º 18, de 27.08.1970 - Dá princípios gerais para o ingresso de divisas

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução n.º 64 (23.08.1967)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Comunicado FIRCE n.º 21, de 01.09.1972 - Apresenta o modelo de fiscalização de empréstimos externos

Normas Relacionadas- Comunicado FIRCE n.º 10 (12.09.1969)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

DECAM n.º 960, de 31.10.1986 - Trata das Importações pagáveis em até 360 dias da data de embarque. Abertura de cartas de crédito. Fechamento de câmbio

Outflow

Comunicado Conjunto BACEN/CVM n.º 19, de 27.08.1987 - Transfere para a CVM a execução dos serviços relativos aos Fundos Mútuos de Ações e às Sociedades de Investimento- Capital Estrangeiro.

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow/Outflow

Comunicado FIRCE n.º 230, de 22.12.1988 - Trata de remessa para o exterior de lucros ou dividendos atualizados monetariamente.

Inflow/Outflow

Comunicado DECAM n.º 1.190 e FIRCE n.º 249, de 05.09.1989 - Veda a remessa de recursos provenientes da conversão de dívida em investimento com base na Resolução 1.460

Sentido – Restritiva

Conta de Balanço- Conta Corrente

Inflow/Outflow

1990

Resolução n.º 1.690, de 18.03.1990 – Permite a contratação de operações de câmbio a taxas livremente pactuadas, modifica limites de posição de câmbio e a forma de relacionamento entre as instituições autorizadas e o Banco Central.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução nº 1620 de 26.07.89

Conta de Balanço- afeta todo o fluxo

Inflow e Outflow

Resolução n.º 1.696, de 29.03.1990 – Revoga disposições sobre a constituição de depósitos registrados em moedas estrangeiras junto ao Banco Central, e estabelece providencias para sua liberação.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Circulares 1302 e 1303 de 18.03.88

Conta de Balanço- afeta todo o fluxo

Outflow

Resolução n.º 1.726, de 27.06.1990 – Dispõe sobre compromissos decorrentes de operações de empréstimos e financiamentos externos, permitindo que as operações de empréstimos e financiamentos externos sejam depositados em moedas estrangeiras.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Lei 4.595 de 31.12.64

Conta de Balanço- Financiamentos/Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 1.734, de 31.07.1990 - Faculta a captação de recursos externos sob a forma de emissão de “commercial papers”, nos termos e para o fim previsto na Resolução nº63

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções nº63 (21.08.1967)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 1.751, de 21.09.1990 – Suspende a exigência de prazos mínimos para o pagamento das importações brasileiras

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução n.º 1.537 (30.11.1988)

Conta de Balanço- Financiamento

Outflow

Resolução n.º 1.781, de 26.12.1990 - Autoriza a remessa para o exterior do valor em moeda estrangeira do principal, juros e demais encargos das operações que menciona

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Conta Corrente/ Empréstimos

Outflow

Circular n.º 1.577, de 09.02.1990 – Mecanismo especial para pagamento de dívida externa com depósitos vinculados ao plano brasileiro de financiamento

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Conta Corrente/ Empréstimos

Outflow

Circular n.º 1.611, de 20.03.1990 – Divulga e regulamenta a decisão da diretoria relacionada com a liberação de depósitos registrados em moeda estrangeira.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução 1.691 de 18.03.90

Conta de Balanço- afeta todo o fluxo

Outflow

Circular n.º 1.785 de 27.06.1990 – Permite a liberação de valores de lucros, dividendos, bonificações e retornos de capital depositados ao amparo da Resolução n.º 1.564, de 16.01.89, para o fim e nas condições que menciona

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução n.º 1.564 de 16.01.89

Conta de Balanço – afeta todo o fluxo

Outflow

Circular n.º 1.799, de 15.08.1990 - Estabelece que a contratação de câmbio de importação de mercadorias pode ser realizada para liquidação futura.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Comunicado DECAM n.º 960 (31.10.1986).

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow/Outflow

Circular n.º 1.803, de 16.08.1990 - Poderão ser concedidos, por instituições do exterior, adiantamentos em moedas estrangeiras diretamente a exportadores brasileiros com vistas à liquidação de contrato de câmbio de exportação de produtos agrícolas e agro-industriais.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução n.º391 (01.11.1976).

Conta de Balanço- Curto Prazo/Empréstimos/Financiamentos

Inflow

Carta-Circular n.º 2.105, de 27.07.1990 – Libera para fins de investimento direto no país, valores relativos a lucros, dividendos, bonificações e retornos de capital depositados ao ampara da Resolução n.º. 1.564 de 16.01.89.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular n.º.1564 (16.01.1989).

Conta de Balanço- Investimento direto

Inflow e Outflow

Carta-Circular n.º 2.113, de 11.09.1990 - As disposições desta Carta-Circular admitem a realização de antecipações de recursos em moedas estrangeiras a exportador brasileiro regularmente registrado no Departamento de Comercio Exterior e regulamenta a circular 1.803 .

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular n.º.1.803 (16.08.1990).

Conta de Balanço- Curto Prazo/Empréstimos/Financiamentos

Inflow

Comunicado n.º 2.223, de 07.11.1990 - Esclarece acerca do recolhimento do imposto de renda nas operações de câmbio referentes a remessas de rendimentos para fora do País.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Revoga Comunicado Decam n.º1.117 (31.08.1988)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

1991

Resolução n.º 1.798, de 27.02.1991 - Extingue a exigência de prazos mínimos de pagamento para as importações brasileiras.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga as Resoluções n.º 1.537 (30.11.1988), nº1.749 (13.09.1990).

Conta de Balanço- Financiamento

Outflow

Resolução n.º 1.803, de 27.03.1991 - Empréstimos externos – Governo reduz de 10 para 5 anos o prazo mínimo de amortização para efeito de restituição, redução ou isenção do imposto de renda.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga Resolução n.º 498 (27.11.1978)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Resolução n.º 1.809, de 27.03.1991 - Faculta a captação de recursos externos por parte de bancos brasileiros de capital nacional, mediante a emissão de certificados de depósito, em moeda estrangeira, visando a capitalização de suas agências, filiais e/ou subsidiárias bancárias situadas no exterior.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 1.810, de 27.03.1991 - Conversão em investimento de créditos externos correspondentes a dívidas de entidades do setor público federal, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, instituído pela Lei n.º 8.031, de 12.04.1990. Não revoga nada, regulamenta o PND. Artigo 5: O prazo mínimo de permanência no país dos recursos convertidos será 12 anos contados a partir da data de realização do investimento.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Resolução n.º 1.819, de 24.04.1991 - Altera o regulamento dos anexos I, II, III da Resolução 1289 (artigo 44, 41, 26). Os recursos remanescentes poderão ser aplicados em cotas de fundos de aplicação financeiro, títulos de emissão do Tesouro ou do Bacen e outros valores mobiliários

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº1.289 (20.03.1987)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.827, de 28.05.1991 - Dispensa de Prévia autorização do Banco Central do Brasil as importações financiadas com prazo de 361 a 720 dias.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Financiamento

Inflow

Resolução n.º 1.832, de 31.05.1991 - Aprova e inclui como parte integrante da Resolução nº1.289, o Anexo IV, que disciplina a Carteira de Valores Mobiliários mantida no país por investidores estrangeiros. Governo isenta lucros de impostos e adota o percentual de 15% do IR para a renda a ser remetida ao exterior (Artigo nº25)

Sentido- Regulamentar/Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº1.289 (20.03.1987)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.834, de 26.06.1991 - Faculta a captação de recursos nos exterior, com estabelecimento de vínculo à exportações para pagamento antecipado em até 360 dias

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow

Resolução n.º 1.838, de 26.06.1991 - Autoriza a remessa para o exterior do valor em moeda estrangeira das operações que menciona. Incorpora a Petrobrás e CVRD os benefícios da Resolução 1.781

Sentido- Regulamentar/Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga as Resoluções nº1.781 (26.12.1990)

Conta de Balanço- Conta Corrente

Outflow

Resolução n.º 1.853, de 31.07.1991 - Estende o benefício que trata a Resolução n.º 644 as colocações no exterior de "Fixed Rate Notes", "Floating Rate Certificates of Deposit" e Bônus de colocação pública ou privada. O benefício que trata a Resolução 644, diz respeito à redução do valor do Imposto de Renda incidente sobre remessas de juros, comissões e despesas de colocações de "commercial papers".

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções nº63 (21.08.1967) e nº1.734 (31.07.1990).

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Resolução n.º 1.848, de 01.08.1991 - Autoriza e disciplina os Investimentos de Capitais Estrangeiros em ações de empresas brasileiras pelo mecanismo de "American Depositary Receipts" (ADR) e "International Depositary Receipts" (IDR).

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Portfólio.

Inflow

Resolução n.º 1.867, de 23.09.1991 - Altera o regulamento dos anexos I, II, III da Resolução 1289(art. 27)- Os recursos ingressados no país nos termos deste regulamento não destinados a aplicação em valores mobiliários destinar-se a aquisição de cotas de fundos de aplicação financeira. Nesta resolução estipula-se formas alternativas obrigatórias de aplicações de recursos ingressados no país não destinados a aquisição de valores mobiliários (TDA, OFND, outros de renda fixa)

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas - Resolução nº1.289 (20.03.1987), nº1.819 (24.04.1991) e nº1.832 (31.05.1991)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.872, de 25.09.1991 - Faculta e autoriza a captação de recursos externos para repasses, no país, destinados ao financiamento de custeio e de comercialização agrícola.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Empréstimos.

Inflow

Circular n.º 1.884, de 24.01.1991 - Esclarece sobre o abatimento de prejuízos acumulados com a utilização de recursos externos originários de operações financeiras de médio e longo prazos. O governo define critério para abater as perdas acumuladas em empresas de capital estrangeiro

Sentido - Regulamentar

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

Circular n.º 1.937, de 15.04.1991 - Estabelece critérios relacionados com a emissão de certificados de depósito de médio ou de longo prazo (CD's), em moeda estrangeira, por bancos brasileiros com agências, filiais e/ou subsidiárias bancárias no exterior.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº1.809 (27.03.1991).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 1.969, de 06.06.1991 – O Banco Central autoriza emissão e colocação exclusivamente no exterior, em moeda estrangeira, de debêntures conversíveis em ações, por parte de companhias sediadas no país.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 1.971, de 13.06.1991 – Trata sobre adiantamento em moedas estrangeiras a exportadores brasileiros.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular n.º 1.803 (16.08.1990)

Conta de Balanço- Curto Prazo/Empréstimos

Inflow

Circular n.º 1.979, de 27.06.1991 - Autoriza a captação de recursos externos, com estabelecimento de vínculo a exportações. Os recursos captados no exterior com vínculo a exportações se constituirão em operações de médio e longo prazo.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.834 (26.06.1991)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 1.998, de 31.07.1991 - Estabelece condições para registro de capitais estrangeiros investidos em fundos de privatização, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND). As conversões dos títulos e créditos de dívida externa poderão destinar-se a integralização de quotas de fundos de privatização.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.810 (27.03.1991)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Circular n.º 2.052, de 04.10.1991 - Estabelece condições par registro de capitais estrangeiros em carteiras de valores mobiliários mantida nos pais por investidores institucionais- regulamento anexo IV a Resolução 1.289, de 1997

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.832 (31.05.1991)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Carta-Circular n.º 2.143, de 08.02.1991 - Esclarece sobre as normas aplicáveis as conversões em investimento de dívida externa do setor privado e do setor financeiro publico com vencimento a partir de 01.01.91.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.781 (26.12.1990)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Carta-Circular n.º 2.180, de 14.06.1991 - Regulamenta e trata da negociação de câmbio de exportação na modalidade de pagamento antecipado.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular n.º 1.971 (13.06.1991)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow

Carta-Circular n.º 2.191, de 01.08.1991 - Estabelece procedimentos para operacionalização cambial do mecanismo de captação de recursos externos com vínculo a exportações brasileiras.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 1.834 (26.06.1991) e Circular n.º 1.979 (27.06.1991).

Conta de Balanço- Financiamento

Inflow

Comunicado n.º 2.513, de 27.08.1991 - Comunica a descentralização dos serviços de autorização prévia e de registro de operações de empréstimos externos na modalidade de "commercial paper".

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

1992

Resolução n.º 1.894, de 09.01.1992 – Altera disposições da Resolução nº1810, especialmente no que concerne aos prazos para a permanência dos recursos no país e para a alienação de investimentos. O prazo mínimo de permanência no país dos recursos convertidos passou de 12 para 6 anos contados a partir da data de emissão dos investimentos.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº1.810 (27.03.1991)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Resolução n.º 1.921, 30.04.1992 - Autoriza a realização de operações destinadas à proteção contra o risco de variação de taxas de juros no mercado internacional. estende essa resolução a Petrobrás e Vale do Rio Doce e subsidiária e reduz em 100% (cem por cento) o valor do imposto de renda que incida sobre remessas ao exterior

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº1.902 (29.01.1992)

Conta de Balanço –Curto Prazo

Inflow

Resolução n.º 1.927, de 18.05.1992 - Aprova e inclui como parte integrante da Resolução 1289, o Anexo V, que autoriza e disciplina os investimentos de capitais estrangeiros por meios do mecanismo de "Depository Receipts" - DR's

Sentido- Regulamentar/Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832 e nº1867

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.935, de 30.06.1992 - Autoriza as sociedades, os fundos e as carteiras de investimento regulamentado pelas Resoluções n.º 1.289, de 20.03.1987, e 1.832, de 31.05.1991, a realizarem operações nos mercados de opções e futuros referenciados em valores mobiliários, taxas de juros e cambio.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867 e nº1.927 .

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.968, de 30.09.1992 - Faculta a realização de investimentos de capitais entre os países signatários do tratado MERCOSUL, através de Bolsas de Valores e de Mercadorias e de Futuros.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular n.º 2.249 (13.11.1992).

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.134, de 12.02.1992 - Estabelece procedimentos para a autorização automática e registro das operações de créditos externos mediante lançamentos de títulos no mercado internacional.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução nº1.853 (31.07.1991)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.170, de 30.04.1992 - Define operações em moeda estrangeira passível de proteção contra o risco de variação de taxas de juros e as modalidades das operações destinadas a essa proteção. Autoriza a serem objeto de hedge :Swap de taxa de juros ,opção de compra de taxa de juros, opção de venda de taxa de juros- "collar" de taxa de juros (collar),

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução nº1.921 (30.04.1992)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow

Circular n.º 2.199, de 16.07.1992 - Estabelece condições para emissão e colocação, no exterior, de títulos conversíveis em ações de empresas e instituições sediadas no país

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga Circular nº1.969 (06.06.1991).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.208, de 30.07.1992 - Institui mecanismos para transferências financeiras internacionais de moeda nacional, independente do valor.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº1.946 (29.07.1992)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow/Outflow

Circular n.º 2.227, de 09.09.1992 - Faculta a aplicação de recursos captados ao amparo da Resolução n.º.63/67.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº63 (21.08.1967)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.231, de 25.09.1992 - Divulga os regulamentos que passarão a reger as operações de câmbio de exportação, o uso e a elaboração dos contratos de cambio, bem como a classificação das operações em geral

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow/ Outflow

Carta-Circular n.º 2.269, de 24.04.1992 - Estabelece prazo mínimo para a contratação de operações de crédito externo sendo que o prazo médio de amortização é de no mínimo 30 meses e para fins de redução do IR incidente sobre remessa de juros o prazo médio de amortização é de 60 meses.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga Comunicados n.º 2.747 (02.03.1992) e n.º 2.757 (13.03.1992). O Comunicado nº2.757 acrescenta em relação ao n.º 2.747, as operações de commercial paper.

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/ Outflow

Carta-Circular n.º 2.282, de 02.06.1992 - Divulga as condições para registro de investimentos estrangeiros mediante conferência de direito sobre patentes ou marcas, a título de integralização de capitais.

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Carta-Circular n.º 2.285, de 15.06.1992 - Estabelece procedimentos específicos relativos a operações de câmbio para o mecanismo de "Depositary Receipts"

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução nº1.927 (18.05.1992)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Carta-Circular n.º 2.333, de 29.10.1992 - Estabelece prazo de amortização da dívida externa e outros títulos (bonds notes commercial papers para 30 meses. Antes não havia prazo.

Sentido- Restritivo no sentido de obrigar a alongar a dívida, o que diminui o fluxo

Normas Relacionadas- Resolução n.º 63 (21.08.1967)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Comunicado n.º 2.747, de 12.03.1992 - Comunica o prazo médio de amortização das operações de créditos externos mediante lançamentos de títulos no mercado internacional gozarão de redução no Imposto de renda desde que o prazo médio de amortização corresponda a 30 meses.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.134 (12.02.1992)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Comunicado n.º 2.759, de 19.03.1992 - Comunica a descentralização dos serviços de autorização e registro de operações de empréstimos externos mediante a colocação no exterior de "commercial paper".

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

1993

Decreto MF n.º 995, de 25.11.1993 - IOF sobre a captação de recursos externos- fundo de renda fixa-5%

Sentido- Regulamentar

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 1.986, de 28.06.1993 - Estabelece prazo mínimo de amortização das operações de empréstimos externos para efeito de restituição, redução ou isenção do imposto de renda. O Governo ampliou de 60 (sessenta) meses para 96 (noventa e seis) meses o prazo médio de amortização das operações de empréstimos externos, vinculados ou não a aquisição de bens

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº1.803 (27.03.1991)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Resolução n.º 2.012, de 30.07.1993 - Consolida e amplia as modalidades de proteção ("hedge") contra o risco de variações, no mercado internacional, de taxas de juros, paridade entre moedas e preços de mercadorias.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº1.921 (30.04.1992).

Conta de Balanço- Curto prazo

Inflow

Resolução n.º 2.013, de 19.08.1993 - Altera dispositivos dos Regulamentos Anexos I, II, III e IV a Resolução nº1.289, de 20.03.87. O Governo proíbe o capital estrangeiro registrado dentro desses anexos a aplicarem em cotas de fundos de aplicação financeira; II - Títulos de Emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil; instrumentos de renda fixa.

Sentido- Restritivo

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.867, nº1.927 e nº1.935.

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.028, de 25.11.1993 - Autoriza a constituição de fundos de renda fixa- Capital Estrangeiro destinados a captação de recursos para investimentos em ativos financeiros de renda fixa emitidos por empresas e instituições sediadas no país

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas - Resolução nº1.289 (20.03.1987)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.034, de 17.12.1993 - Dispõe sobre a constituição de Fundos de Renda Fixa, Capital Estrangeiro e veda a utilização de recursos ingressados no país nos termos dos Anexos I, II, III, IV e V na aquisição de Valores Mobiliários de Renda Fixa em operações de derivativos que resultem em rendimentos pré determinados. Governo restringe o portfólio do Fundo de Renda Fixa - Capital Estrangeiro transações no mercado de derivativos.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.867, nº1.927, nº1.935 e nº2.013 .

Conta de Balanço - Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.323, de 17.06.1993 - Altera as disposições que regem o pagamento antecipado de exportações brasileiras. Limita em 180 dias o prazo autorizado para pagamento antecipado de exportações (anteriormente fixado em 360 dias)

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Circular nº2.231 (15.09.1992)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow/Outflow

Circular n.º 2.348, de 30.07.1993 - Dispõe sobre as operações de proteção ("hedge") contra riscos de variações de taxas de juros, paridade entre moedas e preços de mercadorias, no mercado internacional.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga a Circular nº2.170 (30.04.1992) e a detalha melhor, Resolução nº2.012 (30.07.1993).

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.382, de 25.11.1993 - Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de renda fixa-capital estrangeiro.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº2.028 (25.11.1993)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.383, de 25.11.1993 - Dispõe sobre o encerramento das posições em debêntures atualmente detidas por investidores estrangeiros.

Sentido - Restritiva

Normas Relacionadas - Resolução n.º2.028, (25.11.1993).

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.388, de 17.12.1993 - Regulamenta a constituição e o funcionamento dos Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 2.034 (17.12.1993)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.389, de 17.12.1993 - Dispõe sobre encerramento das posições em valores mobiliários de Renda Fixa de Títulos por Investidores Estrangeiros.

Sentido- Restritivo

Normas Relacionadas- Resolução n.º 2.034 (17.12.1993)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Carta-Circular n.º 2.372 de 16.06.1993 - Estabelece prazos mínimos para a contratação de operações diretas de créditos externos fica estabelecido o prazo médio de amortização de, no mínimo, 36 meses. Antes era 30 meses. (o prazo ficou maior então o investidor e obrigado a captar a prazos maiores)

Sentido – Restritiva

Normas Relacionadas- Revoga a Carta-Circular nº2.269 (24.04.1992)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

Carta-Circular n.º 2.373 de 16.06.1993 - Estabelece prazos mínimos para a contratação de operações diretas de créditos externos. Fica estabelecido o prazo médio de amortização de, no mínimo, 36 meses, antes eram 30 meses. Inclui mais operações externas dos que as citadas na Circular nº2.272.

Sentido - Restritiva

Normas Relacionadas – Revoga a Carta- Circular nº2.333 (29.10.1992).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

Carta-Circular n.º 2.382, de 15.07.1993 - Estabelece procedimentos com relação à contratação e ou liquidação de operações de câmbio destinadas ao pagamento de importações brasileiras e sobre a abertura de cartas de crédito.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular nº2.341 (15.07.1993)

Conta de Balanço- Financiamentos

Outflow

Carta-Circular n.º 2.424, de 14.12.1993 - Comunica a necessidade de apresentação de Certidão Negativa de Débito, com a Previdência Social, para fins de registro de operações de crédito externos.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Acrescenta o regulamento a Carta-Circular n.º 2.372 (16.06.1993)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

1994

Portaria MF nº534, 19.10.1994 - IOF sobre captação de recursos externos, Fundo de Renda Fixa sobe de 5% para 9%.

Sentido - Restritiva

Normas Relacionadas- Decreto MF nº995 (25.11.1993)

Conta de Balanço –Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.042, de 13.01.1994 - Autoriza a realização no mercado de balcão, de operações de "Swap" referenciadas em ouro, taxas de cambio, taxas de juros e índices de preços por parte das instituições que especifica.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Portfólio

Normas Relacionadas- Lei n.º4.595 (31.12.1964)

Inflow

Resolução n.º 2.046, de 19.01.1994 - Altera dispositivos dos Anexos I, II, III, IV proibindo a aplicação destes recursos em debêntures, de emissão de companhias abertas controlada por capitais privados nacionais.

Sentido- Restritivo

Normas Relacionadas- Resoluções: nº.1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935, nº2.013 e nº2.034

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.062, de 12.04.1994 - Conversão em investimento, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, de créditos externos correspondentes a dívidas de entidades do Setor Público Federal. Artigo 5- O prazo mínimo de permanência no país dos recursos convertidos será de 6 anos contados a partir da data da realização do investimento. Antes o prazo era de 12 anos

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº1.810 (27.03.1991)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Resolução n.º 2.063, de 15.04.1994 - Regulamenta a conversão em investimento, conforme dispõe o "1992 Financing Plan", de valores depositados junto ao Banco Central do Brasil, nos termos do "Parallel Financing Agreement

Sentido- Regulamentar/ Liberalizante

Normas Relacionadas – Revoga Resolução nº2.060 (29.03.1994)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Resolução n.º 2.079, de 15.06.1994 - Altera os dispositivos dos Anexos I, II, III e IV proibindo a aplicação destes recursos em Certificados de Privatização e outros títulos representativos de securitização de dívidas do governo federal e créditos cuja utilização for admitida para pagamento no âmbito do PND. Ela permite os recursos do anexo I, II, III e IV sejam aplicados em outras modalidades de investimento expressamente autorizadas em conjunto pelo BC e pela CVM.

Sentido- Restritivo

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935, nº2.013, nº2.034 e nº2.046.

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.105, de 31.08.1994 – Faculta o pagamento antecipado de empréstimos em moeda e para financiamento a operações de importação.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Empréstimos/Financiamentos

Outflow

Resolução n.º 2.111, de 22.09.1994 - Autoriza a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimentos no exterior.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.115, de 19.10.1994 - Altera os dispositivos dos Anexos I, II, III e IV proibindo a aplicação destes recursos em quotas de fundo de aplicação financeira

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935, nº2.013, nº2.034, nº2.046 e nº2.079 .

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.410, de 02.03.1994 - Governo suspende autorização automática de emitir bônus, commercial papers e outros ativos de renda fixa no exterior.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Circular nº2.384 (26.11.1993)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.438, de 30.06.1994 - Amplia o prazo mínimo de amortização para o pagamento antecipado de exportação, a ser autorizado pelo FIRCE, de 360 para 720 dias.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Circular n.º 1.834 (31.10.1990)

Conta de Balanço- Financiamento

Outflow

Circular n.º 2.459, de 04.08.1994 - Estabelece condições para registro de capitais estrangeiros investidos em Fundos de Privatização, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização

Sentido- Regulamentar/ Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução nº2.062 (12.04.1994) e Revoga Circular nº2.013 (12.08.1991)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.485, de 22.09.1994 - Regulamenta a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento no Exterior e autoriza a aplicação de recursos dos condomínios que especifica na aquisição de quotas desses fundos.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas –Resoluções: nº2.111 (22.09.1994)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.487, de 05.10.1994 - Veda o ingresso de recursos a título de adiantamento para futuro aumento de capital e de investimento-ponte em antecipação a futuras conversões de dívida em investimento.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Carta-Circular nº2.198 (15.08.1991) e Carta-Circular nº2.148 (26.02.1991).

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Circular n.º 2.490, de 19.10.1994 – Suspende o ingresso de recursos por intermédio de operações de antecipação de exportação.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Circular n.º 1.979 (27.06.1991)

Conta de Balanço- Financiamento/Curto Prazo

Inflow

Circular n.º 2.491, de 19.10.1994 - Altera as disposições que regem a autorização e registro das operações de crédito externo. A autorização prévia do Banco Central do Brasil para as contratações de operações de crédito externo, sob qualquer modalidade, terá validade de 30 (trinta) dias, a contar da data de sua expedição ao invés de 60 dias conforme a circular 2.384

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Revoga a Circular nº2.384 (26.11.1993).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.493, de 21.10.1994 - Altera as disposições que regem o pagamento das exportações brasileiras. Novos prazos para antecipação máxima para a contratação de cambio previamente ao embarque da mercadoria. Limita em 300, 180, 150, 90 e 30 dependendo da classificação do exportador e dos produtos.(anteriormente o prazo era de 180 dias)

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Circular nº2.231 (25.09.92); Circular nº2.323 (17.06.1993)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow/Outflow

Carta- Circular n.º 2.444, de 14.03.1994 - Prazos mínimos de renovação prorrogação de 36 meses para títulos no exterior e de 96 meses para amortizações para fins de redução no IR, incidente sobre as remessas de juros comissões e despesas.

(antes não havia prazo)

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resolução nº63 (21.08.1967)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

Carta-Circular n.º 2.506, de 03.11.1994 - Divulga procedimentos para contratação de empréstimos externos.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular nº2.491 (19.10.1994).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

1995

Portaria MF n.º 095, de 09.03.1995 - IOF sobre captação de recursos externos- fundos de renda fixa- Reduz de 9% para 5%

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Portaria MF n.º 534 (19.10.1994)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Portaria MF n.º 202, de 10.08.1995 - IOF sobre captação de recursos estrangeiros- fundos de renda fixa Aumenta de 5% para 7%.

Sentido - Restritiva

Normas Relacionadas- Portaria MF n.º 095 (09.03.1995)

Inflow

Resolução n.º 2.147, de 10.03.1995 - Revoga a permissão para pagamento antecipado de empréstimos em moeda e financiamentos a importação. Antes era permitido a liquidação de empréstimos antes de terem cumprido prazo mínimo no país.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº2.105 (31.08.1994)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Resolução n.º 2.148, de 16.03.1995 - Faculta a captação de recursos externos para financiamento de custeio, investimento e comercialização agropecuária. A operação externa esta sujeita ao prazo mínimo de amortização de 180 (cento e oitenta) dias.

Sentido- Regulamentar/Liberalizante

Normas Relacionadas- Atualiza a Resolução nº1.872 (25.09.1991) e à normatiza

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.170, de 30.06.1995 - Faculta a captação de recursos externos para repasses destinados a construção ou aquisição de imóveis novos. Prazo mínimo 720 dias.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.188, de 15.08.1995 - Altera disposições dos Regulamentos Anexos I, II, III e IV a Resolução n. 1.289, de 20.03.87 (os recursos desses anexos não poderão ser aplicados em operações realizadas nos mercados de liquidação futura administrados por bolsas de valores ou de mercadorias e de futuros).

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935 nº2.013, nº2.034, nº2.046, nº2.079 e nº2.115.

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.203, de 29.09.1995 - Dispõe sobre a conversão em investimento no âmbito do Programa Nacional de Desestatização de créditos correspondente a dívidas de entidades do setor público federal. No art. 7 da 2.062 era vedada a conversão em investimento de bônus e moeda estrangeira por empresas brasileiras financeiras e não financeiras. A partir dessa Resolução se extinguiu essa decisão.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Fica revogada a Resolução nº2.062 (12.04.1994).

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Circular n.º 2.538, de 24.01.1995 - Revoga a autorização de pagamento antecipado de operações de exportação com prazo de 720 dias e restabelece o prazo mínimo de até 360 dias para operações de pagamento antecipado de exportação.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga Circulares nº2.438 (30.06.1994) e nº2.490 (19.10.1994).

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow/ Outflow

Circular n.º 2.539, de 25.01.1995 - Altera as disposições que regem o pagamento de antecipado de exportações brasileiras. Limita em 60 e 180 dias o prazo antes do embarque e após o embarque o prazo passa para 360, 60 e 180 dependendo do produto a ser exportado. Altera a antecipação máxima admitida do câmbio com relação à data de embarque (ACC) reduzindo para 60 dias dependendo do produto e os demais permanecem em 180 dias.

Sentido - Liberalizante em relação a Circular nº2.493

Normas Relacionadas- Circulares: n.º 2.231, nº2.323 e nº2.493

Conta de Balanço- Curto Prazo.

Inflow/ Outflow

Circular n.º 2.547, de 09.03.1995 - Reduz prazo de 36 meses para 180 dias para as renovações ou prorrogações de crédito externo. O prazo médio de amortização das operações de empréstimos externos para fins de redução do IR sobre remessas de juros, comissões e despesas continua em no mínimo 96 meses.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga a Carta -Circular n.º2.444 (14.03.1994)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/Outflow

Circular n.º 2.546 de 10.03.1995 - Estabelece prazos mínimos para a contratação de operações de empréstimos externos. O prazo médio de amortização para a contratação de empréstimos externos antes era 36 meses e passou para 24 meses. Para fins de redução do IR prazo mínimo continua em 96 meses. O prazo médio de amortização das operações de empréstimos externos para fins de redução do IR sobre remessas de juros, comissões e despesas é de no mínimo 96 meses.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga as Cartas-Circulares nº2.372 (16.06.1993) e nº2.373 (16.06.1993).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.560, de 20.04.1995 - Dispõe sobre o encerramento das posições em Valores Mobiliários de Renda Fixa, detidas por investidores estrangeiros.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Circular nº2.389 (17.12.1993)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.567, de 28.04.1995 - Governo autoriza que o pagamento antecipado de exportação seja feito por pessoas físicas estrangeiras, corporações ou instituições financeiras.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular n.º 2.539 (25.01.1995).

Conta de Balanço- Curto Prazo

Outflow

Comunicado n.º 4.716, de 11.08.1995 - Comunica a suspensão de exigência de confirmação prévia no Banco Central dos ingressos de créditos externos.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular n.º2.491 (19.10.1994).

Inflow

1996

Resolução n.º 2.246, de 08.02.1996 - Altera disposições dos Regulamentos Anexos I, II, III e IV proíbe a aplicação desses recursos em TDA, obrigação do Fundo Nacional de desenvolvimento e debêntures da Siderbrás.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935 nº2.013, nº2.034, nº2.046, nº2.079, nº2.115 e nº2.188 .

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.247, de 08.02.1996 - Dispõe sobre a aplicação de recursos de capital estrangeiro em quotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.266, de 29.03.1996 - Faculta as instituições financeiras a captação de recursos no mercados externos destinados a agropecuária e fertilizantes. Antes era facultado somente à instituições integrantes do sistema nacional de crédito rural, estendendo a possibilidade de utilização desse crédito.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº2.148 (16.03.1995)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.248, de 08.02.1996 - Dispõe sobre aplicação de recursos de capital estrangeiro em quotas de Fundos de Investimento Imobiliário.

Sentido - Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.271, de 18.04.1996 - Estabelece que o Bacen só credenciará operações de crédito externo de interesse dos Municípios, autarquias, fundações com recursos direcionados para o refinanciamento das obrigações financeiras já contratadas internamente preferencialmente as de menor custo e menor prazo

Sentido- Regulamentar/Restritiva

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.275, de 30.04.1996 – Dispõe sobre a aplicação de penalidades para as irregularidades apuradas nos fluxos de capitais com o exterior.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Atinge todo o fluxo

Inflow/Outflow

Resolução n.º 2.280, de 22.05.1996 - Estabelece critérios para credenciamento de operações de crédito externo de interesse dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios, de suas autarquias, fundações e empresas, sem garantia da União. Abre exceções liberalizantes para alguns órgãos do setor público.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Empréstimos

Normas Relacionadas – Revoga a Resolução nº2.271 (18.04.1996).

Inflow

Resolução n.º 2.309, de 28.08.1996 - Disciplina e consolida as normas relativas as operações de arrendamento mercantil.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga a Circular n.º 2.064 (17.10.1991), que trata de modalidades de arrendamento mercantil.

Conta de Balanço- Empréstimos/Financiamentos

Inflow

Resolução n.º 2.312, de 05.09.1996 - Faculta a captação de recursos externos para repasses no país a empresas exportadoras. A operação externa esta sujeita ao prazo mínimo de amortização de 180 (cento e oitenta) dias.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.318, de 26.09.1996 - Aprova e disciplina os certificados de Depósito de Valores Mobiliários ("Brazilian Depositary Receipts"- BDRs), com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior. Aprova o Regulamento Anexo a esta Resolução, que disciplina os investimentos brasileiros no exterior através do mecanismo de Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (Brazilian Depositary Receipts- BDRs)

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio.

Inflow/Outflow

Resolução n.º 2.337, de 28.11.1996 - Autoriza a instituição do registro declaratório eletrônico no âmbito do Banco Central do Brasil e altera dispositivos relacionados a investimentos externos em portfólio.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935 nº2.013, nº2.034, nº2.046, nº2.079, nº2.115, nº2.188 e nº2.246.

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.345, de 19.12.1996 - Autoriza o lançamento no exterior de programas de “depository receipts” lastreados em ações sem direito a voto de emissão de instituições financeiras com sede no país com ações negociadas em bolsas de valores.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.660, de 08.02.1996 - Estabelece as modalidades de aplicação de recursos captados ao amparo da Resolução n.º 63/67. Elimina a possibilidade de recursos captados pela Res/63 e não repassados serem aplicados em NTN-D.

Sentido- Restritivo

Normas Relacionadas- Resoluções n.º 63 (21.08.1967) e n.º67 e revoga a Circular n.º2.227 (09.09.1992)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.661, de 08.02.1996 - Eleva de 24 para 36 meses o prazo médio mínimo de amortização para contratação, renovação ou prorrogação de operações de créditos externos. O prazo médio de amortização das operações de empréstimos externos mediante lançamento de títulos no exterior para fins de redução do IR incidente sobre as remessas de juros comissões e despesas é no mínimo 96 meses.

Sentido- Restritiva pois o investidor só consegue aplicar a prazos maiores

Normas Relacionadas- Revoga as Circulares n.º2.546 (09.03.1995) e n.º2.559 (20.04.1995)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/ Outflow

Circular n.º 2.662, de 08.02.1996 - Estabelece condições para registro de capitais estrangeiros aplicados no país em fundos mútuos de investimento em Empresas Emergentes.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º2.247 (08.02.1996)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.663, de 08.02.1996 - Estabelece condições para registro de capitais estrangeiros aplicados em Fundos de Investimento Imobiliário.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º2.248 (08.02.1996)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.670, de 01.03.1996 - Estabelece as modalidades de aplicação de recursos captados ao amparo da Resolução n.º 63/67. Determina que os recursos captados pela Resolução 63 sejam depositados no Bacen sem remuneração.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Revoga a Circular n.º2.660 (08.02.1996).-

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.687, de 22.05.1996 - Regulamenta a Resolução 2.280 quanto ao critérios de credenciamento do empréstimo externo de interesse dos Estados, Municípios autarquias sem garantia da União. Cria condições de haver manifestação preliminar da Secretaria do Tesouro Nacional.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º2.280 (22.05.1996)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.714, de 28.08.1996 - Altera e consolida, detalhando mais as normas que regulamentam a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento no exterior.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº2.111 (22.09.1994)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.719, de 05.09.1996 - Promove alterações no regulamento de câmbio exportação . Altera o Regulamento de Câmbio de Exportação. Altera as disposições que regem o pagamento de antecipado de exportações brasileiras. O prazo foi ampliado para 360 dias e 180 dia dependendo do produto (anteriormente era 360, 180, e 60). Altera também a antecipação máxima da contratação de câmbio admitida com relação à data de embarque aumentando para 180 dias (anteriormente era 60 e 180 dependendo do produto)

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circulares: nº.2.231, nº2.323, nº2.493 e nº2.539 .

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow / Outflow

Circular n.º 2.722, de 25.09.1996 - Estabelece condições para remessa de juros a titular, sócios ou acionistas estrangeiros, a título de remuneração do capital próprio, calculado sobre as contas do patrimônio líquido, bem como para registro de participações estrangeiras nas capitalizações desses juros.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Conta Corrente

Outflow

Circular n.º 2.723, de 26.09.1996 - Estabelece condições para registro de investimentos brasileiros no exterior em Certificados de Depósito de Valores Mobiliários ("Brazilian Depositary Receipts"- BDRs), com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº2.318 (26.07.1996)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.726, de 06.11.1996 - Estabelece as modalidades de aplicação de recursos captados nos termos da resolução 63/67. Há um parágrafo novo sobre divulgação via SISBACEN e mudança de cálculo nos depósitos a serem feitos no Bacen. Mas continua o parágrafo que determina que os recursos captados pela Resolução 63 serão depositados no Bacen sem remuneração.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga Circular nº2.670 (01.03.1996)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.728, de 28.11.1996 - Institui e regulamenta o registro declaratório eletrônico dos investimentos externos em portfólio.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº2.337 (28.11.1996)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular nº 2.730, de 13.12.1996 – Divulga o regulamento de importação e promove alteração para 360 dias entre o prazo de contratação e liquidação do câmbio

Sentido- Regulamentar

Conta do Balanço- Financiamento/ Curto Prazo

Inflow / Outflow

Circular n.º 2.731, de 13.12.1996 - Institui e regulamenta o registro declaratório eletrônico de operações financeiras, módulo Registro de Operações Financeiras – ROF.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º2.337 (28.11.1996).

Conta de Balanço- Empréstimos/Financiamentos

Inflow

Carta-Circular n.º 2.620, de 14.02.1996 – Estabelece critérios aplicáveis às operações de captação de recursos externos com estabelecimento de vínculo à exportação. Atualiza a Carta-Circular nº2185 (por exemplo cadastro ao invés de telex está com fax)

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º1.834 (26.06.1991), Circular n.º1.979 (27.06.1991) e fica revogada a Carta-Circular nº2.185 (15.07.1991).

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow

Carta- Circular n.º 2.694, de 28.10.1996 - Esclarece acerca de disposições atinentes aos fundos mútuos de investimento regulamentados pelo Banco Central do Brasil. É vedado as instituições administradoras respectivas prometer rendimento predeterminado aos condomínios.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular nº2.388 (17.12.1993)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Carta-Circular n.º 2.702, de 28.11.1996 - Divulga procedimentos relativos ao Registro Declaratório Eletrônico dos investimentos externos em portfólio.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º 2.337 (28.11.1996) e Circular n.º 2.728 (28.11.1996).

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

1997

Portaria MF n.º 085, de 24.04.1997- IOF sobre captação de recursos externos- Fundo de Renda Fixa reduz de 7% para 2%.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Portaria MF nº202 (10.08.1995)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.356, de 27.02.1997 - Autoriza a aplicação por parte de investidores nacionais em Depositary Receipts (DRs) emitidos no exterior, com lastro em valores mobiliários de empresas com sede no país.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow/ Outflow

Resolução n.º 2.378, de 24.04.1997 - Dispõe sobre a concessão de empréstimos ou financiamentos, para os complexos industriais de fertilizantes e defensivos utilizados na agropecuária . Detalha mais a Resolução nº2.266 quanto ao financiamento para complexo de fertilizantes.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº2.266 (29.03.1996)

Conta de Balanço- Empréstimos/Financiamentos

Inflow

Resolução n.º 2.383, de 22.05.1997 - Estabelece novos critérios para credenciamento de empréstimos externos de interesse do setor público.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº2.280 (28.05.1996)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.384, de 22.05.1997 - Dispõe sobre a aplicação de recursos das sociedades, de Fundos e das Carteiras de Investimentos, em debêntures conversíveis em ações e nas operações com derivados em mercados (derivativos).

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935 nº2.013, nº2.034, nº2.046, nº2.079, nº2.115, nº2.188 e nº2.246.

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.395, de 25.06.1997 - Permite a aplicação de recursos para empréstimos agropecuário a e aquisição de imóveis e a empresas exportadoras em Notas do Tesouro Nacional- Serie D (NTN-D)

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº2.148 (16.03.1995), nº2.312 (05.09.1996) e nº2.170 (30.06.1995)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.406, de 26.06.1997 - Autoriza a constituição e o financiamento de Fundos de Investimento em empresas emergentes- Capital Estrangeiro

Sentido- Regulamentar/Liberalizante

Normas Relacionadas- Não revoga nada

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.440, de 12.11.1997 - Permite a aplicação de recursos para empréstimos agropecuário a e aquisição de imóveis e a empresas exportadoras em Notas do Banco Central do Brasil - Serie Especial (NBC-E) e em Notas do Tesouro Nacional - Serie "I" (NTN-I).

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº2.148 (16.03.1995), nº2.170 (30.06.1995) e nº2.312 (05.09.1996)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.737, de 16.01.1997 - Estabelece normas de apropriação de rendimentos para fundos de investimento.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Revoga Circular nº2.654 (17.01.1996)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.741, de 27.02.1997 - Estabelece condições para registro de investimentos brasileiros no exterior em Depositary Receipts (DR's) com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas com sede no país.

Sentido- Regulamentar (Não revoga nada)

Normas Relacionadas- Resolução nº2.356 (27.02.1997)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow/ Outflow

Circular n.º 2.747, de 25.03.1997 - Altera o regulamento que rege o pagamento das importações brasileiras a prazo de até 360 dias

Sentido- Restritiva

Conta de Balanço- Capital de curto prazo

Normas Relacionadas- Circular nº2.730 (13.12.1996)

Outflow

Circular n.º 2.764 de 25.06.1997 - Permite aplicação de recursos captados pela Resolução 63/67 em NTN-D

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.660 (08.02.1996)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.783, de 13.11.1997 - Estabelece prazo mínimo para a contratação, renovação e prorrogação de operações de empréstimo externo. Reduz de 36 para no mínimo 12 meses o prazo médio de amortização para a contratação e de 36 para no mínimo 6 meses, para a renovação ou prorrogação.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.661 (08.02.1996)

Conta de Balanço- Empréstimo/ Curto Prazo

Inflow

1998

Portaria MF n.º 348, de 30.12.1998 - IOF sobre captação de recursos externos- Fundo de Renda Fixa aumenta de 2% para 2,38%.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Portaria MF nº085 (24.04.1997)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.483, de 26.03.1998 - Altera e consolida regulamentação acerca da captação de recursos no mercado externo para concessão de empréstimos ou financiamentos a atividades rurais e agro-industriais. A operação externa continua sujeita ao prazo mínimo de 180 dias conforme Resolução 2.148. De novidade, os recursos captados podem ser aplicados na aquisição de Notas do Tesouro Nacional, series "D" (NTN-D) e "I" (NTN-I) e em Notas do Banco Central do Brasil - Serie Especial (NBC-E), limitado a 50% (cinquenta por cento) do saldo dos recursos captados.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Ficam revogadas as Resoluções nº2.148 (16.03.1995) e nº2.266 (29.03.1996) e está relacionado a Resolução nº63 caipira

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.500, de 29.06.1998 - Altera a regulamentação acerca da captação de recursos no mercado externo para concessão de empréstimos ou financiamentos a atividades rurais e agroindustriais. Tal medida faculta a aplicação em fundos de investimento com a finalidades específica de fazer hedge. Os recursos quando liberados enquanto não reaplicados na atividade agroindustrial, devem ser aplicados em fundos de investimento financeiro para essa finalidade, cujas aplicações sejam representadas por 80% em NTN-D e NTN-I e NBCE. E o restante em ativos financeiros, exceto TDE e FDS.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções nº2.483 (26.03.1998) e nº63 caipira

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Resolução n.º 2.515, de 29.06.1998 - Estabelece critérios para credenciamento e autorização de operações de crédito externo de interesse dos órgãos governamentais. Acrescenta em relação a Resolução nº2.383, os interesses das autarquias, fundações e empresas não financeira inclusive coligadas, logo abrange mais empresas a o operarem no exterior.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Fica revogada a Resolução nº2.383 (22.05.1997)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.807, de 26.02.1998 - Estabelece prazos mínimos para a contratação, renovação e prorrogação de operações de empréstimo externo. Para contratação prazo de 24 meses e para renovação e prorrogação, prazo de 12 meses. Antes o prazo era 12 meses para contratação e 6 renovação e prorrogação.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Revoga as Circulares nº2.661 (08.02.1996) e nº2.783 (13.11.1997)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow/ Outflow

Circular n.º 2.813, de 18.03.1998 - Faculta até 19.05.1998 aplicação de recursos resgatados de Fundos de Investimento Financeiro, cuja as cotas sejam de titularidade de investidores estrangeiros representando interesses coletivos em fundos de renda fixa- capital estrangeiro

Sentido – Liberalizante (Não revoga nada)

Normas Relacionadas – Resoluções: nº2.034 (17.12.1993) e nº2.183 (21.07.1995)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.815, de 01.04.1998 - Mesmo sentido da 2.813 no entanto prorroga o prazo para 29.05.1998

Sentido – Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.813 (18.03.1998)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.822, de 03.06.1998 - Estabelece mecanismos de acompanhamento de recursos captados no mercado externo para aplicação em atividade agropecuárias bem como hedge

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº2.500 (29.06.1998)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.826, de 29.06.1998 - Regulamenta, quanto aos critérios para credenciamento e autorização de operações de crédito externo de interesse dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios, de suas autarquias, fundações e empresas, inclusive suas coligadas.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução nº2.515 (29.06.1998)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.832, de 24.08.1998 - Permite o ingresso de recursos no país à título de adiantamento para futuro aumento de capital com objetivo exclusivo de participação em processos de privatização da União e de concessões de serviços públicos.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.487 (05.10.1994)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Circular n.º 2.833, de 24.08.1998 - Altera de 50% para 100% o limite para aplicações em títulos públicos dos recursos captados no exterior e ainda não repassados aos tomadores finais nos financiamentos rurais e agroindustriais. (Antes podia se aplicar no máximo 50% em títulos públicos e a partir desta Resolução, 100%)

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº2.483 (26.03.1998)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.834 de 24.08.1998 - Estabelece prazos mínimos para a contratação, renovação e prorrogação de operações de empréstimo externo. Para contratação prazo reduz de 24 meses para 12 meses e para renovação e prorrogação, prazo reduz de 12 meses para 6 meses. O prazo de validade dessa circular era até 02.12.1998

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.807 (26.02.1998)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow

Circular n.º 2.850, de 30.11.1998 - Prorrogou os mesmos prazos da circular 2.834 por tempo indeterminado

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.834 (24.06.1998)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Carta-Circular n.º 2.810, de 24.08.1998 - Estabelece procedimentos a serem observados com relação ao recursos ingressados no País a título de Adiantamento para Futuro Aumento de Capital na forma da circular nº2.832

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular nº2.832 (24.08.1998)

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

1999

Portaria MF n.º 56, de 12.03.1999 - IOF sobre captação de recursos externos- Fundo de Renda Fixa reduz de 2,38% para 0,50%.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Portaria MF nº348 (30.12.1998)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Portaria MF n.º 306, de 24.06.1999 - IOF sobre captação de recursos externos- Fundo de Renda Fixa reduz de 0,50% para 0%.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Portaria MF nº56 (12.03.1999)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.590, de 28.01.1999 - Reduz o prazo mínimo de 180 para 90 dias de amortização das operações rurais e agro-industriais.

Sentido- Liberalizante, menor prazo, maior captação.

Normas Relacionadas- Resolução nº2.483 (26.03.1998)

Conta de Balanço- Empréstimos

Outflow

Resolução n.º 2.591, de 28.01.1999 - Permite a aplicação de recursos de investidores estrangeiros em títulos de emissão do Tesouro Nacional, disciplinados pelos regulamentos anexos da Resolução 1289/87.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935, nº2.013, nº2.034, nº2.046, nº2.079, nº2.115, nº2.188 e nº2.337.

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.622, de 29.07.1999 - Dispõe sobre a realização de operações de não residentes no país em contratos futuros de produtos agropecuários.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Portfólio.

Inflow

Resolução n.º 2.625, de 29.07.1999 - Faculta as instituições financeiras a captação de recursos externos para livre aplicação no mercado doméstico, sob determinadas condições entre as quais que haja compromisso contratual de permanência desses recursos no país por prazo não inferior a 5 (cinco) anos

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Afeta todo o fluxo

Inflow

Resolução n.º 2.628, de 06.08.1999 - Facultar a aplicação de recursos estrangeiros disciplinados pelos regulamentos I,II,III e IV da resolução 1289/87 em ativos financeiros e/ou modalidades operacionais de renda fixa desde que respeitado o limite máximo de 30% do PL ou carteira. As aplicações somente poderão ser realizadas durante os intervalos entre a venda e a compra de valores mobiliários de renda variável.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: nº1.289, nº1.819, nº1.832, nº1.867, nº1.927, nº1.935, nº2.013, nº2.034, nº2.046, nº2.079, nº2.115, nº2.188, nº2.337, nº2.384 e nº2.591

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.675, de 21.12.1999 - Altera e consolida as normas que disciplinam as operações e os compromissos envolvendo títulos de renda fixa, pessoas físicas e empresas não fiandeiras foram autorizadas a fazer operações compromissadas e aumentaram os tipos de papéis que podem servir de lastro para tais operações

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Revoga Resoluções nº1.088, nº1.251, nº1.728, nº1.833 e nº1.943 e Circulares: nº1.218, nº1.337, nº1.430, nº1.529, nº1.530, nº1.701, nº1.773, nº1.876, nº2.084, nº2.203, nº2.837 e nº2.904

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.683, de 29.12.1999 - Dispõe sobre a captação de recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico e elimina a exigência de prazo mínimo nas operações de empréstimo externo

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Revoga a Resolução nº2.625 (29.07.1999)

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.859, de 27.01.1999 - Estabelece prazo mínimo para contratação, renovação e prorrogação de operações de empréstimos externo. Reduz o prazo de contratação de 12 meses para 90 dias e o de renovação de 6 meses para 90 dias.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular nº2.850 (30.11.1998)

Conta de Balanço- Curto Prazo

Inflow

Circular n.º 2.863, de 10.02.1999 - Dispõe sobre a aplicação de recursos dos fundos de investimento no exterior. Estabelece que 80% no mínimo, das aplicações do fundo devem ser aplicadas em títulos da dívida externa de responsabilidade da União. Antes era 60% a serem aplicados em títulos da dívida externa. Logo diminuiu a liberdade para aplicação.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resolução nº2.714 (28.08.1996)

Conta de Balanço- Investimento Brasileiro no Exterior

Inflow/Outflow

Circular n.º 2.877, de 17.03.1999 - Vedar as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen a aquisição de forma direta ou indireta de quotas de fundos de investimento no exterior.

Sentido- Restritiva

Normas Relacionadas- Resolução nº2.111 (22.09.1994)

Conta de Balanço- Portfólio

Outflow

Circular n.º 2.880, de 05.04.1999 - Amplia as aplicações do Fundo de Renda Fixa- altera de 20% para 40% o limite de títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras (CDB/RDB)

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circular n.º 2.812 (18.03.1998)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.919, de 18.08.1999 - Altera o Regulamento de Câmbio de Exportação. Altera as disposições que regem o pagamento de antecipado de exportações brasileiras, aumenta o prazo máximo do embarque da mercadoria para 360 dias.. Altera também a antecipação máxima da contratação de câmbio admitida com relação à data de embarque aumentando para 360 dias (anteriormente era 360 e 180 dependendo do produto)

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Circulares: n.º 2.231, n.º2.323, n.º2.493, n.º2.538 e n.º2.567

Conta de Balanço- Curto Prazo.

Inflow/Outflow

Circular n.º 2.922, de 24.08.1999 - Institui o registro declaratório eletrônico dos investimentos externos em contratos futuros de produtos agropecuários, de que trata a Resolução n.º 2.622, de 1999.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Carta-Circular n.º 2.868 (24.08.1999).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Circular n.º 2.957, de 30.12.1999 – Dispõe sobre a prestação de informações relativas a operações de crédito praticadas no mercado financeiro.

Sentido- Regulamentar (atualização de cadastro)

Normas relacionadas- Revoga Circular n.º2.937 (14.10.1999) entre outras Cartas-Circulares e Comunicados

Conta de Balanço- Empréstimo

Inflow

Carta-Circular n.º 2.868, de 24.08.1999 - Estabelece procedimentos para registro declaratório eletrônico dos investimentos externos em contratos futuros de produtos agropecuários.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular n.º 2.922 (24.08.1999).

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

2000

Resolução n.º 2.687, de 26.01.2000 – Admite a realização de operações com contratos a termo, futuro e de opções de produtos agropecuários por não residentes no país.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução n.º2.337 (28.11.1996); Circular n.º2.922 (24.08.1999) e Carta-Circular n.º2.868 (24.08.1999).

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.689, de 26.01.2000 - Dispõe sobre as aplicações de investidor não residentes no mercado financeiro e de capitais. Faculta ao investidor estrangeiro pessoa física ou jurídica fazer as mesmas aplicações que os brasileiros nos mercados financeiros e de capitais.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resoluções: n.º1.289, n.º1.819, n.º1.832, n.º1.867, n.º1.927, n.º1.935, n.º2.013, n.º2.034, n.º2.046, n.º2.079, n.º2.115, n.º2.188, n.º2.337, n.º2.384, n.º2.591 e n.º2628

Conta de Balanço- Portfólio.

Inflow

Resolução n.º 2.716, de 12.04.2000 - Dispõe sobre a aplicação de recursos das entidades fechadas de previdência privada em BDR's até o limite de 10%, cuja distribuição tenha sido autorizada pela CVM

Sentido- Liberalizante (Amplia as possibilidades do investidor)

Conta de Balanço- Investimento Brasileiro no Exterior/Portfólio

Inflow/Outflow

Resolução n.º 2.717, de 12.04.2000 - Dispõe sobre a aplicação de recursos das sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas e previdência privada em BDR's até o limite de 10%.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas- Resolução nº2.286 (1996)

Conta de Balanço- Investimento Brasileiro no Exterior/Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.742, de 28.06.2000 - Dispõe sobre o prazo para adaptação da modalidade de investimento estrangeiro no Regulamento Anexo IV.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resolução n.º1.289 (20.03.1987)

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.763, de 09.08.2000 - Dispõe sobre Certificados de Depósito de Valores Mobiliários ("Brazilian Depositary Receipts" _ BDRs), com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Revoga Resolução nº 2.318 de 26.09.96

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.770, de 30.08.2000 - Programa Nacional de Desburocratização - Altera e **consolida** as normas que disciplinam as operações de empréstimo entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Revoga as Resoluções nº 63 de 21.08.67 e nº 64 de 23..08.67 e mais 32 Resoluções e 48 Circulares

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow e Outflow

Resolução n.º 2.774, de 30.08.2000 – Detalha dispositivos relativos aos artigos 40,41 e 42 do Regulamento anexo a Resolução n.º 2.690, de 2000, que disciplina a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução nº 2.690 de 28.01.2000

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Resolução n.º 2.786, de 18.10.2000 - Dispõe sobre aplicações de investidor não-residente no mercado acionário. Estabelecer que as contratações de câmbio, de que trata o art. 2º da Resolução nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000, podem ser realizadas diretamente pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), quando se tratar de movimentação de recursos com o exterior relativas a aplicações direcionadas, exclusivamente, ao mercado acionário brasileiro, devendo aquela Companhia ser indicada como beneficiária ou remetente no respectivo instrumento de pagamento.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução 2.689 nº 26.01.2000

Conta de Balanço-Portfólio

Inflow/Outflow

Circular n.º 2.963, de 26.01.2000 - Estabelece condições para o registro declaratório eletrônico e para as aplicações de investidor não residente previstas na Resolução n.º 2.689, de 26 de janeiro de 2000.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Circular n.º 2.975 (29.03.2000).

Conta de Balanço - Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.975, de 29.03.2000 - Estabelece condições para o registro dos investimentos externos nos mercados financeiro e de capitais – Módulo RDE – Portfólio

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas- Resoluções nº2.337 (28.11.1996) e nº2.689 (26.03.2000).

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.996, de 09.08.2000 - Estabelece condições para registro de investimentos brasileiros no exterior em Certificados de Depósito de Valores Mobiliários ("Brazilian Depositary Receipts" - BDRs), com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução nº 2.763 de 09.08.2000 e revoga a Circular nº 2723 nº 26.09.1996

Conta de Balanço- Portfólio

Inflow

Circular n.º 2.997, de 15.08.2000 - **Institui** e regulamenta o registro declaratório eletrônico de investimentos externos diretos. Os investimentos diretos são definidos para fins dessa circular como as participações no capital social de empresas no país pertencentes a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior.

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Resolução nº 2.337 de 28.11.96

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Circular n.º 3003 de 30.08.2000 – Estabelece critérios para as operações de empréstimos externos.

Sentido- Regulamentar

Normas Relacionadas – Resolução nº 2.770 de 30.08.2000

Conta de Balanço- Empréstimos

Inflow

Carta-Circular n.º 2.905, de 24.03.2000 - Elimina a exigência de prazos mínimos de permanência no País dos recursos oriundos de conversão de operações de crédito externo em investimento ou de títulos permutáveis lançados no exterior em ações.

Sentido- Liberalizante

Conta de Balanço- Investimento Direto

Inflow

Carta-Circular nº 2.944 de 29.11.2000 -Permite a contratação de câmbio para **pagamento** de valores devidos em operação registrada na forma da Circular nº 2.731, de 13 de dezembro de 1996, por não-titular do respectivo Registro de Operação Financeira (ROF).

Sentido- Liberalizante

Normas Relacionadas – Circular nº 2.731 de 13.12.96

Conta de Balanço- Empréstimos/Financiamentos

Outflow

