

O ciclo recente de absorção de recursos externos e a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90¹

Daniela Magalhães Prates²

Introdução

O objetivo deste artigo é avaliar os efeitos do ciclo recente de absorção de recursos externos sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para os propósitos desse artigo, o conceito de vulnerabilidade externa refere-se à vulnerabilidade da economia de um país às mudanças na dinâmica econômica e financeira nos países centrais. Pode-se afirmar que a vulnerabilidade externa é um elemento estrutural das economias periféricas e dependentes, como o Brasil. A principal forma de manifestação dessa vulnerabilidade - que pode se manter latente por vários anos - foram as recorrentes crises cambiais, que atingiram esses países em vários momentos da história. Contudo, a vulnerabilidade apresentou diferenças qualitativas, em função dos distintos padrões de inserção externa da economia brasileira ao longo de seu desenvolvimento econômico. Padrões que foram determinados, em última instância, pelas condições econômicas vigentes nas economias desenvolvidas.

A vulnerabilidade externa nos anos 90 está relacionada com a inserção do país no processo de globalização financeira, viabilizada pela abertura financeira iniciada no final dos anos 80, que implicou uma ampla liberalização da conta de capital do Balanço de Pagamentos³. Essa abertura inseriu-se num movimento mais geral de transformações do mercado financeiro internacional⁴ implicaram aumento dos fluxos internacionais de capitais e mudanças na sua natureza. Enquanto os empréstimos sindicalizados predominavam na década dos 70 e início dos anos 80, os investimentos de portfólio tornaram-se, nos anos 90, o principal componente dos fluxos internacionais de capitais. Simultaneamente às mudanças na natureza dos fluxos financeiros, o processo de globalização produtiva provocou mudanças na dinâmica dos fluxos de investimento produtivo (IED). Como destaca Chandler (1990, *apud* Braga, 1997), os grupos industriais dominantes, que operam em escala internacional, estão cada vez mais

¹ Versão resumida do texto “Abertura financeira e vulnerabilidade externa”, projeto *Gestão Estatal no Brasil*, DIESP/FUNDAP.

² Pesquisadora do DIESP/FUNDAP, professora da UNIP e doutoranda do Instituto de Economia, UNICAMP.

³ A abertura financeira de uma economia envolve dois processos independentes: a liberalização da conta de capital do Balanço de Pagamentos e a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional (dolarização). Existem vários níveis de abertura financeira, que dependem da intensidade desses dois processos, ou seja, do grau de liberalização dos movimentos de capitais e de dolarização das transações monetárias e financeiras domésticas (Akyüz, 1992). Para uma descrição do processo de abertura financeira nos anos 90 ver Prates (1997a).

subordinados a uma lógica financeira geral, que transparece em várias atividades típicas desses grupos, tais como a compra e venda de empresas como um negócio específico em si mesmo e o papel de gestores de portfólio nos mercados de capitais⁵.

Assim, enquanto nos anos 80 a vulnerabilidade externa caracterizava-se pela ausência de financiamento externo voluntário e pela necessidade de transferência líquida de recursos ao exterior, no contexto atual essa vulnerabilidade está associada ao processo de abertura financeira num ambiente de globalização financeira e produtiva e predominância de fluxos de capitais voláteis e, determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena aos países.

Nas seções seguintes serão examinadas, de uma forma geral, as características e os efeitos internos das principais modalidades de capital externo absorvidas pela economia brasileira nos anos 90 – endividamento externo, investimento de portfólio em ações (IEP) e Investimento Externo Direto (IED). É fundamental avaliar se o ciclo recente de acumulação de estoques de ativos domésticos, financeiros e produtivos, por parte de não-residentes e de passivos externos pelos residentes (que somados constituem o passivo externo do país) é compatível com os fluxos futuros de remessas de juros (endividamento) e de lucros e dividendos (IED e IEP).

2. Endividamento externo

O endividamento externo brasileiro na década de 90 caracterizou-se por uma maior diversificação das fontes de financiamento. Ao contrário dos anos 70, quando predominavam os créditos bancários sindicalizados, na presente década houve um aumento expressivo da captação de recursos no mercado internacional de capitais mediante a emissão de títulos de dívida direta. Outra diferença entre os dois períodos diz respeito ao perfil dos devedores. Enquanto na década de 70, a participação do setor público no endividamento externo foi aumentando progressivamente, à medida em que a aversão ao risco cambial do setor privado crescia, neste novo ciclo de endividamento externo, o setor privado foi o principal tomador de recursos externos ao longo de todo o período analisado.

A emissão de títulos no mercado internacional de capitais destacou-se como uma importante fonte de captação de recursos por parte do setor privado financeiro e

⁴ Essas transformações podem ser sintetizadas nos termos genéricos de ‘globalização financeira’, ‘liberalização financeira’, ‘securitização das dívidas’ e ‘institucionalização das poupanças. Ver Ferreira e Freitas (1990), e Chesnais (1996).

não-financeiro no período analisado. A evolução das emissões líquidas (dados de fluxos), divulgados pelo Bacen indica uma mudança na importância relativa dos dois setores no período analisado (Tabela 1).

Tabela 1. Colocação de Títulos por tipo de tomador autorizadas pelo Bacen

Tipo de Tomador	1993	1994	1995	1996	1997	1997 - 1^o	1998 -1^o
Total							
Número de Lançamentos	267	230	258	366	1.011	150	224
Valor (US\$ milhões)	12.149	11.573	14.317	21.568	25.862	13.145	23.197
Prazo Médio (anos)	4,3	5,0	5,1	7,1	5,2	8,0	8,1
<i>Spread</i> (em pontos básicos)	640	492	502	449,8	527	394,0	517,5
Setor Privado Financeiro							
Valor (US\$ milhões)	7.814	8.031	7.567	7.075	6.347	2.074	8.113
Prazo Médio (anos)	3,4	3,9	4,2	6,0	4,2	6,9	4,9
<i>Spread</i> (em pontos básicos)	666	500	511	468	543	385,5	454,0
% no total	64,3	69,4	52,9	32,8	24,5	15,3	35,0
Setor Privado Não-Financeiro							
Valor (US\$ milhões)	2.747	3.223	3.552	10.795	12.632	5.510	10.933
Prazo Médio (anos)	5,8	6,3	5,4	7,8	6,1	8,2	8,9
<i>Spread</i> (em pontos básicos)	595	497	557	467	536	423	575,5
% no total	22,6	27,8	24,8	50,1	50,5	41,9	47,1
Setor Público							
Valor (US\$ milhões)	1.588	318	2.355	3.697	6.885	5.562	4.152
Prazo Médio (anos)	3,7	8,0	3,5	4,2	4,2	10,0	11,35
<i>Spread</i> (em pontos básicos)	520	358	467	368	441	335	443
% no total	13,1	2,7	16,4	17,1	26,6	42,3	17,9

Fonte: Banco Central.

Em relação às emissões de títulos do setor público, apenas no segundo trimestre de 1997 houve um volume expressivo de captações, associado à operação de troca dos títulos de dívida externa por novos títulos e, também, à emissão de *global bonds*, com o objetivo de evitar a queda das reservas internacionais, diante da redução das emissões privadas. Os dados de fluxos, no entanto, são insuficientes para avaliarmos a sustentabilidade do novo ciclo de endividamento, que depende, em última instância, do direcionamento interno dos recursos captados. Se esse recursos não são direcionados para o financiamento da produção e do investimento dos setores exportadores ou substituidores de importações, o ciclo virtuoso – endividamento externo/aumento dos investimentos/aumento da capacidade exportadora/pagamento da dívida externa – não é gerado e, assim, o país entra numa trajetória ‘explosiva’ e insustentável de endividamento, na qual todo o aumento da dívida externa é canalizado para a rolagem da própria dívida (pagamento do serviço e amortização do principal). Em outras palavras, do ponto de vista macroeconômico, pode surgir uma inconsistência entre a acumulação de um estoque crescente de dívida externa – que gerará fluxos futuros de remessas de juros e amortizações – e a capacidade de pagamento do país.

⁵ Sobre a financeirização dos grupos industriais ver Braga (1993), Serfati (1996) e Chesnais (1996). Esse autor faz uma análise minuciosa da "mundialização do capital" e mostra que a globalização financeira pressionou os grupos a acentuar, de maneira qualitativa, seu caráter de centros financeiros.

Para atingir esse objetivo, é essencial verificar o tamanho, a composição por tipo de devedor e o perfil de vencimento do estoque de dívida externa. A partir dos dados do Bacen, não é possível identificar o estoque da dívida securitizada, pois são divulgados somente o perfil da dívida externa total por tipo de devedor e o perfil de vencimentos. Ademais, esses dados são desatualizados⁶. Sendo assim, foi preciso recorrer a fontes alternativas. A Sobeet (Sociedade Brasileira de Estudos das Empresas Transnacionais) estimou o estoque e a composição, por tipo de devedor, da dívida externa em títulos, antiga e nova, em dezembro de 1997 (ver Tabela 2).

Tabela 2. Perfil do endividamento em Títulos (dez/1997)

Itens selecionados	Estoque US\$ milhões	%
Total	102.400	100
Dívida antiga (Bradies e pre-bradies)	41.737	40,8
Dívida total do setor público	58.147	56,8
Dívida nova em títulos	60.663	59,2
Dívida do setor público	16.410	27,1
Dívida do setor privado	44.253	72,9
Setor privado não-bancário	18.174	41,1
Setor bancário	26.079	58,9

Fonte: Depec-Banco Central do Brasil e Anbid *apud* Sobeet (1998)

Se considerarmos apenas o endividamento em títulos, estaríamos excluindo uma parcela importante da dívida externa - o endividamento direto bancário - que se manteve como uma fonte importante de obtenção de recursos externos nos anos 90, como indicam os dados do BIS (ver Tabela 3). A expansão do mercado internacional de capitais nesse período não significou uma redução da importância dos empréstimos bancários, mas uma mudança no seu perfil, com a diminuição dos créditos sindicalizados de médio e longo prazo, que predominavam na década de 70, e o aumento dos créditos de curto prazo.

Tabela 3. Direitos dos bancos estrangeiros vis-à-vis o Brasil

Posições	Total US\$ bi	Distribuição por prazo			Distribuição por setor		
		Até 1 ano	Mais de 1 ano	Não alocados	Bancos	Empresas	Governo
Brasil							
Dez/94	50,4	50,3	36,9	12,8	28,5	38,2	33,3
Dez/95	57,4	55,9	34,1	10,0	30,6	40,1	29,2
Dez/96	67,9	63,0	27,7	9,3	30,9	42,8	26,3
Jun/97	71,9	62,6	30,2	7,2	32,1	50,0	17,8
Dez/97	75,5	64,2	29,1	6,7	35,6	45,5	18,7
Jun/98	84,6	62,6	30,2	7,2	32,1	50,0	17,8

Fonte: BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, January, 1998

Nota: (1) Endividamento externo junto aos bancos filiados ao BIS.

⁶ Por exemplo, no último Boletim do Banco Central disponível no momento de finalização deste texto (outubro de 1998), na Tabela IV (Dívida Externa Total) estavam disponíveis os dados de dezembro de 1996. Na Tabela IV.24

Em relação à composição por tipo de devedor, os empréstimos direcionados para o setor privado não-financeiro predominaram. De modo geral, o aumento da participação desses empréstimos, que têm um perfil de curto prazo, esteve associado a diversos fatores, como a expansão do comércio internacional, o custo elevado do crédito doméstico, os processos de privatização, a liberalização das contas de capital e a estabilidade da taxas de câmbio (BIS, 1998c). A expansão do crédito para o setor não-bancário também foi estimulada, no caso dos bancos europeus, pelo desempenho econômico medíocre e o baixo retorno da atividade bancária tradicional na Europa. Já os bancos americanos aumentaram suas posições no Brasil ao mesmo tempo em que as retraíram no México e na Argentina após as crises bancárias de 1995 (BIS, 1998c)⁷. A predominância dos bancos americanos nos empréstimos para o Brasil é um dos fatores explicativos da maior proporção dos créditos de curto prazo para o País, vis-à-vis outros países da América Latina e da Ásia, uma vez que os créditos concedidos por essas instituições têm um perfil de mais curto prazo em relação aos créditos externos dos bancos europeus (BIS, 1998a).

As empresas não-financeiras, principalmente as de maior porte, também captaram um volume expressivo de recursos no mercado financeiro internacional mediante a emissão de *securities*. Além da taxa de juro mais favorável, tais captações possibilitam o alongamento do perfil da dívida, com a substituição de uma dívida de curto prazo em moeda nacional por uma dívida de prazo mais longo em moeda estrangeira. Todavia, um grupo restrito de empresas tiveram acesso a essa fonte de financiamento, essencialmente grande empresas privadas com atividades exportadoras e estatais, pois esse mercado é altamente seletivo⁸. Já as filiais das multinacionais presente no País recorrem, principalmente, a empréstimos intercompanhias.

Quanto ao endividamento das instituições financeiras, a colocação de títulos no exterior por parte dessas instituições com o objetivo de captar recursos externos nos

(Dívida Externa total por devedor), que é menos detalhada, os valores referentes a dezembro de 1997 e março de 1998 eram valores estimados, considerando as variações cambiais.

⁷ Vale mencionar que os empréstimos locais em moeda estrangeira por parte dos bancos estrangeiros, nos países que permitem essas operações, também são contabilizados como direitos (*claims*) desses bancos junto aos países. Essas operações têm aumentado como reflexo do aumento da participação dos bancos estrangeiros nos mercados locais (BIS, 1998d).

⁸ Além da comissão paga ao banco líder do lançamento e às demais instituições envolvidas no *underwriting*, o custo das captações diretas por parte das empresas no mercado financeiro internacional envolve serviços legais, elaboração e impressão do prospecto de lançamento, realização de *road shows*, impressão dos títulos, registro na Bolsa de Valores de Luxemburgo e comissão do agente responsável pela coleta dos pagamentos. Para maiores detalhes sobre a montagem das operações de emissão de títulos no exterior, ver Freitas e Prates (1998).

termos da Resolução nº 63⁹ foi autorizada em meados de 1991. Em 1995, o Bacen ampliou as modalidades de repasse, autorizando créditos com *funding* externo para os setores imobiliário e rural, mediante as Resoluções nº 2.170 e nº 2.148, respectivamente. Em 1996, foi também legalizado repasses para as empresas exportadoras (Resolução nº 2.312). A legislação subjacente às Resoluções nº 63, 2.148, 2.170 e 2.312 estabelece a obrigatoriedade do repasse dos recursos para os respectivos setores. Porém, esses recursos podem ser aplicados, temporariamente, em títulos públicos indexados ao câmbio (NTN cambiais) e no mercado interbancário de câmbio, enquanto não forem repassados para os tomadores finais (possibilidade que foi suspensa de fevereiro a novembro de 1996). Mas, como a supervisão do Bacen não é muito rígida, as operações de arbitragem com esses títulos foram muito comuns, principalmente nos períodos de maior diferencial de juros. Além disso, no âmbito da Resolução nº 63, os bancos captaram os recursos com prazo de, no mínimo, 2 anos, e os repassaram a diversos prazos, que variaram de 30 dias a 3 anos, sendo que a maior parte ficou em torno de 90 dias. Enquanto os recursos não eram emprestados, os bancos os aplicavam no mercado interbancário ou em NTN-cambiais, auferindo um ganho financeiro expressivo. A Resolução nº 2.148, que regulamenta os financiamentos ao setor rural, também foi intensamente utilizada, principalmente em 1997 e no primeiro semestre de 1998, nas operações de arbitragem com títulos cambiais. Já as captações e, conseqüentemente, os repasses efetivos ao setor imobiliário e empresas exportadoras foram insignificantes.

Como indica a Tabela 4¹⁰, entre 1991 e 1992 ocorreu uma mudança importante na composição do passivo externo. No início da década de 90, a maior parte desse passivo era composta por empréstimos de longo prazo, referentes à dívida antiga, contraída na década de 70. A partir de 1992, a participação dos repasses no total do passivo externo aumentou¹¹, refletindo o retorno dos fluxos de capitais através da emissão de papéis no exterior. Essa participação sofreu algumas oscilações no período, mas ainda é bastante pequena. Somente entre o segundo trimestre de 1995 e o segundo trimestre de 1996,

⁹ Esses recursos apenas podem ser direcionados para pessoas jurídicas (indústria, comércio e serviços) e são repassados mediante operações de capital de giro, *leasing* e 'vender' (Bittencourt, 1994; e Barros e Mendes, 1994).

¹⁰ Utilizamos como uma *proxy* do grau de dolarização do sistema bancário privado a participação das obrigações externas no passivo total. É importante ressaltar que a queda dos percentuais entre o segundo e terceiro trimestres de 1994 deve-se a uma mudança na amostra e na metodologia de cálculo realizada pelo Bacen. Ou seja, há uma descontinuidade na série nesse período que impede uma análise da evolução do grau de dolarização entre 1993 e primeiro semestre de 1994.

¹¹ Nos dados dos Balanços dos Bancos, divulgados pelo Bacen, não estão desagregados os diferentes tipos de repasses de recursos externos.

período de forte restrição do crédito doméstico, o grau de dolarização aumentou, tendo atingido 8,5%¹² (valor máximo no período considerado). Em 1997, a participação dos repasses de recursos externos sobre o total do passivo dos bancos privados diminuiu de 6,5% no final de 1996 para 5,6% no terceiro trimestre de 1997, quando foram novamente permitidas as aplicações “temporárias” em títulos federais com indexação cambial, possibilitando o “vazamento” dos recursos captados para operações de arbitragem de juros.

Tabela 4. Participação das obrigações externas no passivo dos bancos privados

Ano	tri	Obrig. ext/	Obrig.C.P/	Obrig. L.P/total		
		total	total	Repasse ⁽¹⁾	Emprest.	Total
1991		19,7	3,5	1,7	14,5	16,2
1992		21,7	15,5	4,9	1,3	6,2
1993		27,5	18,9	7,0	1,5	8,5
1994	I	24,7	15,4	7,7	1,7	9,3
	II	23,1	14,7	6,8	1,4	8,2
	III	18,3	12,0	5,2	1,4	6,5
	IV	16,9	9,9	5,0	1,9	7,0
1995	I	17,1	10,4	5,1	1,6	6,7
	II	16,7	8,9	6,1	1,7	7,8
	III	17,4	9,7	6,0	1,7	7,6
	IV	21,0	10,5	7,8	2,6	10,5
1996	I	20,7	10,2	8,0	2,5	10,5
	II	20,7	10,0	8,3	2,4	10,7
	III	19,6	11,3	6,5	1,9	8,4
	IV	21,5	13,7	6,5	1,4	7,8
1997	I	20,6	14,5	4,7	1,1	5,8
	II	16,3	11,5	3,5	1,0	4,6
	III	17,4	9,8	5,5	2,0	7,6
	IV	18,4	10,2	5,7	2,5	8,2
1998	I	19,4	8,6	7,9	2,8	10,9

Fonte: Banco Central do Brasil, *Suplemento Estatístico*, vários números.

Notas:

(1) Resoluções nº 63, 2.148, 2.170, 2.313.

A análise anterior mostra que a contribuição dos repasses de recursos externos para o *funding* do sistema bancário privado não foi significativa. Em outras palavras, o grau de dolarização desse sistema ainda é muito pequeno em termos absolutos e em relação aos demais países latino-americanos¹³. Ademais, segundo estimativas dos principais bancos repassadores de recursos externos, 80% dos repasses foram utilizados para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial. Assim, pode-se afirmar que grande parte dos

¹² As restrições ao crédito impostas pelo governo em 1995 – como a elevação dos compulsórios sobre o passivo – foram, certamente, um dos principais condicionantes desse aumento (ver capítulo Política Creditícia, neste volume).

recursos externos captados pelos bancos foi utilizada em operações de arbitragem, por intermédio da compra dos títulos públicos. Ou seja, os recursos internalizados pelo setor privado financeiro foram repassados para o setor público mediante operações de esterilização com títulos do Bacen e do Tesouro¹⁴. Já a parcela restante dos recursos que foi realmente emprestada ao setor produtivo não se direcionou para o financiamento do investimento doméstico.

Enquanto os bancos privados brasileiros são as instituições mais ativas nas operações de repasses, os bancos estrangeiros concentram sua atuação nas operações de curto prazo, voltadas, em grande parte, para o financiamento ao comércio exterior¹⁵¹⁶. Como podemos observar na Tabela 4 foram exatamente essas operações que predominaram no período analisado¹⁷. Esses recursos são obtidos mediante empréstimos bancários diretos, geralmente entre a filial no Brasil e a respectiva matriz no exterior, ou seja, é um crédito entre instituições financeiras, não-securitizado. Vale mencionar que a expansão da presença dos bancos estrangeiros no país têm contribuído para o aumento desse tipo de crédito (BIS, 1998b). Assim, se por um lado os recursos externos captados pelos bancos não contribuíram significativamente para o financiamento interno de longo prazo, por outro lado a captação de recursos diretamente pelo setor não-financeiro beneficiou somente as grandes empresas, principalmente as que atuam no setor comercializável e, assim, não estavam sujeitas a um elevado risco cambial.

Por última, vale destacar que a mudança na natureza da dívida externa – elevada participação de empréstimos securitizados - adiciona novas dificuldades, pois resultou num aumento da sua liquidez e, assim, da sua volatilidade¹⁸. A demanda pelos títulos brasileiros depende das cotações do mercado, que refletem as expectativas dos investidores quanto à situação das contas externas do país. A necessidade de rolagem

¹³ No México e na Argentina, a elevada participação de passivos dolarizados nos respectivos sistemas bancários - 30% e 50%, respectivamente, em 1994 - está diretamente relacionada com o maior grau de abertura financeira. Na Argentina, os depósitos bancários de não-residentes em moeda estrangeira constituem uma importante fonte de *funding* dos bancos locais (Banco do México, 1995 e Fanelli & Machinea, 1995).

¹⁴ A esse respeito ver Carneiro & Garcia (1994) e Meyer (1994).

¹⁵ As instituições financeiras estrangeiras presentes no País também atuam ativamente na montagem e estruturação das emissões de títulos no exterior. Para maiores detalhes, ver Freitas e Prates (1998).

¹⁶ Essas linhas de crédito foram uma importante fonte de capital de giro para os importadores. Segundo o Bacen, 61% das importações em 1995 e 65% em 1996 foram financiadas por linhas de crédito externo com prazo entre 180 e 360 dias (*apud* Ferrari, 1996).

¹⁷ O restante do passivo de curto prazo refere-se a: depósitos de aviso-prévio e depósitos a prazo em moedas estrangeiras no segmento de taxas flutuantes; depósitos em moeda estrangeira; comissões de agentes sobre exportação; fretes e prêmios de seguro sobre exportação, correspondentes no exterior em moeda nacional; e obrigações por títulos e valores mobiliários no exterior.

¹⁸ Entretanto, ao contrário dos empréstimos sindicalizados dos anos 70, nos anos 90 a dívida externa está pulverizada entre um grande número de credores, o que pode ser favorável aos países periféricos, pois dificulta as negociações entre os credores e, assim, diminui o seu poder de pressão sobre os países devedores.

contínua da dívida pode gerar uma desconfiança em relação à capacidade de pagamento dos compromissos externos e, em consequência, uma deterioração do perfil da dívida em termos de prazo e custo, até o momento em que os investidores estrangeiros decidam interromper a rolagem da dívida externa do país. Num contexto de incertezas quanto à situação externa e de expectativas de desvalorizações cambiais, também pode ocorrer uma retração na demanda por recursos externos, sobretudo por parte das empresas e bancos residentes. Nesse contexto, incentivos à captação externa e um aumento do diferencial de juros podem ser insuficientes para estimular as emissões privadas de títulos no exterior.

3. Investimentos de portfólio em ações (Anexo IV)

Ao lado da expansão dos fluxos de portfólio direcionados aos mercados emergentes, em geral, a partir do final da década dos 80, fatores internos incentivaram as aplicações dos investidores não-residentes nas bolsas de valores domésticas, como a flexibilização das regras de aplicação no mercado acionário doméstico mediante a criação do Anexo IV em 1991¹⁹, o grande potencial de valorização das bolsas de valores locais, associado ao processo de privatização em curso - que se iniciou tardiamente, quando as privatizações nos demais países da região já haviam sido concluídas - e os baixos preços das ações das empresas brasileiras em comparação com outros mercados emergentes (Prates, 1998b).

O fluxo líquido de recursos do Anexo IV – que cresceu significativamente entre 1991 e 1993 – retraiu-se em 1994 e 1995 (Tabela 5). As causas dessa retração são as restrições às aplicações em renda fixa via Anexo IV a partir de 1993, o aumento da taxa de juro dos Estados Unidos em 1994 e, principalmente, a crise do México no final de 1995. Em 1996 e no primeiro semestre de 1997, aumentaram as entradas líquidas, em virtude da aceleração do processo de privatização. Outro indicador fundamental para a avaliação do impacto desses fluxos sobre as Bolsas de Valores é o estoque de ativos do Anexo IV, que atingiu o pico de US\$ 32 bilhões em dezembro de 1997 e US\$ 28,7 bilhões em junho de 1998. Esse valor diverge do saldo acumulado (de apenas US\$ 11,5 bilhões), pois inclui a valorização do portfólio no período.

¹⁹ Por intermédio do Anexo IV, foram autorizadas aplicações de investidores institucionais estrangeiros (definidos como bancos estrangeiros, fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras) no mercado doméstico de ações em 1991. Até então, esses investidores apenas podiam adquirir ações de empresas brasileiras mediante companhias ou fundos de investimentos constituídos no Brasil ou de fundos especializados em mercados emergentes (*country funds*) – Anexos I, II e III, respectivamente, da Resolução nº 1.287/87 –, que são sujeitos a critérios de diversificação e a prazo mínimo de permanência no país. Para maiores detalhes, ver Prates (1998b).

Tabela 5. Fluxo de recursos do Anexo IV

Ano	Estoque de ativos ⁽¹⁾	Fluxos anuais			Saldo	Acumulado
		Entradas	Saídas	Rotativ. ⁽²⁾		
1991	-	482	96	20	386	386
1992	-	2.967	1.652	56	1.314	1.701
1993	10380	14.614	9.136	63	5.478	7.178
1994	20.971	20.532	16.778	82	3.754	10.932
1995	18.650	22.025	21.498	98	527	11.459
1996	23.681	22.936	19.342	84	3.594	15.053
1997	32.047	32.191	30.576	95	1.615	16.668
1998 ⁽³⁾	28.724	12.681	11.277	89	1.404	18.072

Fonte: Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, vários números

Nota:

(1) Dados de final de período

(2) Indicador da rotatividade dos recursos = saídas/entradas

(3) 1º semestre

Como contrapartida desse movimento, a participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa aumentou significativamente no período, passando de 6% no segundo semestre de 1991²⁰ para quase 29,4% em 1995. A partir de 1996, observou-se uma pequena redução da participação desses investidores (ver Tabela 6)²¹. Os elevados volumes das entradas e saídas – ou seja, a alta rotatividade dos recursos – também são um indicador da significativa participação dos investidores estrangeiros nos negócios diários da Bovespa (ver Tabela 5).

Tabela 6. Participação dos Investidores Estrangeiros na Bovespa

Ano	% participação ⁽¹⁾				
	a vista	a termo	opções	outros	total
1993	14,4	-	23,3	8,4	16,0
1994	26,1	0,1	13,9	9,5	21,4
1995	35,0	0,0	2,3	3,3	29,4
1996	33,3	0,0	2,4	10,2	28,6
1997	29,4	0,2	6,0	13,0	25,9
Jun/98	24,9	-	10,5	22,4	23,4

Fonte: Bovespa, *Revista Mensal*, vários números.

Nota:

(1) Dados de final de período.

A estreita associação entre os investimentos estrangeiros via Anexo IV e o maior dinamismo da Bovespa – a maior Bolsa de Valores do país, que correspondia a mais de 90% do mercado nacional em 1997 – torna-se evidente quando se analisa o comportamento do volume negociado, da capitalização do mercado e do índice Bovespa. Uma mudança estrutural do mercado após o avanço do processo de abertura financeira em 1991 foi o aumento do volume de negócios diários - e, assim, da liquidez das ações negociadas - e da capitalização do mercado, ou seja, a evolução do valor das

²⁰ O dado de 1991 foi obtido em Bovespa (1993). Os dados detalhados sobre participação dos investidores estrangeiros nos negócios da Bovespa passaram a ser publicados em 1993.

²¹ Apenas as instituições financeiras domésticas negociaram um volume maior de recursos, em torno de 40% em 1997.

ações das empresas listadas em Bolsa (Tabela 7)²². As empresas estatais foram as principais responsáveis pelo aumento na capitalização total da Bovespa. Em 1997, o valor de mercado das ações das estatais tiveram uma alta de 22,4%, contra 11,7% das empresas privadas (Bovespa, 1998).

Tabela 7. Indicadores selecionados da Bovespa

Ano	empresas com ações		Capitaliz. de mercado ⁽¹⁾	Volume negociado ⁽²⁾
	registradas	negociadas		
1991	601	570	43.615	32.456
1992	597	565	45.261	46.854
1993	582	551	99.430	110.136
1994	582	549	189.058	346.814
1995	577	547	147.560	266.548
1996	589	554	216.927	406.697
1997	592	545	255.409	829.079
1998	n.d	536	219.562	521.875

Fonte: Bovespa, *Revista Mensal*, vários números.

Nota:

(1) O valor de mercado das empresas com ações negociadas em US\$ mil

(2) Volume médio diário negociado em R\$ mil de dez/97.

Assim, o aumento da participação estrangeira não contribuiu para a redução do grau de concentração do mercado. Os negócios realizados por esses investidores estrangeiros concentraram-se no mercado a vista e, principalmente, nas ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização. As negociações no mercado a vista envolvendo as 10 ações mais negociadas, correspondiam a 81,85 % do total em 1997 *versus* 81,87% em 1992. Na média do período, mais de 50% das negociações no mercado a vista se concentraram nas ações da Telebrás e mais de 70% dos negociações totais nas ações dessa estatal, da Eletrobrás²³, da Companhia Vale do Rio Doce e da Petrobrás.

Como as negociações dos investidores estrangeiros se concentraram nas ações das estatais e envolveram elevadas somas de dinheiro, os movimentos de realocação dos portfólios desses investidores passaram a exercer forte influência no comportamento do Ibovespa, que é um indicador da evolução das cotações dos papéis mais negociados²⁴. Essa influência tornou-se evidente durante as crises mexicana e asiática. Nos dois momentos - final de 1994/ início de 1995 e segundo semestre de 1997 - o Ibovespa apresentou forte desvalorização, como consequência da venda de posições por parte dos

²² Entre 1996 e 1997, o aumento de mais de 100% do volume de negócios esteve associado às privatizações da Vale do Rio Doce e de várias empresas de energia elétrica estaduais e à venda de participações minoritárias por parte do BNDESpar e dos governos estaduais. Além disso, os negócios foram estimulados pelo avanço do processo de privatização dos Sistemas Telebrás e Eletrobrás.

²³ O volume de negócios com ações da Eletrobrás foi estimulado pelo *Block trade* realizado pelo BNDESpar em julho de 1994 (Souza, 1998).

²⁴ O Ibovespa é composto por ações que representam 80% do volume negociado a vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira sendo reavaliado quadrimestralmente.

investidores estrangeiros para cobrir perdas em outros mercados emergentes e/ou aumentar o caixa para fazer frente aos resgates dos cotistas. No primeiro trimestre de 1995, quando foram repatriados R\$ 570 milhões, o Ibovespa caiu 31%. Em 1997, após a trajetória ascendente no primeiro semestre, estimulada pela entrada de recursos externos, o Ibovespa apresentou uma alta volatilidade como reflexo da crise asiática e da realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros (Balarin, 1997).

Um dos fatores determinantes da maior volatilidade da Bovespa durante a crise asiática foi o movimento de internacionalização da indústria de fundos de investimento local²⁵. Os fundos *off-shore* altamente alavancados em títulos da dívida externa (*bradies*) se tornaram mais um canal de transmissão das instabilidades no mercado financeiro internacional. Esses fundos venderam suas posições em ações para cobrir as perdas no mercado de *bradies* e as margens na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), num contexto de falta de liquidez no mercado de renda fixa e interbancário (Prates, 1998b).

De acordo com vários analistas, a entrada de investidores estrangeiros nas Bolsas de Valores domésticas representaria um instrumento fundamental para o aumento da importância do mercado acionário como fonte de financiamento das empresas, pois daria maior dinamismo às Bolsas e, como consequência, estimularia as emissões primárias. O aumento do preço das ações negociadas no mercado secundário e, conseqüentemente, o crescimento da relação preço/valor patrimonial tornariam essas emissões mais atrativas, já que sinalizariam a possibilidade de alavancagem de um volume maior de recursos a partir da colocação de uma mesma quantidade de ações, o que reduziria o custo envolvido na obtenção de recursos por meio do *underwriting*.

A expansão do mercado secundário de ações brasileiro a partir de 1992 não levou a uma dinamização significativa do segmento de emissões primárias, ou seja, ao aumento da alavancagem de recursos mediante a abertura do capital. O volume de emissões primárias de ações manteve-se reduzido no biênio 1992-93. A importância desse canal de financiamento aumentou após o Plano Real, tendo chegado a R\$ 2,9 bilhões em 1994. Em 1995, houve pequena retração no volume captado no mercado primário de ações em relação ao ano anterior, como mostra a Tabela 8. Em 1996, as emissões primárias atingiram US\$ 9,1 bilhões, mas a maior parte – US\$ 8 bilhões –

²⁵ Esse movimento foi viabilizado pela criação, em outubro de 1994, dos Fundos de Investimento no Exterior (FIE), mediante os quais residentes podem aplicar recursos no mercado internacional de capitais, sendo que no mínimo 60% dos recursos deve ser aplicado em títulos *bradies*. Essa medida ampliou o segundo nível de abertura financeira.

deveu-se ao processo de capitalização do Banco do Brasil. Ou seja, apenas US\$ 1,1 bilhão concerne a emissões primárias de empresas privadas.

Tabela 8. Emissões primárias de ações

Ano	Volume emitido (US\$ milhões)	Número de cias abertas
1992	900	861
1993	800	840
1994	2.600	846
1995	2.100	874
1996	9.155	925
1997	3.505	968
1998	2.019	1012

Fonte: CVM, *Informativo Mensal*, vários números.

Vários fatores explicam esse resultado pouco significativo em termos de abertura de capital. Além de fatores como as características das empresas de capital nacional, predominantemente familiares, os altos custos envolvidos na manutenção do registro e a necessidade de prestar sucessivas informações, a abertura financeira do mercado acionário doméstico não resultou num aumento generalizado dos preços das ações, o que seria essencial para estimular as emissões primárias. Assim, o valor de mercado das ações da maioria das empresas privadas de capital aberto continua reduzido em relação ao seu valor patrimonial. O aumento da capitalização e da liquidez no mercado secundário é condição necessária, mas não suficiente, para a superação da fragilidade estrutural do mercado acionário enquanto fonte de financiamento das empresas. Também são necessárias: a diversificação da base de investidores domésticos, para diminuir a dependência em relação aos recursos externos; a consolidação do processo de estabilização; a existência de perspectivas de crescimento; e, assim, a abertura de novas oportunidades de investimento (Prates, 1998b).

Com base na análise anterior, pode-se concluir que os investimentos de portfólio em ações tiveram alguns efeitos positivos sobre o mercado secundário, mas não diminuíram o grau de concentração do mercado e não estimularam o segmento de emissões primárias. Assim, tal como no caso do endividamento securitizado, o aumento do estoque de recursos via Anexo IV implica um fluxo contínuo de remessas de serviços fatores – nesse caso, dividendos – sem gerar, simultaneamente, um crescimento da capacidade de geração de divisas da economia. Ademais, parcela considerável desses recursos é volátil. O estoque de recursos do Anexo IV correspondia a 25,8% do estoque

de reservas internacionais em junho de 1998²⁶. Mesmo considerando que o valor desse estoque diminuirá num momento de fuga de capitais, devido à queda dos preços das ações provocada por movimento geral de vendas por parte dos investidores estrangeiros, a desvalorização não seria suficiente para minimizar a crise. Nesse caso, mesmo um nível elevado de reservas pode não ser suficiente para controlar/eliminar surtos especulativos contra a moeda nacional. Os desdobramentos da crise cambial mexicana e asiática sobre as Bolsas de Valores brasileiras explicitaram esses riscos.

4. Investimento Externo Direto

O aumento dos fluxos de IED pode reduzir o grau de vulnerabilidade externa do país a mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais no curto e médio prazo, devido à menor volatilidade dessa modalidade de capital externo, mas não necessariamente no longo prazo. Os efeitos positivos do IED sobre a economia receptora dependem da natureza desses investimentos, bem como do seu direcionamento interno.

Kregel (1996) mostra como a própria natureza do investimento direto externo modificou-se a partir dos anos 80 e que mesmo esses fluxos, em princípio menos voláteis, podem trazer conseqüências perversas para os países periféricos. Em primeiro lugar, no contexto atual grande parte dos fluxos de IED constitui fusões e aquisições de empresas – e não implantações de novas plantas – e, assim, são operações patrimoniais de valorização da riqueza. Em segundo lugar, independentemente de adicionarem ou não capacidade produtiva ao país, esses investimentos devem ter uma lucratividade bastante elevada, pois têm uma liquidez menor e envolvem uma maior risco devido às dificuldades de operação num país estrangeiro. Assim, o prêmio de risco associado ao investimento direto é maior que o relacionado a outras modalidades de recursos externos – como investimentos de portfólio e empréstimos em moeda – e, com isso, resultará em remessas de serviços fatores significativas. Ademais, como mostra um estudo recente do FMI (FMI, 1995), os fluxos de capitais associados às remessas de lucros e dividendos tornaram-se mais voláteis devido ao próprio processo de globalização financeira. A flexibilização das regras relativas a essas remessas, como a eliminação de taxa de suplementar e de limites quantitativos ampliou o grau de mobilidade desses fluxos e, conseqüentemente, a sua volatilidade potencial. Uma

²⁶ Parte do estoque referente ao Anexo IV é detida ilegalmente por residentes, que remetem recursos ao exterior pela CC-5, os quais são aplicados em fundos de investimentos no exterior, retornando ao país via Anexo IV. Ao

terceira característica fundamental dos investimentos diretos no período recente, em geral não ressaltada, é que a maior parte desses últimos referem-se a reinvestimentos de lucros. Essa característica tem dois desdobramentos para os países periféricos. Por um lado, os fluxos reinvestidos não são necessariamente direcionados para investimentos produtivos, mas podem ser aplicados por uma filial da empresa em ativos financeiros domésticos de curto prazo. Assim, apesar de serem registrados como fluxos de IED, eles são equivalentes aos fluxos de portfólio de curto prazo. Por outro lado, a multinacional pode resolver, em algum momento, interromper o reinvestimento de lucros e repatriar grande parte dos rendimentos anuais. Com isso, um país periférico que se ajustou a um fluxo permanente de investimento direto externo (via reinvestimento de lucros) pode tornar-se exposto a uma interrupção súbita desses fluxos, independente da permanência dos fluxos prévios.

Como resultado dessa nova lógica de atuação das empresas multinacionais, as operações de fusões e aquisições de empresas representaram 42,5% do total de investimentos diretos mundiais em 1995; no Brasil, corresponderam a cerca de 40% dos IED em 1996 (Gouvêa, 1997; e Sobeet, 1997). Em relação à composição setorial dos IED em 1996, cujo volume foi superior a US\$ 10 milhões, os investimentos na indústria de transformação (24,04%) concentraram-se em setores voltados ao mercado interno, os quais se dinamizaram após a estabilização (eletroeletrônico e produtos alimentícios), ou ‘fragilizados’ pelo processo de abertura comercial, como o setor de autopeças.

Os resultados relativos à indústria são confirmados por Bielschowsky (1998), que consolidou os resultados de uma pesquisa realizada pela CNI/CEPAL sobre os investimentos na indústria brasileira no período 1995-97. Segundo o autor, nesse triênio houve um mini-ciclo de modernização da indústria, no qual os setores mais dinâmicos foram os beneficiados pelo aumento da capacidade de consumo - associado aos efeitos positivos do Plano Real sobre os salários da população de baixa renda e sobre o crédito ao consumidor - e que, por diversas razões, não sofreram uma concorrência intensa dos importados²⁷. São exatamente nesses segmentos dinâmicos do setor de bens de consumo que predominam as empresas multinacionais. Os segmentos nos quais essas empresas não eram líderes, como alimentos e eletrodomésticos, passaram por um processo intenso e rápido de internacionalização nos últimos anos, estimulado pelas perspectivas de lucro

contrário das compras de ações por parte de residentes, não incide Imposto de Renda sobre ganhos de capitais obtidos por intermédio desse Anexo.

²⁷ O único segmento dinâmico que não se inclui nesse grupo é a siderurgia, um setor tradicionalmente de alta competitividade.

após a estabilização da preços e também pela consolidação do Mercosul²⁸. Outro setor tradicionalmente dominado por empresas nacionais, que se tornou alvo do movimento de aquisição pelas empresas multinacionais foi o segmento de auto-peças. Mas, nesse caso, o principal determinante foi a reestruturação mundial do setor automobilístico, voltada para o “*global sourcing*” - o estabelecimento de fornecedores mundiais de insumos - já que esse setor foi fortemente prejudicado pela abertura comercial.

Os dados detalhados referentes ao direcionamento interno dos fluxos de IED em 1997 ainda não foram divulgados, mas a partir das informações já disponíveis é possível afirmar que grande parte desses fluxos esteve associada ao processo de privatização do setor de telecomunicações e ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro doméstico mediante fusões e aquisições²⁹.

A análise anterior sugere que a estabilização da economia e as reformas neoliberais abriram oportunidades de investimento altamente lucrativas para os grupos transnacionais que, por sua vez, implicarão fluxos elevados de remessas de lucros e dividendos. Em contrapartida, esses investimentos não têm criado capacidade de geração ou economia de divisas³⁰. Pelo contrário, devem resultar em maiores importações no futuro. Por um lado, o coeficiente de abertura do setor de bens de capital é bem maior que o da indústria de transformação como um todo - em 1996, 70% em média, contra 15,6% (Moreira, 1997). Por outro lado, como resultado dos processos de especialização industrial e complementação produtiva e comercial, que se aceleraram após o Plano Real, as importações de peças e componentes e, também, de produtos finais por parte das empresas multinacionais, aumentaram consideravelmente, ao mesmo tempo que suas vendas externas não foram (e não são) significativas, e reagem apenas em momentos de queda da demanda doméstica (Laplane e Sarti, 1997).

Desse modo, a contribuição das empresas multinacionais para o saldo comercial brasileiro tem sido desfavorável, o que era de se esperar, pois os principais fatores de atração dos investimentos estrangeiros no Brasil continuam sendo a dimensão e o dinamismo do mercado interno, como comprovaram as pesquisas realizadas em

²⁸ A intensidade desse movimento no setor de eletrodomésticos é impressionante. O crescimento da demanda, associado à estabilização dos preços e à consolidação do Mercosul, determinaram uma onda de aquisições pelas empresas mundiais líderes neste setor, que no Brasil era dominado, até então, por empresas de capital nacional. Para citar alguns exemplos, a norte-americana Whirlpool tornou-se acionista majoritária do maior grupo do setor, o Brasmotor (Embraco, Brastemp e Cônsul) e joint-venture alemã Siemens-Bosh comprou a Continental (Bielschowsky, 1998). No setor de alimentos, vale mencionar a estratégia agressiva de ingresso no País pela italiana Parmalat, que adquiriu inúmeras empresas familiares produtoras de laticínios.

²⁹ Sobre o processo de fusões e aquisições no sistema financeiro, ver capítulo Fragilidade Bancária ...

³⁰ Vale lembrar o efeito indireto dos investimentos em infra-estrutura sobre as exportações, pois estes repercutem positivamente sobre a competitividade sistêmica (o chamado ‘custo Brasil’).

empresas multinacionais pela Comissão Econômica para a América Latina/Conselho Nacional das Indústrias (CNI/Cepal, 1997) e por Laplane e Sarti (1997). Nesse contexto, a crescente internacionalização produtiva da economia brasileira não gerará problemas sistêmicos para o balanço de pagamentos se e somente se os reinvestimentos de lucros mantiverem-se constantes no tempo. Mesmo partindo dessa hipótese, os fluxos relacionados a remessas de lucros e dividendos podem gerar pressões conjunturais sobre o mercado de câmbio. No início dos anos 90, a regulamentação brasileira foi adaptada no sentido de aumentar a mobilidade desses fluxos, uma vez que o aumento da conversibilidade da conta de serviços fatores é uma condição essencial para a consolidação da abertura financeira. Adicionalmente, em 1994 a tributação sobre as remessas de lucros foi reduzida³¹. A volatilidade dessa modalidade de fluxos manifestou-se no primeiro trimestre de 1995, no último trimestre de 1997 e na crise de setembro de 1998, quando as empresas multinacionais realizaram remessas especulativas de lucro ao exterior, diante das incertezas geradas pelas crises mexicana, asiática e russa, respectivamente, em relação à sustentabilidade do arranjo de política econômica vigente nos três momentos.

Conclusão

A análise realizada nas seções precedentes revelou o elevado grau de vulnerabilidade da economia brasileira a uma reversão dos fluxos de capitais voluntários, que acabou se concretizando no terceiro trimestre de 1998. O ciclo recente de endividamento externo e de crescimento do estoque de ativos domésticos, produtivos e financeiros, em poder de não-residentes somente seria sustentável e virtuoso se esses recursos contribuíssem para a obtenção de superávites na balança comercial, os quais possibilitariam o pagamento dos compromissos já assumidos com o exterior (amortizações, remessas de juros, lucros e dividendos) e, num segundo momento, a redução da dependência externa. Contudo, o aumento contínuo do passivo externo do país não foi acompanhado por investimentos que ampliam a capacidade de geração e/ou economia de divisas, ao mesmo tempo em que resulta numa elevação significativa das remessas de serviços fatores, fonte adicional de pressão sobre o déficit em conta corrente. Se por um lado a gestão macroeconômica doméstica tem algum raio de manobra para reduzir o déficit comercial mediante a contenção do crescimento interno, por outro lado sua capacidade de influenciar o déficit em serviços fatores é nula, já que

³¹ Anteriormente, incidia uma alíquota de 25% sobre as remessas até 12% do capital, e alíquotas crescentes para

esse não depende do nível interno de atividades. Por um lado, grande parte do endividamento externo direcionou-se para operações de arbitragem mediante aplicações em títulos públicos e, sendo assim, contribuiu apenas marginalmente para o financiamento de empresas de pequeno e médio porte. Por outro lado, o IED concentrou-se em setores não-comercializáveis, com a produção voltada para o mercado interno.

Referência bibliográficas

AKYÜZ, Y. (1992) *On financial openness in developing countries*, Genebra: UNCTAD (mimeo).

BACEN (1998) *Boletim do Banco Central*, vários números. Brasília: Banco Central do Brasil, , vários números. Brasília: Banco Central do Brasil.

_____(1998) *Suplemento estatístico*, vários números. Brasília: Banco Central do Brasil, , vários números. Brasília: Banco Central do Brasil

BALARIN, Raquel (1997) “Globalização atçou volatilidade da Bovespa”, *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de novembro, B-5.

BARROS, O. de; MENDES, A. P.(1994) "O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus". *Revista do BNDES*, vol.11, nº 1, Rio de Janeiro.

BELLUZZO, Luiz G. Mello; COUTINHO, Luciano (1996) “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”, *Revista Economia e Sociedade*, Instituto de Economia, Unicamp, Campinas.

BIELSCHOWSKY, Ricardo (1998) *Investimentos na Indústria Brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97*, Cepal (mimeo).

BIS – Banco para Compensações Internacionais (1998a) *The Maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lending*, First half 1997, January, 1998. Basle: Bank of International Settlements

_____(1998b) *International Banking and Financial Market Developments*, february 1998. Basle: Bank of International Settlements

—— (1998c) *International Banking and Financial Market Developments*, august 1998. Basle: Bank of International Settlements

BITTENCOURT, G.(1994) “Onde os latinos usaram o dinheiro”. Relatório da Gazeta Mercantil Ranking: Captação de Recursos no Exterior, 28/01/1994.

BOVESPA (1995) *Revista Bovespa*. São Paulo.

_____(1996) *Revista Bovespa*, jan. , São Paulo.

_____(1997) *Revista Bovespa*, jan. , São Paulo.

_____(1998) *Revista Bovespa*, jan. , São Paulo.

a parcela restante. A partir de 1995, a alíquota passou a ser única, de 15%, sem restrições (Bielschowsky, 1998).

BRAGA, J. C. de S.(1997) *Financeirização global (o padrão sistêmico de gestão da riqueza*. São Paulo, mimeo.

CARNEIRO, D.; GARCIA, M. (1994) "Flujos de capitales y control monetario bajo substitución doméstica de dinero: la recente experiencia brasileña", in: Roberto Steiner (compilador) *Afluencia de Capitales y Estabilización en la América Latina*, Bogotá.

CEPAL/CNI (1997) *Investimentos na Indústria Brasileira 1995/1999 - Características e determinantes*, Comissão Econômica para a América Latina e Conselho Nacional das Indústrias, Rio de Janeiro.

CHESNAIS, F.(1996) *A mundialização do capital*, São Paulo: Xamã, 1996.

FANELLI, J. M.; MACHINEA, J. L. (1995) "El movimiento de capitales en la Argentina", in *Nuevas corrientes financieras hacia la América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffth-Jones (compiladores), Santiago: Fondo de Cultura Económico.

FERRARI, L (1996) "Crédito externo banca 66% das compras". *Gazeta Mercantil*, 26/03/1996, pg. A-4.

FMI – Fundo Monetário Internacional (1995) "INTERNACIONAL CAPITAL MARKETS - Developments, Prospects and Policy Issues", *World Economic and Financial Surveys*, Washington.

FREITAS, Maria C. P; PRATES, Daniela. M. (1998) "Captação de recursos externos" in FREITAS, M. C. P. de Freitas (coord.), *Abertura Externa e Sistema Financeiro*, Relatório Final (Convênio Ipea/Fundap).

GOUVÊA, L.V.B. (1997) "Privatização trouxe 39% dos capitais ao Brasil". *Gazeta Mercantil*, 3/04/1997, pg.A-7.

KREGEL, J. A. (1996) "Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais", *Economia e Sociedade* nº 7. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.

LAPLANE; SARTI (1997) "Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90", *Economia e Sociedade* nº 8. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.

MOREIRA, M.M. (1997) "Abertura comercial e Indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo", *Texto para Discussão* nº 49, BNDES, Rio de Janeiro.

MEYER, A (1994) "Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década dos 90", *Texto de Discussão* nº 15, FUNDAP/IESP, São Paulo.

PRATES, Daniela M. (1997^a) *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90*. Campinas, (Dissertação de Mestrado), Instituto de Economia - Universidade Estadual de Campinas, agosto.

_____(1998b) "Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico", in FREITAS, M. C. P. de Freitas (coord.), *Abertura Externa e Sistema Financeiro*, Relatório Final (Convênio Ipea/Fundap).

SERFATI, C. (1996) "Le rôle actif des groupes à dominance industrielle dans la financiarisation de l'économie", in *La mondialisation financière: Genèse, coût et enjeux*, coord. François Chesnais, Paris: Syros.

SOBEET (1998) *Carta de SOBEET*, Ano 2, nº 1, Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica.

_____(1997) *Carta de SOBEET*, Ano 1, nº 1, Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, mar.