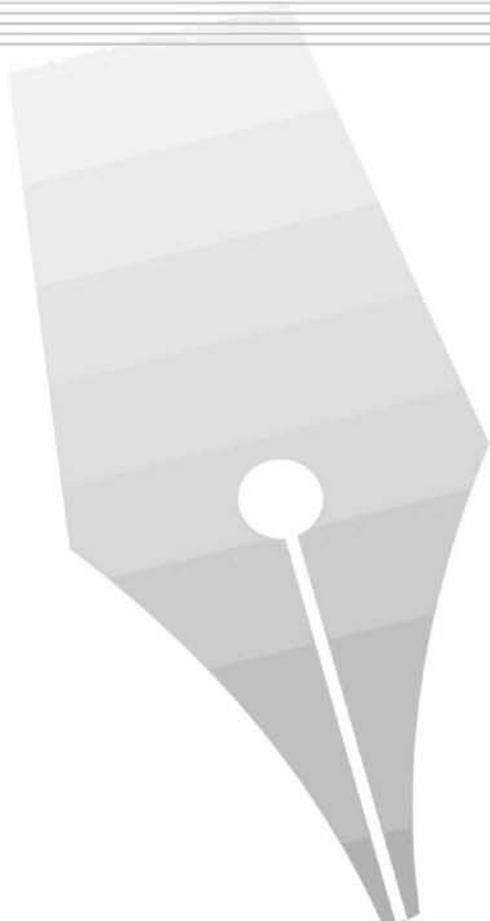


Núcleo de Estudos e Pesquisas  
da Consultoria Legislativa



**MARCO LEGAL DO MERCADO DE  
CÂMBIO E DE FLUXOS DE CAPITAIS:  
Há possibilidades de aprimoramento?  
Desregulamentação recente e  
perspectivas institucionais**

Cesar van der Laan

Textos para Discussão

161

Novembro/2014

## SENADO FEDERAL

### DIRETORIA GERAL

Luiz Fernando Bandeira de Mello Filho – Diretor-Geral

### SECRETARIA GERAL DA MESA

Luiz Fernando Bandeira de Mello Filho – Secretário Geral

### CONSULTORIA LEGISLATIVA

Paulo Fernando Mohn e Souza – Consultor-Geral

### NÚCLEO DE ESTUDOS E PESQUISAS

Fernando B. Meneguim – Consultor-Geral Adjunto

Núcleo de Estudos e Pesquisas  
da Consultoria Legislativa



Conforme o Ato da Comissão Diretora nº 14, de 2013, compete ao Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa elaborar análises e estudos técnicos, promover a publicação de textos para discussão contendo o resultado dos trabalhos, sem prejuízo de outras formas de divulgação, bem como executar e coordenar debates, seminários e eventos técnico-acadêmicos, de forma que todas essas competências, no âmbito do assessoramento legislativo, contribuam para a formulação, implementação e avaliação da legislação e das políticas públicas discutidas no Congresso Nacional.

Contato:

[conlegestudos@senado.leg.br](mailto:conlegestudos@senado.leg.br)

URL: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos)

ISSN 1983-0645

O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa posicionamento oficial do Senado Federal.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Como citar este texto:

VAN DER LAAN, C. R. **Marco Legal do Mercado de Câmbio e de Fluxos de Capitais: há possibilidades de aprimoramento? Desregulamentação recente e perspectivas institucionais.** Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, Novembro/2014 (Texto para Discussão nº 161). Disponível em: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos). Acesso em 17 Nov. 2014.

# **MARCO LEGAL DO MERCADO DE CÂMBIO E DE FLUXOS DE CAPITAIS: HÁ POSSIBILIDADES DE APRIMORAMENTO? DESREGULAMENTAÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS INSTITUCIONAIS**

## **RESUMO**

O presente estudo provê subsídios para a avaliação da política regulatória cambial e de proposições legislativas pertinentes, correntes e futuras, acerca do regime cambial doméstico. Objetiva-se mapear sua gradual e ampla flexibilização e identificar a lógica subjacente dos pilares institucionais remanescentes do setor, além de apontar limites à desregulamentação. Nesse sentido, não apenas de caráter macroeconômico, com a Fazenda assumindo o ativismo na gestão macroprudencial dos fluxos de capitais externos, notadamente via Imposto sobre Operações Financeiras (IOF); mas também microeconômico, derivado de questões relacionadas à legislação de Prevenção à Lavagem de Dinheiro (PLD) e evasão de divisas, e aos próprios princípios básicos regulamentares infralegais, parâmetros mínimos e impedimentos naturais intrínsecos à maior desburocratização das operações de câmbio. No âmbito prospectivo, vislumbra-se avanço desregulatório viável por meio da continuidade da revisão das restrições constitucionais ao capital estrangeiro no País.

**PALAVRAS-CHAVE:** regulação, mercado de câmbio, liberalização financeira, controle de capitais, medidas macroprudenciais, fluxos de capitais, lavagem de dinheiro, economia brasileira, história econômica.

**ABSTRACT:** This paper subsidizes the evaluation of the Forex Regulatory Policy and related Legislative Proposals regarding the deepening of the deregulation of the domestic regime. It shows, initially, the gradual and wide easing of external financial flows authorities have implemented since late 1980s, while later identifying the underlying reasons for the remaining institutional pillars, also pointing limits to the deregulatory process. In this way, not only due to macroeconomic reasons – with the Treasury actively managing the external financial flows to Brazil through the calibration of the IOF rates – , but also due to microeconomic concerns, related to the prevention of money laundry and forex evasion, and to the own sublegal regulatory basic principles. Nonetheless, liberalisation may be improved by the Congress revoking constitutional restrictions to Foreign Direct Investment (FDI) being invested in Brazil.

**KEYWORDS:** regulation, forex market, financial liberalisation, capital controls, macroprudential measures, capital flows, money laundry, Brazilian economy, economic history.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	5
2 A DESREGULAMENTAÇÃO CAMBIAL E MEDIDAS NORMATIVAS NO PÓS-CRISE 2008 .....	7
3 CONSTRUÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DA POLÍTICA CORRENTE DE GESTÃO DE FLUXOS DE CAPITAIS ESTRANGEIROS .....	20
4 FUNCIONALIDADE MACRO E MICROECONÔMICA SUBJACENTE À REGULAÇÃO DO MERCADO DE CÂMBIO E DOS FLUXOS DE CAPITAIS .....	28
4.1 QUESTÕES MACROECONÔMICAS E REGULAÇÃO CAMBIAL .....	28
4.2 QUESTÕES MICROECONÔMICAS E REGULAÇÃO CAMBIAL.....	32
5 O DESENVOLVIMENTO DO MARCO LEGAL DO MERCADO DE CÂMBIO.....	40
6 É CRÍVEL UMA AGENDA DE MICRORREFORMAS CAMBIAIS?.....	52
7 COMENTÁRIOS FINAIS .....	61
REFERÊNCIAS .....	64

# MARCO LEGAL DO MERCADO DE CÂMBIO E DE FLUXOS DE CAPITAIS: HÁ POSSIBILIDADES DE APRIMORAMENTO? DESREGULAMENTAÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS INSTITUCIONAIS

*Cesar van der Laan*<sup>1</sup>

## INTRODUÇÃO

Apesar de existir uma concordância generalizada dos economistas de que há benefícios substanciais derivados da integração financeira internacional, a extensão pela qual os países devem abrir suas economias a fluxos de capitais externos constitui questão controversa (Arestis e De Paula, 2008; Claessens e Kose, 2013; Rey, 2013; Wolfson e Epstein, 2013). A ciclicidade e a volatilidade dos fluxos apontam para preocupações relativas à estabilidade macroeconômica e aos impactos potenciais sobre o nível de atividade nas economias receptoras. Como consequência, e com mais ênfase após a grande recessão de 2008-09, formuladores de políticas públicas começaram a revisar os instrumentos adotados para gerenciar fluxos externos potencialmente desestabilizadores a economias emergentes (Ostry *et al.*, 2010, 2011; Cynamon, Fazzari, Setterfield, 2013; Gallagher, 2014). A resposta à instabilidade intrínseca dos fluxos não tem sido consensual, com cada jurisdição desenvolvendo soluções específicas, adaptadas a suas realidades institucionais próprias (IMF, 2012; Akerlof *et al.*, 2014; Eichengreen e Rose, 2014).

O Brasil não foi exceção. Os anos recentes testemunharam uma política externa mais enérgica, por meio do Ministério da Fazenda, sobre o gerenciamento dos fluxos de capitais. Em particular, uma tradição *market friendly* tem sido desenvolvida por meio da aplicação e calibragem do IOF sobre operações de câmbio, constituindo medida prudencial para reduzir a volatilidade dos fluxos e restringir efeitos deletérios sobre a economia. De acordo com Olivier (2011), o Brasil é um dos países mais ativos, após a crise de 2008, em relação à adoção de medidas para controlar os fluxos de capitais,

---

<sup>1</sup> Doutor em Economia (UFRGS). Consultor do Senado Federal, na área de Política Macroeconômica e Sistema Financeiro. O autor agradece os comentários do consultor José Ailton Braga da Silva. Eventuais erros e omissões são de responsabilidade do autor.

ainda que muitos pesquisadores questionem sua eficácia e discutam qual seria a política ótima a ser adotada (veja, por exemplo, Goldfajn e Minella, 2005; Carvalho e Sicsú, 2007; Carvalho e Garcia, 2008; De Paula, 2010; Jinjarak, Noy, Zheng, 2013; Chamon e Garcia, 2013).

Este estudo insere-se nesse contexto e procura identificar limites para a continuidade da política desregulatória do mercado de câmbio e dos fluxos de capitais. Procura-se responder se há ainda funcionalidade para os pilares institucionais, examinando-se a literatura específica, a legislação pertinente e sua relação com o comportamento dos fluxos externos. Contribui-se em dois aspectos principais. Por um lado, identificando as alterações normativas recentes, e também os pilares institucionais remanescentes e sua funcionalidade normativa. Por outro, elencando a série de medidas macroprudenciais recentes, editadas com base no IOF, mostrando sua utilidade diante de um período que testemunhou efeitos desestabilizadores de ciclos financeiros externos (Borio, 2012), com o Brasil lidando tanto com o excesso de influxos de capitais externos quanto com *sudden stops*. Na parte prospectiva, analisam-se propostas de alteração normativa, como subsídio à avaliação de proposições legislativas pertinentes, para aprimoramento da política regulatória cambial.

O texto está estruturado da seguinte forma. A seção 2 apresenta breve panorama do processo de abertura gradual iniciado ainda nos anos 1980, no intuito de compreender a evolução regulatória e sua lógica rumo à maior liberalização, propondo-se uma percepção para situar o leitor no contexto caracterizado pela gestão endógena dos fluxos externos, notadamente via IOF, que é delineada na seção 3. A seção 4 condensa uma perspectiva teórica da justificação macro e microeconômico da regulação cambial, como subsídio para entender seu arcabouço normativo. A seção 5 complementa essa ótica, consolidando os pilares legais aplicáveis ao setor, com o propósito de identificar sua origem e funcionalidade ainda atual. A seção 6 discute argumentos acerca da viabilidade e da oportunidade de uma possível agenda de microrreformas cambiais. Conclusões são apresentadas ao final.

## 2 A DESREGULAMENTAÇÃO CAMBIAL E MEDIDAS NORMATIVAS NO PÓS-CRISE 2008<sup>2</sup>

A experiência cambial brasileira – e a própria história econômica do País – é pautada pela crônica escassez de moeda conversível, com a ocorrência de sucessivas crises de balanço de pagamentos e episódios periódicos de renegociação e postergação de pagamentos externos, na esteira do primeiro *funding loan* em 1898, ainda na República Velha, que culminou na moratória de 1931 (vide Abreu, 2003). Esse histórico levou à construção de um aparato normativo regulatório bastante minucioso e restritivo sobre operações de câmbio, para lidar com a restrição externa, sendo a vulnerabilidade externa sempre um elemento estrutural da economia brasileira. Com isso, gerou-se a adoção de regimes cambiais complexos e controlados, com taxas múltiplas de câmbio e inúmeras variedades de restrições quantitativas e administrativas, além das tarifárias, vigorando por décadas (Franco e Pinho Neto, 2004).

A origem da regulação do mercado de câmbio brasileiro pode ser relacionada à pouca inserção internacional da economia brasileira e ao pequeno fluxo de capitais entre o Brasil e o resto do mundo, resultando em problemas crônicos no balanço de pagamentos, bem como dependência de capitais estrangeiros. De fato, a origem do cerne da regulamentação cambial brasileira remonta a uma dessas situações críticas de liquidez externa, com o arcabouço legal do mercado de câmbio gestado como resposta ao quadro depressivo das contas externas imediatamente no pós-1929 (vide Van der Laan *et al.*, 2012). Ainda que não se possa dizer que as transações externas não fossem anteriormente objeto de regulação e controle por parte das autoridades públicas, ocorreu aqui a inauguração de um amplo período em que o controle cambial passou a dominar a esfera das transações externas. Esse quadro foi apenas flexibilizado, em uma perspectiva de longo prazo, a partir dos anos 1990, em particular após a adesão do Brasil ao Plano Brady, securitizando a dívida externa brasileira antiga e pondo fim à série de moratórias, negociações e cartas de intenções ao FMI que caracterizaram os anos 1980.

Foi a partir do início das negociações do Brasil para adesão aos termos do Plano Brady em 1992 que se começa a registrar uma elevação dos fluxos financeiros líquidos

---

<sup>2</sup> Contentamo-nos com breve descrição do processo desregulatório, sem o objetivo de pontuar todas as medidas editadas no período. Veja Cardoso e Goldfajn (1998), Soihet (2002), Van der Laan (2007) e Van der Laan *et al.* (2011) como fonte para o rol completo das medidas normativas infralegais editadas até 2010.

ingressados no País, propiciando ao País acumular reservas soberanas suficientes para sustentar a estratégia de mudança monetária e implementar com sucesso o Real em 1995, paritário ao dólar estadunidense (§ 2º do art. 3º da Lei nº 9.069, de 1995). As dificuldades *temporárias* de balanço de pagamentos, que duraram mais de meio século, estariam terminando aqui, completada pela introdução do regime de câmbio flutuante em 1999, por definição autoajustável; e pela acumulação de reservas reequacionando o setor externo brasileiro, com as agências de risco reconhecendo finalmente em 2006 que a dívida brasileira não era mais *grau especulativo*.

Foi sempre a conjuntura mais ou menos favorável, em termos de disponibilidade de moeda conversível, que ditou o afrouxamento ou o aperto das regras do mercado de câmbio, e a maior ou menor saída de divisas do País. Nesse caso, a Hipótese da Endogenia dos controles, proposta por Cardoso e Goldfajn (1998) ilustra bem o comportamento da política cambial brasileira, no que respeita ao controle e adequação dos fluxos externos. Regras cambiais e taxas de câmbio foram adotadas e gerenciadas, oscilando entre o maior e menor rigor em razão da disponibilidade de moeda estrangeira. Assim, o Governo Dutra no pós-guerra registra a primeira tentativa, ainda que curta, de flexibilização dos controles sobre os fluxos externos, diante do saldo externo superavitário acumulado na II Guerra.

No contexto atual, o processo desregulatório pode ser mais facilmente compreendido por uma divisão em dois momentos principais. Uma primeira etapa, a mais liberalizante, ocorre nos anos 1990 até a extinção da Consolidação das Normas Cambiais (CNC) em 2005 e a flexibilização da cobertura cambial das exportações em 2006, com o período registrando novos fluxos tanto de estrangeiros quanto de brasileiros, em modalidades e montantes antes vedados e inexistentes no mercado oficial. Esse é o período de flexibilização mais profunda, que reconfigura o cenário de operações de câmbio no País. Um segundo momento pode ser caracterizado pela adoção de medidas também desregulatórias mas com alcance mais pontual, ou menos abrangente, pois o *grosso* da liberalização dos fluxos fora feito na primeira fase. Medidas de gestão macroprudencial e anticrise-2008 também caracterizam o momento corrente da regulação cambial doméstica, tendo estas últimas adquirido reconhecimento internacional (veja Stone *et al*, 2009).

O marco inaugural da desregulamentação atual pode ser identificado na abertura do mercado financeiro e de capitais doméstico aos fluxos estrangeiros de curto prazo, com a criação de várias modalidades específicas de investimento de portfólio, nos termos dos anexos I a VI à Resolução do Banco Central (BC) nº 1.289, de 1987 (posteriormente ampliados pela Resolução do BC nº 2.689, de 1999, com livre direcionamento, e atualmente consolidados na Resolução do BC nº 4.373, de 2014). Essa desregulamentação foi complementada por uma série de novos direcionamentos de captações externas, culminando na permissão às instituições financeiras (IFs) para livre aplicação dos recursos no mercado doméstico a partir de 1999 (vide tabela 1). Em particular, a Resolução do BC nº 2.770, de 2000, revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior, além de eliminar a exigência de autorização para qualquer tipo de captação de recursos, tornando o regime declaratório. Isso levou Freitas e Prates (2001) a concluir que o processo de liberalização dos movimentos de capitais, iniciado no governo Collor, foi finalizado, restando o mercado financeiro brasileiro totalmente aberto à entrada de investidores estrangeiros.

Esse processo foi complementado por uma série de outras medidas liberalizantes, afastando-se limites ou autorizações específicas para remessas financeiras ao exterior. Destaque também para a criação do mercado de taxa flutuante (MTF), além da sistemática das remessas via contas CC-5, precursoras no livre fluxo de recursos ao exterior, já em 1992. A partir daí, deu-se legalidade a transações de remessas financeiras anteriormente cursadas no mercado paralelo, ainda que a mudança de paradigma tenha ensejado muita discussão e dúvidas, num primeiro momento, quanto ao novo caminho a ser então percorrido. De fato, a mudança da inserção externa do país no começo dos anos 1990, aliada ao retorno dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, ajudou a acelerar e consolidar o processo desregulatório. Isso levou o Banco Central (BC) a sinalizar a abertura da conta de capitais já naquela época, destacando *não haver empecilho em brasileiros disporem de suas economias como bem quiserem, compreendendo, inclusive, a remessa para o exterior* (BC, 1993). A tabela resume os principais marcos desregulatórios na década de 1990.

**Tabela 1. Principais medidas liberalizantes na década de 1990**

<b>Medida</b>	<b>Ementa</b>
Resolução 1.289/87*	Cria os Anexos I, II e III, permitindo investimento estrangeiro em títulos e valores mobiliários, desencadeando o ingresso de capitais estrangeiros.
Resolução 1.552/88*	Cria o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes, ampliando o acesso dos residentes à moeda estrangeira, legalizando operações antes cursadas à margem do mercado oficial.
Resolução 1.832/91	Aprova o anexo IV à Resolução 1.289/87, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico.
Resolução 1.927/92	Aprova o anexo V à Resolução 1.289/87, permitindo o investimento de capitais estrangeiros por meio do mecanismo de DRs.
Resolução 1.946/92	Altera sistemática das <i>contas</i> CC-5, permitindo o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes, flexibilizando as normas rígidas de controle de câmbio para o envio de recursos para o exterior por residentes.
Resolução 2.028/93	Cria os Fundos de renda fixa – capital estrangeiro ( <i>Anexo VI</i> )
Resolução 2.111/94	Possibilita aplicação de residentes no exterior via FIEEX.
Resolução 2.148/95	Amplia para o setor agropecuário as possibilidades de repasse de <i>funding</i> externo – <i>63 caipira</i> .
Resolução 2.170/95	Ampliação das modalidades de repasse de recursos externos para o setor imobiliário.
Resolução 2.312/96	Amplia às empresas exportadoras o <i>funding</i> externo.
Resolução 2.683/99	Permite às IFs captarem recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico.
Resolução 2.689/00	Libera aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais, dos mercados financeiros e de capitais, disponíveis no país.
Resolução 2.770/00	Consolida mudanças relativas à emissão de títulos no exterior, abolindo exigências prévias de autorização e direcionamento de recursos externos.

Fonte: elaboração do autor.

Nota: \*ainda que sejam medidas anteriores a 1990, são marcos importantes para o entendimento das mudanças posteriores, daí sua inclusão na tabela.

Consolidado todo esse aparato normativo especialmente voltado para os influxos externos, medidas complementares foram implementadas com foco sobre os fluxos de saída do capital brasileiro ao exterior. Nesse contexto, importante facilitação de remessas de empresas nacionais esteve na evolução de investimentos no exterior cursados pelo mercado oficial. De um valor de até USD 1 milhão para investimento por pessoa jurídica não financeira em vigor até 2001, o limite foi ampliado para USD 5 milhões para transferências sem necessidade de autorização prévia do BC (CNC 2.7.1.1), passando a ser irrestrito a partir de março de 2005 (Circular BC 3.280/05).

A regulamentação aos poucos também se tornou menos autorizativa, eliminando-se a necessidade de autorização prévia do BC para diversas operações de câmbio. Atualmente as instituições financeiras, pessoas físicas ou jurídicas que realizam transações com o resto do mundo apenas declaram tais operações por meio eletrônico ao BC que realiza a coleta, processamento e cruzamento dos dados para fiscalização e constituição de estatísticas, sem necessidade de autorização prévia para contratar câmbio. Nenhuma operação necessita de autorização prévia, substituindo-se a filosofia das autorizações pelos princípios da fundamentação econômica e da legalidade das operações, cabendo aos bancos comerciais autorizados a operar no mercado de câmbio analisar e julgar a documentação subjacente a cada operação, função exercida anteriormente pelo BC e que agora apenas fiscaliza, nos termos dos princípios de Basileia. Ou seja, a desregulamentação não implica falta de análise das operações externas, mas apenas que o ônus anteriormente suportado pelo BC passa a ser atribuição das instituições autorizadas, agentes efetivamente atuantes no *frontline* do mercado de câmbio. Portanto, o custo de análise de transação deixa de ser suportado pela sociedade, na figura do BC, e passa a ser internalizada no âmbito dos agentes autorizados que dão curso às operações cambiais.

Assim o BC deixou de indicar qual a documentação necessária para cursar uma operação de câmbio, ficando a cargo das IFs a análise do amparo documental. Também não barra operações previamente, no âmbito do módulo do Registro de Operações Financeiras (ROF) do Sisbacen, por exemplo, verificando a adequação *ex ante* das operações, que passam a estar a cargo das IFs. Também não se preocupa mais em verificar ser o cliente de câmbio operador *de facto* no comércio exterior, a cargo também das IFs. Com isso, uma estrutura administrativa de mais de 400 pessoas no BC deixou de estar focada nesse tipo de controle sobre as operações externas. O poder público não obriga mais que os contratos de câmbio tenham determinadas informações, mas também não impede que uma das partes contratantes insista em mantê-las ou até mesmo amplie-as, tendo em vista um resguardo prudencial da IF, ou em decorrência do próprio sentimento de maior responsabilidade em razão da desregulamentação – no limite podendo até resultar em aumento de custo de observância, antes assumido pelo BC. A desregulamentação traz consigo maior responsabilidade e relevância no papel dos agentes autorizados a operar em câmbio.

Após essas alterações, caso uma pessoa física ou jurídica deseje remeter moeda estrangeira ao exterior, seja para aplicações, remessa de lucros ou qualquer outro motivo, este procedimento é efetuado diretamente por um banco, sem intermediários, que remete a outro banco no exterior, desde que devidamente identificadas sua origem e destino. Isto é, todas as modalidades são permitidas, não havendo mais necessidade de recorrer ao antigo mercado paralelo, mesmo que o remetente tenha como única justificativa a constituição de disponibilidades no exterior, possibilidade inexistente na década de 1980 e possível mas cara, burocratizada e também questionável até 2005 (pela associação do uso de contas CC-5 para efetuar remessas ilegais ao exterior em Foz do Iguaçu).

Nesse contexto, uma série de medidas a partir dos anos 2000 foi voltada à simplificação, desburocratização e transparência das operações de empresas e cidadãos residentes, aprofundando o processo de abertura iniciado pelas operações CC-5. Tais operações, que foram objeto de muito questionamento nos anos 1990, sobretudo constituindo canal de fuga de capitais em períodos de turbulência externa, passaram a ser cursadas livremente no mercado de câmbio oficial, com o regime cambial implantando pelo novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), que veio substituir a antiga CNC em 2005, dando legalidade a quaisquer remessas ao exterior, sem limite de valor. A constituição de disponibilidade no exterior passa, então, a ser autorizada formalmente, sem nenhum óbice a tais remessas. Em março de 2005, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou e o BC regulamentou medidas de unificação dos dois mercados cambiais até então existentes, o livre e o flutuante, a simplificação de procedimentos de remessas de recursos para o exterior, com a extinção das contas CC-5 de instituições financeiras e a dilatação de prazo para a cobertura cambial nas exportações, que chegaram até 720 dias do embarque.

Sua grande contribuição foi reduzir as exigências burocráticas para a realização de operações de câmbio no país. Assim, por um lado, formalmente o mercado de câmbio deixou de ser dividido em dois segmentos (livre e flutuante) e passou a ser único (com apenas uma taxa de câmbio), no qual são celebrados todos os tipos de operações por taxas cambiais livremente pactuadas entre as partes, independente da natureza da operação. Por outro, de um regime em que só se podia efetuar remessas ao exterior que estivessem expressamente previstas em norma, o novo modelo passa a

funcionar ao contrário, permitindo qualquer fluxo financeiro ao exterior, a menos que esteja expressamente vedado.

Como regra, quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira passam a ser permitidos, inclusive as transferências para fins de formação de poupança e constituição de disponibilidade financeira no exterior, historicamente vedado pela regulamentação brasileira. Pessoas físicas e jurídicas passam a ser expressamente autorizadas a comprar e vender moeda estrangeira, para qualquer finalidade (lícita), sem limitação de valor, celebrando operações de câmbio com instituições autorizadas. Essa expressa autorização para a compra e venda de moeda estrangeira, independente da finalidade de sua utilização, pode ser considerada um dos principais avanços do RMCCI. Apenas as aplicações no exterior no mercado de capitais e de derivativos por instituições financeiras e por fundos de qualquer natureza devem observar regulamentações específicas, de ordem prudencial.

Outro avanço desregulatório importante esteve no fim da *cobertura cambial* das exportações brasileiras – isto é, da obrigação de internalizar as receitas em moeda estrangeira decorrentes das exportações brasileiras, que havia sido estabelecida por meio do Decreto nº 23.258, de 1933. O rigor desses controles era adequado para a situação de sucessivas crises cambiais pelas quais o País passou, principalmente se se considerar que as receitas de exportação constituíam praticamente a única fonte primária de recursos a contribuir para o equilíbrio do balanço de pagamentos do País. Tal situação foi verdadeira durante todo o processo de substituição de importações desde os anos 1930, mas perdeu o sentido diante da abundância de recursos externos direcionados ao País a partir dos anos 1990. Seu fim deu-se por meio da Medida Provisória nº 315, de 2006, que alterou o texto do Decreto e atribuiu ao CMN a definição do percentual das divisas que poderiam permanecer no exterior. Inicialmente estabelecido em 30% das receitas, o limite foi posteriormente flexibilizado para a totalidade das vendas externas (Resolução do BC nº 3.548/08). Além disso, este novo marco regulatório também alterou dispositivos da Lei nº 4131, de 1962, e ampliou as possibilidades de se registrar operações de câmbio de forma simplificada, objetivando redução de custos de transação, além de tornar mais brandas punições para o não cumprimento das regras.

Em contrapartida, a maior manutenção de ativos no exterior aumentou a relevância do Censo de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), regulamentado ainda em 2001, para captar essa nova dimensão da economia brasileira. Tal estatística, ao lado das reservas internacionais, ajudou a mudar a visão externa da economia nacional, diante da constituição de empresas brasileiras *global players* e a visibilidade de pessoas físicas com grandes volumes de disponibilidades e ativos mantidos no exterior, com os ativos no exterior de residentes no Brasil ultrapassando USD 390 bilhões ao final de 2013, hoje em valor mais expressivo do que as reservas soberanas. A tabela elenca as medidas mais relevantes até a crise de 2008, marcos complementares ao processo iniciado na década anterior.

**Tabela 2. Principais Medidas Liberalizantes na década de 2000**

<b>Normativo</b>	<b>Ementa</b>
Circular 3.027/01	Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) para empréstimos e captação de recursos no exterior com vínculo a exportações (substitui a autorização em papel, ampliando os fluxos).
Circular 3.037/01	Permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior (consolidada na Circular 3.280/05).
Medida Provisória 2.224/01	Regulamenta a prestação de informações ao BC sobre capitais brasileiros no exterior, prevista no Decreto-Lei 1.060, de 1969.
Decisão-Conjunta 9/01	Autoriza DTVMs a intermediarem operações no MCTL.
Circular 3.187/03	Permite remessas de capital ao exterior através de TED.
Lei 10.755/03	Reduz multa sobre remessas para pagamento de importação.
Resolução 3.217/04	Permite liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo.
Resolução 3.250/04	Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante conferência internacional de ações, doação ou permuta de participação societária detida por residentes, decorrente de venda de controle acionário da empresa brasileira.
Resolução 3.265/05, e Circular 3.280/05	Divulga o RMCCI, de caráter liberalizante e desburocratizante, extinguindo o antigo regulamento (CNC) – afasta uma série de exigências anteriores para celebração de contratos de câmbio pelas Ifs.
Resolução 3.311/05	Pulveriza e amplia operações de câmbio dentre os agentes autorizados a operar no mercado.
Resolução 3.312/05	Permite contratação de câmbio para fins de operações de <i>hedge</i> no exterior, por pessoas físicas ou jurídicas residentes no país.
Circular 3.292/05	Facilita captação externa, ao extinguir a exigibilidade de recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio.
Circular 3.304/05	Permite IFs aplicarem em fundos de investimento no exterior (revoga a Circular 2.877/99).

<b>Normativo</b>	<b>Ementa</b>
Circular 3.307/05	Extingue limite para posição de câmbio comprada ou vendida dos bancos autorizados a operar em câmbio.
Medida Provisória 315/06, convertida na Lei 11.371/06	Permite manutenção de recursos de exportação no exterior; permite registro do investimento estrangeiro sem ingresso de moeda estrangeira ( <i>capital contaminado</i> ); permite pagamento com reais em lojas francas; extingue a multa de atraso de pagamento de importação da lei 10.755/03; eliminou exigência de contrato de câmbio em operações até USD3mil.
Resolução 3.412/06	Fim das restrições para aplicações no exterior, no mercado de capitais por pessoas físicas ou jurídicas em geral. Permanecem sujeitas a regulamentação do BCB ou CVM, dentro da área de competência de cada órgão, as aplicações de interesse de instituições financeiras ou de fundos de qualquer natureza.
Resolução 3.426/06	Cria a figura jurídica do Banco de Câmbio.
Resolução 3.548/08	Permite aos exportadores manter no exterior 100% das exportações.
Resolução 3.568/08	Estabelece a figura de Correspondente Cambial, ampliando a rede de atendimento para câmbio em espécie no País (operações até USD 3 mil).
Circular 3.376/08	Permite conta em Moeda Estrangeira (M/E) no País a Seguradoras, Resseguradoras e Corretoras de Seguro, disciplinando os fluxos de seguro de crédito à exportação.

Fonte: elaboração própria.

Por sua vez, a figura jurídica do Banco de Câmbio foi introduzida para elevar a concorrência no mercado de divisas doméstico – ainda que tenha resultado, na prática, em poucas novas instituições autorizadas. Já a implantação do correspondente cambial, da mesma forma que o correspondente bancário, apresentou mais resultado, possibilitando a abertura de novos pontos de atendimento para operações de pequeno valor, com visível alcance ao ampliar a capilaridade para atendimento de operações de câmbio manual e de transferências internacionais. Ademais, em 2008 a Resolução nº 3.568 elevou os limites das operações realizadas por instituições não bancárias, de USD 20 mil para USD 50 mil, num primeiro momento e, a partir de 2012, atingindo até USD 100 mil para quaisquer operações de câmbio não sujeitas ou vinculadas a registro no BC (Circular 3.575/12). Isso também criou maior concorrência no mercado de câmbio, com o crescimento do volume de câmbio contratado pelas instituições não bancárias.

Todavia, esse processo formado por uma série de medidas em direção a um novo conjunto regulatório dos fluxos externos foi pontuado pela adoção simultânea de ações na tentativa de resolver problemas mais conjunturais e específicos com os quais o País se defrontou, com o intuito de solucionar crises pontuais. Medidas em resposta à crise

de 2008-09 constituíram uma nova onda de experiências internacionais com controles prudenciais de capitais, com proeminência da experiência brasileira (veja Jeanne, 2012; Stone *et al.*, 2009). O BC assumiu ativismo no gerenciamento da falta de liquidez externa no final de 2008, basicamente assumindo a função de *lender of last resort* em dólares ao mercado. Da mesma forma que na crise de 2002, o BC injetou dólares substituindo as linhas de crédito e empréstimos externos que secaram por uma janela de seis meses. Nesse sentido, a ação de abertura estrutural é mantida em busca de uma maior integração aos mercados financeiros internacionais, ainda que intercalada por medidas restritivas a fluxos específicos, mas de caráter conjuntural, reativo, endógeno e subordinado, de gestão externa. Não há, portanto, que se pensar em uma clivagem entre os normativos editados no período, entre um caráter estrutural liberalizante, e outro mais conjuntural, restritivo, pois as medidas pontuais são, de certa forma, decorrentes, da própria maior liberalidade das operações de câmbio, que dão forma ao processo final em curso. A tabela 3 resume as principais medidas conduzidas pela Autoridade.

**Tabela 3. Principais medidas regulamentares anticrise (2008-09)**

<b>Medida</b>	<b>Ementa</b>
Resolução 3.633/08	Amplia rol de garantias passíveis para lastro de empréstimo do BC em Moeda Estrangeira (M/E), para assegurar liquidez ao sistema financeiro.
MP 442, convertida na Lei 11.882/08	Autoriza o BC a emprestar M/E para assegurar liquidez do sistema financeiro (função do BC de prestador em última instância em dólar).
Resolução 3.624/08	Permite direcionamento dos empréstimos a instituições financeiras para operações de comércio exterior.
Lei 11.803/08	Autoriza contas de depósito em reais por bancos centrais e IFs estrangeiras que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional; autoriza o Convênio BC-FMI de linha <i>stand by</i> de USD 30 bilhões, e crédito de USD 120 milhões ao BC argentino no âmbito do sistema de pagamento em moedas locais.
Resolução 3.657/08	Permite recebimento das exportações brasileiras em qualquer moeda, inclusive em Reais.
Resolução 3.672/08	Permite BC conceder empréstimos em M/E de até 360 dias a exportadores brasileiros.
Resolução 3.689/09	Amplia possibilidade de empréstimo direcionado para pagamento de linhas e obrigações de IFs no exterior.
Circular 3.436/09	Autoriza prorrogação de prazo de embarque de mercadorias pactuado em contrato de câmbio de exportação (importadores adiaram pagamento, então adiaram-se os embarques).

Fonte: elaboração própria.

O período pós-crise também é caracterizado por medidas liberalizantes, mas de alcance mais restrito, geralmente atendendo a demanda de algum setor econômico específico. Destaque para a autorização para subsidiárias de IFs brasileiras no exterior manterem conta em M/E no País, além de autorizações específicas para atender operações externas do Tesouro e da permissão de transporte de M/E por empresa não financeira, regularizando terceirização como prática de mercado. A Resolução do BC nº 4.051, de 2012, por sua vez ampliou o limite e o rol de operações a serem efetuadas por IFs não bancárias. Ao alterar as regras acerca da participação das corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários no mercado de câmbio, buscou propiciar mais concorrência entre os agentes autorizados a operar em câmbio, especialmente para operações cambiais de menores valores, normalmente de interesse de pequenas e médias empresas. Anteriormente, o limite estabelecido para essas instituições era de USD 50 mil para operações de câmbio de exportação e de importação e relativas a transferências do e para o exterior, de natureza financeira, não sujeitas ou vinculadas a registro no BC. Com a aprovação da referida Resolução, as Corretoras e Distribuidoras de Valores passaram a poder realizar quaisquer operações de câmbio, independentemente da natureza-fato, desde que para liquidação pronta e limitadas a USD 100 mil por operação, permitidas inclusive aquelas relativas a capitais internacionais sujeitas a registro no BC.

No âmbito prudencial, o controle sobre a montagem de posições vendidas foi destaque em 2010, quando o mercado chegou a estar vendido em mais de USD 18 bilhões. Destaque também para o estabelecimento de registro de operações externas de hedge pelas empresas brasileiras no exterior, decorrente das dificuldades de grandes empresas brasileiras não serem de conhecimento tempestivo do BC (tabela 4). No âmbito desburocratizante, a passagem do registro de contratos de câmbio do Sistema de Informações do BC (Sisbacen) para o sistema de mensageria já utilizado para demais transações financeiras no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) representou não apenas atualização e avanço tecnológico, mas uma mudança de concepção da troca de informações com o BC. Houve redução de custos tanto para a Autarquia, que deixou de disponibilizar seu sistema próprio de informática para armazenar todos os dados do Sistema Financeiro Nacional (SFN), para um modelo em que os contratos passam a ser registrados e guardados diretamente em cada Instituição autorizada, com transferência de informações ao BC por meio de sistema mais

simplificado e de menor custo da mensageria, aproveitando a estrutura do SPB. A Circular nº 3.545, de 4 de julho de 2011, marcou o início do novo modelo no mercado primário de câmbio, e a Circular nº 3.591, de 2 de maio de 2012, no mercado interbancário. O legado dos registros de câmbio no BC também foi devolvido às instituições financeiras responsáveis, com o BC extinguindo serviço de consulta ao seu banco de dados, passando cada instituição a gerenciar e assumir os custos próprios de armazenamento.

**Tabela 4. Principais medidas regulamentares pós-crise (2009-14)**

<b>Medida</b>	<b>Caráter</b>	<b>Ementa</b>
Circular 3.448/09	Liberalizante	Permite subsidiárias e controladas de IFs brasileiras no exterior serem titulares de contas em M/E no País.
Resolução 3.833/10	Regulamentar (medida pós-crise)	Determina obrigatoriedade de registro no País de operações de hedge contratado no exterior, como condicionante à remessa ao exterior (medida pós-crise, para fornecer informações ao BC sobre posições de empresas brasileiras no exterior – caso Sadia e Aracruz).
Resolução 3.844/10	Liberalizante	Permite manter no exterior por prazo indeterminado recursos captados via emissão de ações ( <i>depository receipts</i> ) – prazo era até 5 dias para internalizar; amplia prazo para Tesouro captar recursos para antecipar pagamento da dívida de 360 para 750 dias.
Resolução 3.911/10	Liberalizante	Autoriza liquidação de câmbio em até 1500 dias (ajuste para operações específicas de lançamento de títulos do Tesouro).
Resolução 3.914/10	Restritivo (reduz ingresso de capital estrangeiro de curto prazo)	Veda a realização de operações de aluguel, troca e empréstimo de títulos, valores mobiliários e ouro ativo financeiro realizadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BC a investidor não residente.
Circular 3.520/11	Restritivo	Institui compulsório de 60% sobre posição vendida de câmbio acima de USD 3bi, depois ajustado para USD 1bi pela Circular 3.548/11 (para desmontagem de estratégia especulativa).
Resolução 3.965/11	Desburocratizante (irrelevante para o fluxo cambial)	Permite movimentação de M/E no País por empresa de transporte (antes restrito a IFs, que passam a terceirizar o serviço de segurança).
Resolução 4.051/12, e Circular 3.575/12	Liberalizante	Ampliou rol de operações de IFs não bancárias para até USD 100mil, com liquidação pronta e sem registro no BC (era USD 50mil).
Circular 3.580/12	Restritiva (afetou influxos)	Restringe recebimento antecipado exportação apenas ao importador e impôs prazo até 360 dias (afastou bancos) – em junho, a Circ.3.589 reautorizou financiamentos pelos bancos.
Circular 3.672/13	Liberalizante	Permite embarque em até 1500 dias após contratação de câmbio de exportação.

<b>Medida</b>	<b>Caráter</b>	<b>Ementa</b>
Lei 12.865/13	Liberalizante	Altera o art. 65 da Lei 9.069/95, atribuindo a IFs não bancárias a execução direta das operações de câmbio sem intermédio de bancos, prerrogativa antes restrita apenas a bancos (implica autorização para abertura de contas no exterior).
Circulares 3.688 a 3.691/13	Desburocratizante	Extingue o RMCCI, simplificando o sistema de classificação de naturezas-fato das operações de câmbio.
Resolução 4.373/14	Desburocratizante	Consolida dispositivos sobre investimento estrangeiro em portfólio, simplifica as aplicações de estrangeiros mantidas em contas CC-5, amplia papéis de lastro de DRs negociados no exterior (substitui a Resolução 2.689/00).

Fonte: elaboração própria.

Em nível legal, em 2013 a Lei nº 12.865 imprimiu mudança relevante, ao modificar o texto da Lei nº 9.069, de 1995 e ampliar a instituições não bancárias a prerrogativa de realizar diretamente as movimentações de moedas negociadas, derivadas das operações de câmbio, antes restrito a estabelecimentos bancários. A medida afastou o monopólio dos bancos no setor, e possibilita reduzir os custos de operação do segmento não bancário (Corretoras e Distribuidoras), aumentando a capacidade de competição dessas instituições no mercado de câmbio, no intuito de aumentar a concorrência e reduzindo os custos de transação da economia.

Por fim, destaque para a nova regulação do investimento estrangeiro em portfólio, que aglutinou as disposições relativas a aplicações em portfólio de investidores residentes no exterior. Assim, renda fixa e renda variável, inclusive aplicações em quotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e em quotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), passam a ser normatizadas por um único documento, com revogação das resoluções específicas atualmente vigentes para tais fundos. Outra alteração está na possibilidade de que os *Depositary Receipts* – recibos que permitem a listagem e a negociação de ativos brasileiros no exterior – possam ser emitidos tendo como lastro quaisquer valores mobiliários lançados por empresas brasileiras, como debêntures, ampliando os meios de capital de recursos atualmente lastreados só em ações. Também é possível que IFs emitam DRs lastreadas em Letras Financeiras subordinadas ou outros instrumentos de dívida elegíveis a compor seu Patrimônio de Referência (PR). Assim, ao reduzir custos de transação, empresas e bancos passam a alcançar novo rol de investidores estrangeiros que querem fazer investimento sem necessariamente entrar no Brasil. Além disso,

barateiam as captações no exterior, já que as empresas brasileiras não precisarão fazer uma emissão específica no exterior, emitindo apenas no Brasil e lançando DRs equivalentes lá fora.

A mesma Resolução também substituiu 18 normativos e permite que estrangeiros com conta CC-5 no Brasil façam aplicação no mercado de capitais sem realizar operação de câmbio – superando a dificuldade anterior de o estrangeiro precisar mandar os recursos ao exterior e, depois, reenviá-los ao Brasil para aplicá-los no mercado de capitais. A medida visa a reduzir o custo operacional dessa operação, o que tende a facilitar captações externas.

### **3 CONSTRUÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DA POLÍTICA CORRENTE DE GESTÃO DE FLUXOS DE CAPITAIS ESTRANGEIROS**

Um aspecto a ser observado é que, em regime de câmbio flutuante e com maior movimentação cambial, o BC não tem intervindo no mercado a fim de controlar a taxa cambial de forma mais rígida. Isso pode ser identificado já a partir da permissão da forte desvalorização cambial ao final de 2002. Já naquele momento, diante de uma forte saída de capitais, o BC não atuou no sentido de manutenção da estabilidade da taxa de câmbio, naquele período já não utilizando de restrições sobre *outflows*, comum diante de períodos de estresse, inclusive diante da não renovação concomitante das linhas de crédito comercial.

Da mesma forma, em 2005, o BC parece também não mais utilizou esses mecanismos de gestão conjuntural da Conta Capital<sup>3</sup> diante de excessiva entrada de fluxos externos, não influenciando na definição ou na formação da taxa cambial, mantendo-se a trajetória de forte valorização do Real até o começo da crise de 2008. De fato, o discurso corrente de intervenções no mercado futuro, via *swaps* cambiais, é de redução da volatilidade do câmbio, sem, entretanto, buscar uma meta cambial ou alterar *de facto* a trajetória altista ou baixista, da taxa. Isso questiona a real eficácia, ou funcionalidade, desse tipo de intervenção no mercado.

Assim sendo, a experiência brasileira recente não tem se caracterizado pela introdução de controles sobre saídas (em 2002) nem sobre entradas de capitais (em 2005), deixando o mercado cambial à mercê da livre movimentação dos fluxos

---

<sup>3</sup> Por tradição da literatura, utilizam-se os termos *Conta Capital* de maneira ampla e elástica, referindo-se especialmente aos fluxos registrados na *Conta Financeira* do Balanço de Pagamentos do País.

financeiros. Isso já foi constatado na literatura, com Arida (2004, p. 4) até considerando que essa característica de impor controles de câmbio teve seu uso efetivo *gradativamente reduzido ao longo dos anos*, refletindo uma nova postura em construção concomitante ao processo de abertura gradual<sup>4</sup>.

Todavia, as medidas desregulatórias estiveram associadas a um maior ativismo da Fazenda, caracterizado pela implementação de medidas de caráter *market friendly*, por meio da calibragem de IOF sobre fluxos de capitais a serem controlados. De fato, a tradição no uso de medidas conjunturais de gerenciamento dos fluxos diante de turbulências externas ou de excesso de influxos marcou todo esse processo de abertura externa ao longo dos anos 1990. Oreiro *et al.* (2004, p. 13) apontam que o Governo, no período, reagia à entrada de capitais aumentando o controle em períodos de *boom* principalmente via cobrança de IOF sobre os ganhos de aplicações financeiras dos investidores externos no país, liberalizando a restrição nos períodos de crise. Dada uma circunstância de excesso de liquidez internacional, controles seriam implementados para restringir seu ingresso, enquanto numa conjuntura de falta de liquidez – como em decorrência de efeito contágio e comportamentos miméticos –, os controles seriam flexibilizados com vistas a estimular o ingresso desses capitais, sobretudo de curto prazo.

A intensidade regulatória seguiria, portanto, uma função de reação do Governo a mudanças de direção nos fluxos de capitais, e não o contrário. Ou seja, que os fluxos respondessem a uma legislação de caráter mais ou menos restritiva, diante de um quadro de liberdade ampla de movimentação financeira. Esse sentido de causalidade tem sido claro e reconhecido na literatura, com a Hipótese da Endogenia dos controles, de Cardoso e Goldfajn (1998) sendo muito hábil em captar essa dimensão. Nesse caso, importa observar o *timing* de implementação de medidas restritivas aos fluxos externos, facilmente concluindo-se que geralmente derivam de uma situação externa desfavorável, sendo revogada posteriormente, com a volta da normalidade dos fluxos, ou a reversão da tendência que se procurou conter.

---

<sup>4</sup> Esse processo também é chamado de liberalização financeira, ou integração financeira do País com os fluxos internacionais. Alguns preferem o termo conversibilidade (ou abertura) da Conta de Capitais do Balanço de Pagamentos, o que significa tornar a moeda nacional livremente conversível em moeda de outros países (principalmente, o dólar e o euro – e vice-versa). Assim, recursos poderiam ser enviados e recebidos do exterior sem quaisquer restrições.

Geralmente controles são aplicados sobre a entrada dos fundos estrangeiros por meio basicamente do IOF, criando uma tradição *market-friendly* no gerenciamento dos fluxos. Decorre a vantagem da familiaridade e da experiência acumulada pelo governo para melhor calibrar a alíquota do IOF necessária para controlar os fluxos, dado o conhecimento acumulado em episódios passados. Também permite que o sistema financeiro introduza as novas medidas mais facilmente, pela experiência adquirida, da mesma forma melhor assimiladas pelos agentes econômicos (Ostry *et al.*, 2010). Isso cria um ambiente com mais *certeza jurisdicional*, na linha do proposto por Arida, Bacha e Lara-Resende (2003), com a vantagem de que o IOF seja um instrumento de mercado que não proíbe fluxos, mas cria incentivos direcionais para guiá-los, aplicado sobre os influxos.

Nesse contexto de liberdade de fluxos, medidas conjunturais não constituiriam componente relevante do chamado *Risco-Brasil* – diferenciação relevante, à medida que o nível de controles constitui *reação, ex post*, ao comportamento dos fluxos de capitais, com a capacidade de gerenciar o mercado de câmbio e reduzir o nível de risco-país (Ferrari *et al.*, 2005). Isso implica que a possibilidade de reintrodução de controles sobre os fluxos de capitais amplia a capacidade de gerenciamento da economia, como instrumento eficaz diante de reversões nos fluxos, e da falta ou até excesso de dólares. Além disso, essa tradição de gerenciamento no Brasil tem focado basicamente fluxos de portfólio, por definição mais voláteis, nunca afetando o IED, e apenas recentemente sendo aplicado também sobre empréstimos externos. Isso corrobora o foco do gestor sobre a volatilidade dos fluxos de curto prazo.

Portanto, apesar de, num plano estrutural, o movimento ter sido cumulativo e na direção da desregulamentação, em alguns momentos foram utilizados instrumentos de natureza mais conjuntural, com o objetivo de calibrar a entrada de recursos às necessidades do País (Biancareli, 2004, p. 2). Muitas vezes se utilizando da manipulação complementar de prazos mínimos para empréstimos e amortizações, a calibragem das alíquotas do IOF sobre os influxos externos foi particularmente utilizada durante a introdução do Plano Real, quando a situação era de abundância de influxos de capitais. Isso propiciou ao Executivo capacidade de resposta eficiente, rápida e precisa, às mudanças conjunturais da realidade econômica. A instabilidade de determinadas situações e estados econômicos, sujeitos a permanentes flutuações – flutuações que definem seu caráter conjuntural –, impõe sejam extremamente flexíveis e dinâmicos os

instrumentos normativos para dar correção a desvios ocorridos no desenrolar do processo econômico e no curso das políticas públicas que se esteja a implementar. Ou seja, a própria capacidade normativa de conjuntura, via da qual se pretende conferir resposta à realidade que as flutuações da conjuntura externa a todo o tempo impõem.

Como salientam Eichengreen *et al.* (1999), políticas públicas específicas podem influenciar o volume de certos tipos ou maturidades de transações financeiras, num ambiente de ampla integração financeira com o exterior. Por exemplo, governos podem querer reduzir o excesso de *herd behavior*<sup>5</sup>, introduzindo controles indiretos (*market-based*), como impostos, ou requerimentos de capitais diferenciados ou de depósitos não remunerados, para desencorajar uma particular categoria de transação da Conta Capital, como uma excessiva dependência em dívida em moeda estrangeira de curto prazo. O uso de tais instrumentos, que modificam o comportamento dos fluxos pela alteração dos preços relativos, tornando algumas operações mais custosas, não seria incompatível com a finalidade de liberalização da Conta Capital. Uma característica positiva da adoção desse tipo de controle está na sua maior eficiência em comparação com outras medidas administrativas diretas – como proibições ou limites quantitativos –, dado que permitiriam a *adesão* e não o confronto do mercado (Carvalho e Sicsú, 2007). Assim, acima de tudo, não se limita a liberdade dos agentes em transacionar com o exterior, diferentemente dos controles ou restrições diretas utilizadas no passado.

Em particular, o IOF, originalmente estabelecido em 1993, tem sido utilizado como instrumento eminentemente de política econômica, com caráter arrecadatório apenas secundário – talvez um pouco mais eminente quando substituiu a CPMF a partir de 2008. Num primeiro momento, verificou-se a recorrência a seu uso mais intenso ao longo da primeira fase do Plano Real (1993-2002). Em 1994, diante do predomínio de investimentos de portfólio – ações, fundos de aplicação financeira, fundos de privatização –, que se caracterizam pela possibilidade de refluir rapidamente em resposta a incertezas, queda na taxa de juros interna, aumento na taxa de juros internacional e necessidade de compensação de perdas em outros mercados financeiros,

---

<sup>5</sup> *Herd behavior* é um termo usado para descrever situações em que os agentes econômicos reagem todos da mesma forma, mas sem um planejamento coletivo prévio. Ocorre diante de informação assimétrica ou incerteza, quando uma grande parcela dos agentes participantes de um dado mercado não tem informações suficientes para a tomada de decisão - acerca do mercado de ações, mercado cambial ou o mercado de crédito, por exemplo. Nesse caso, a decisão racional ótima de cada agente é imitar a decisão dos demais, supostamente mais bem informados, formando um *comportamento de manada*.

medida relevante constituiu-se pela introdução de algumas restrições à entrada do capital estrangeiro, para evitar maiores pressões cambiais, ao lado da estipulação de uma margem para a flutuação do dólar (Gremaud *et al*, 2009). Em 1993 e 1994, a forte entrada de recursos ensejou a adoção de certos tipos de controles de capitais no intuito de também selecionar o tipo de recurso ingressante. Medidas como a Portaria nº 111, do Ministério da Fazenda, de 02 de março de 1994, que estabeleceu a incidência de IOF para o ingresso de capitais via Anexos I a IV, e a Portaria MF nº 534, de 19 de outubro de 1994, que elevou de 0 para 1% a sua alíquota nesses Anexos – e de 5 para 9% nos fundos de renda fixa. Com a crise do México, no início de 1995 essas alíquotas voltaram a seus respectivos valores de 0 e 5% (Portaria 95, de 9 de março de 1995).

O IOF, para regular os fluxos, também foi utilizado de forma mais pronunciada a partir de 2007. Nos últimos anos, o IOF tem sido uma *ferramenta-chave* na regulação dos fluxos de capitais, ganhando destaque com a edição de uma nova regulamentação básica (Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007), que veio a substituir o Decreto nº 4.494, de 2002. Em linhas gerais, o Brasil introduziu o IOF sobre influxos externos em outubro de 2009, inicialmente a uma alíquota de 1,5% mas logo aumentado para 2%, aplicados a todos influxos exceto IED, diante do retorno dos capitais estrangeiros direcionados ao País. A facilidade de sua aplicação relaciona-se com o fato de que os sistemas de registros eletrônicos de operações financeiras do BC permitem a fácil distinção dos fluxos em relação a transações da conta corrente ou de IED, constituindo uma das razões de sua eficácia. Dado que a alíquota não era proporcional ao período de permanência dos capitais em ativos brasileiros, a taxa tributária implícita era relativamente menor para ativos de longo prazo, mantidos por períodos temporais mais longos, o mesmo ocorrendo para ativos de curto prazo repetidamente rolados, todavia inviabilizando, economicamente, movimentações de curtíssimo prazo. Ou seja, criou-se um desincentivo para estrangeiros investirem no curto prazo no País, ao mesmo tempo incentivando-os a permanecer com ativos domésticos por períodos mais prolongados. É a mesma lógica subjacente à quarentena chilena dos anos 1990.

A tabela 5 sumariza as principais modificações recentes sobre fluxos de capitais externos. Basicamente, o IOF foi aplicado sobre dois tipos básicos de influxos: empréstimos e investimento em portfólio (renda fixa e variável), com o investimento estrangeiro direto (IED) mantendo-se não taxado.

**Tabela 5. Alíquotas do IOF sobre influxos de capitais estrangeiros (2008/14)**

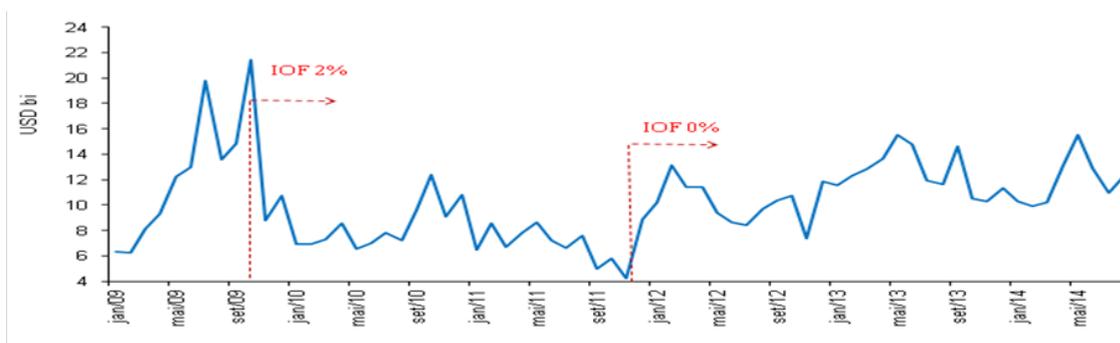
<b>Modalidade</b>	<b>Data de alteração (alíquota imposta)</b>					
Portfólio-ações	Set/09 (2%)	Dez/11 (0%)				
Portfólio-renda fixa	Mar/08 (1,5%)	Out/08 (0%)	Set/09 (2%)	Out/10 (4%)	Out/10 (6%)	Jun/13 (0%)
Empréstimos						
até 90 dias	Mar/11 (6%)					
até 180 dias	Jun/14 (6%)					
até 1 ano	Mar/11 (6%)	Jun/14 (0%)				
até 2 anos	Abr/11 (6%)	Dez/12 (0%)				
até 3 anos	Fev/12 (6%)	Jun/12 (0%)				
até 5 anos	Mar/12 (6%)	Jun/12 (0%)				

Fonte de dados brutos: *site* do Ministério da Fazenda. Obs.: Legislação do IOF imposta pelo Decreto 6.306 (dez/2007), com alterações posteriores nas alíquotas previstas nas operações do art.15A; IOF sobre constituição de margem de garantia de Derivativos na BM&F, todavia não elencado pela sua pequena relevância sobre os fluxos.

É possível verificar que o IOF induziu algum grau de alteração na composição e no volume dos influxos externos de capitais. Não foi à toa que, durante a crise de 2008, um dos instrumentos anticrise foi a redução desse tributo sobre os influxos, no sentido de contrabalançar as saídas expressivas de moeda estrangeira à época, e gerenciar a estabilidade das transações externas. Posteriormente, com o retorno dos fluxos ao mercado doméstico em 2009, o IOF foi majorado em setembro daquele ano, enquanto que em dezembro de 2011 foi novamente zerado, diante da queda dos fluxos externos (Decreto nº 7.632, de 1º de dezembro de 2011).

De fato, essa experiência brasileira com as medidas do IOF, implementadas anteriormente à segunda etapa da crise internacional inaugurada em 08 de agosto de 2011, demonstrou que os fluxos de portfólio mais voláteis, como de ações, não sofreram reversão súbita à época, gerando menor potencial disruptivo derivado para todo o mercado de câmbio doméstico. Em 2011, os fluxos mais voláteis de investimento em portfólio já estavam bastante reduzidos, com os ingressos de portfólio-ações caindo de USD 220 bilhões, em 2008, para USD 85 bilhões em 2011. Assim, o Brasil chegou à segunda etapa da crise internacional em 2011 com maior estabilidade nos fluxos de caráter eminentemente mais volátil, impedindo que constituíssem fator adicional de turbulência em cenário já de estresse financeiro generalizado. Isso imprimiu caráter virtuoso adicional à manutenção da percepção de estabilidade macroeconômica do País, reduzindo o potencial de parada e reversão súbita e evitando o início de um processo de reversão de expectativas e dos próprios fluxos de capitais externos.

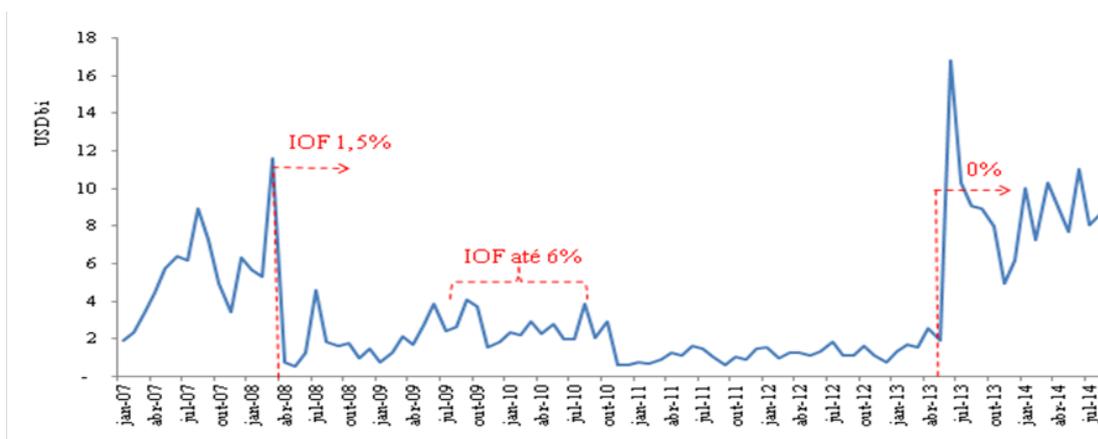
**Figura 1. Influxo estrangeiro para Portfólio-Ações, 2009-2014 (USD bi)**



Fonte de dados brutos: BC.

Na renda fixa, fluxos excessivos de financiamento ao déficit público levaram o governo a impor IOF em dois períodos principais. Num primeiro momento no primeiro semestre de 2008, mas logo revertido em setembro devido à crise externa secando o Mercado de câmbio doméstico; e mais adiante em 2009-2010 gradualmente atingindo a alíquota de 6%, revertida apenas em junho de 2013, com a parada dos fluxos estrangeiros (figura 2).

**Figura 2. Influxo estrangeiro de Portfólio-Renda Fixa, 2007-2014 (USD bi)**

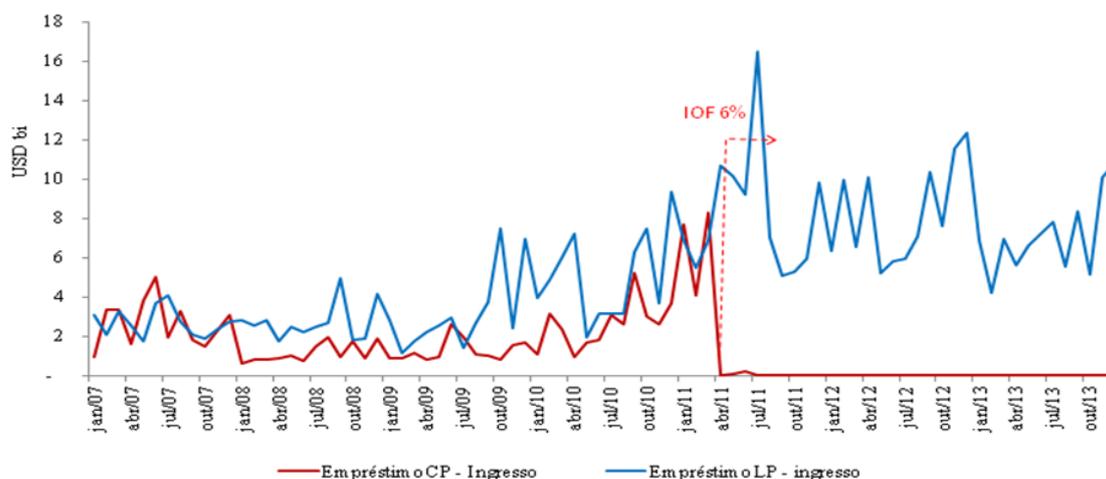


Fonte de dados brutos: BC.

Um efeito claro de alteração nos influxos deu-se também em decorrência da extensão do IOF sobre as captações de empréstimos externos de curto prazo em 2011. A partir de então, os fluxos de empréstimos com prazo médio de amortização menor que um ano praticamente secaram, migrando para operações mais longas (figura 3). Isso demonstra a capacidade de adaptação do mercado em direção a um cenário externo mais estável, de forma a coordenar os fluxos de financiamento externo durante uma janela temporal em que os níveis de juros internacionais estavam historicamente baixos, relacionados às políticas monetárias expansionistas nas economias centrais. Além disso,

o IOF foi objeto de extensão para novos influxos com maturidade atingindo até 5 anos, posteriormente retornando para maturidades médias menores e atualmente atingindo apenas influxos de até 180 dias.

**Figura 3. IOF sobre influxos de Empréstimos Externos, 2007-2013 (USD bi)**



Fonte de dados brutos: BC.

A resposta dos fluxos a cada alteração de IOF corrobora as percepções da literatura. Decorre que uma série de trabalhos na literatura tem também identificado esses efeitos significativos do IOF no gerenciamento de fluxos de capitais, especialmente de curto prazo. O FMI (2011), por exemplo, identifica efeito no curto prazo, possivelmente devido à sinalização de futuras medidas que possam potencialmente gerar e que podem afetar a composição dos fluxos de capitais. Ou seja, o benefício seria mais relacionado à própria *sinalização* dos gestores públicos do que propriamente dos custos efetivos diretos derivados dos controles já implementados. Baba e Kokenyne (2011) entendem que controles prudenciais estariam geralmente associados a um decréscimo nos influxos de capitais e a um aumento na maturidade dos prazos de captação externa, ainda que seus efeitos possam ser temporários.

Para Forbes *et al.* (2012), o aumento do IOF poderia reduzir suavemente o risco de formação de bolhas e superaquecimento do mercado de ações, corroborando a ideia de que teria propiciado ao Brasil chegar à segunda fase da crise financeira internacional (efeito Grécia, em agosto de 2011), com reduzida turbulência externa e capitais externos reduzidos. Baumann e Gallagher (2012) também identificam um impacto significativo do IOF, ainda que pequeno, de mudança na composição dos influxos externos em direção ao investimento de maior maturação, no nível e na volatilidade da taxa cambial

e no preço de ativos domésticos. Munhoz (2013), por meio de um modelo de vetores auto-regressivos, também conclui que fluxos de portfólio respondem a alterações nas alíquotas de IOF.

De fato, há hoje uma situação que propicia um IOF muito mais efetivo do que no passado, quando a preocupação era reduzir as saídas de capitais do País. Naquela época, as empresas burlavam os controles via alteração dos valores de exportação e importação, por exemplo, além de usar o mercado paralelo de câmbio para enviarem remessas ilegais ao exterior. Por sua vez, reduzir o movimento contrário – de entrada de capitais –, acaba tendo maior eficácia, num contexto de excesso de fluxos, pois as medidas são instrumentalizadas pelas próprias IFs que não têm incentivo maior em burlar a legislação cambial.

#### **4 FUNCIONALIDADE MACRO E MICROECONÔMICA SUBJACENTE À REGULAÇÃO DO MERCADO DE CÂMBIO E DOS FLUXOS DE CAPITAIS**

##### **4.1 QUESTÕES MACROECONÔMICAS E REGULAÇÃO CAMBIAL**

A regulação das operações de câmbio é tema que tem sido constantemente revisitado. Como a globalização financeira tem-se caracterizado pela recorrência de episódios de crise, controles prudenciais ainda constituem mecanismo muito realista para o gerenciamento externo de uma economia emergente integrada financeiramente, como tem sido visto há pelo menos 200 anos (Magud, Reinhart, Rogoff, 2011). Após a crise financeira de 2008, o tema adquiriu status de instrumental de política macroprudencial (Akerlof *et al.*, 2014), com diversas experiências e perspectivas implementadas por distintas economias durante o período de construção do atual mercado financeiro globalizado no período pós-Bretton Woods, buscando imprimir maior estabilidade econômica. De acordo com o que Griffith-Jones, Ocampo e Stiglitz (2010), Blanchard *et al.* (2012), Gallagher (2014), entre outros, sugeriram, a crise de 2008 trouxe à vista a necessidade de regulação dos fluxos de capitais, com a adoção de medidas prudenciais corrigindo distorções anteriores criadas sob políticas *laissez-faire*.

O que se observa é que arranjos regulatórios são adotados como regra pelas economias emergentes e, de forma mais acentuada ou não, todas as jurisdições possuem regramentos específicos para operações externas, como bem mostra os relatórios anuais

do FMI<sup>6</sup>. Como um imposto global sobre transações em moeda estrangeira, *a la* Tobin (1978), parece de difícil coordenação entre as jurisdições – como mecanismo para reduzir a especulação desestabilizadora nos mercados financeiros internacionais –, a política ótima de gerenciamento externo deve ser de âmbito doméstico, nem desregulamentando totalmente o mercado de câmbio nem regulando-o em excesso, mas assumindo a necessidade de gerenciar a vulnerabilidade intrínseca associada aos fluxos de capitais, sempre acentuada em períodos de crise financeira internacional, especialmente diante do reposicionamento dos investidores globais.

O objetivo primordial é buscar a estabilidade entre os fluxos de oferta e demanda de moeda estrangeira, visando proporcionar segurança aos investidores e aos que possuem obrigações com o exterior, e garantindo um ambiente tranquilo para realização de transações financeiras com o exterior. Em nível internacional, a maioria das economias em desenvolvimento ainda retém algum tipo de controle sobre os fluxos de capitais externos, dada a volatilidade macroeconômica constituir condicionante inerente desse processo.

No cenário específico da América Latina, fluxos de capitais são relevantes para a definição das políticas públicas, mas constituem também fonte primária de instabilidade e vulnerabilidade. Os movimentos pós-crise ilustram a volatilidade presente, que é mais pronunciada do que a variação do nível de atividade econômica: após um período de influxos em 2008, influxos de portfólio e empréstimos externos reverteram ao final do ano, recuperaram-se em 2009 e então caíram ou reverteram profundamente ao final de 2011, com outra recuperação e reversão em 2012 (BIS, 2012).

De fato, a adoção de um regime de plena conversibilidade monetária não encontra forte suporte teórico nem evidência empírica robusta. Em transações externas em que moedas domésticas não possuem o mesmo grau de aceitação em nível internacional, é comum existirem restrições em relação às transações de capitais de residentes e não residentes, refletindo o maior ou menor grau de facilidade de efetuar operações com o exterior, dentro da busca do equilíbrio das relações externas.

No Brasil, ‘mesmo que a desregulamentação cambial tenha adquirido natureza estrutural, com a sociedade não concebendo hoje a volta das restrições passadas, especialmente diante do retorno dos fluxos internacionais às economias emergentes a

---

<sup>6</sup> *Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions – AREAER.*

partir dos anos 1990 e da presença de uma ampla liberdade dos fluxos nunca vista no País, a nova realidade externa ainda traz consigo preocupações de gestão macroeconômica externa. Não apenas a falta e o excesso de fluxos, mas também a crescente vulnerabilidade externa tem apontado que desmontar o aparato regulatório macroprudencial pode não ser a política mais adequada a ser adotada especialmente por economias emergentes, naturalmente caracterizadas pelo *original sin*, a la Eichengreen e Hausmann (1999)<sup>7</sup>.

Ainda que não exista, hoje, um quadro de restrição externa ao País, caracterizado pela falta de moeda estrangeira como ocorrido ao longo dos anos 1980, a vulnerabilidade externa, associada à reversão e paradas súbitas dos fluxos, ainda é presente, mesmo que esteja sob controle, auxiliada pela percepção de menor risco-país e *investment grade* do País, e com reservas internacionais robustas constituindo o verdadeiro quarto pilar macroeconômico da economia, com o governo federal posicionado em moeda estrangeira.

Os dados externos são ilustrativos. Influxos externos correntes têm sustentado os compromissos internacionais no curto prazo, mas o déficit em Transações Correntes (TC), em nível elevado de USD 80 bi/ano (-3,6% do PIB), mostra uma situação desconfortável, não coberto por influxos de IED. É característica estrutural a existência de problemas relevantes no Balanço de Pagamentos, especialmente registrados nas contas de Serviços (aluguel de equipamentos, transporte, seguro, viagens) e Rendas (juros, lucros, dividendos e salários), aprofundados naturalmente com a maior abertura da economia ao capital estrangeiro. Em 2013, inclusive, o déficit em TC não foi compensado totalmente nem pela Conta Financeira, tendo ocorrido saldo cambial negativo em mais de USD 10 bilhões, pior resultado da série histórica do fluxo cambial brasileiro. Os dados para 2014 novamente mostram fluxo cambial negativo no ano (até agosto). Na ótica dos estoques, o passivo internacional acumulado foi aprofundado especialmente a partir de 2003, com estoque de investimento estrangeiro em carteira oscilando na faixa de USD 600 bilhões, e dívida externa crescente atingindo o patamar de USD 320 bilhões.

---

<sup>7</sup> *Original sin* é uma expressão comumente utilizada na literatura especializada para se referir a uma situação na qual um país não é capaz de se financiar externamente em sua própria moeda doméstica. É característica à maioria das economias em desenvolvimento.

Nesse contexto, a literatura tem sugerido uma série de motivos por que controles macroprudenciais externos constituem política ótima *second-best*, ou ao menos *welfare-improving*. Por um lado, fluxos externos podem financiar déficits externos que de outra forma seriam insustentáveis – como o grande déficit do País em TC –, mas que também podem resultar em quedas muito mais pronunciadas na fase descendente dos ciclos econômicos. Também podem contribuir para desbalanceamentos financeiros internos, pelo crescimento excessivo do crédito e da tomada de risco, pela formação de bolha de ativos, ou pelo descasamento pronunciado de prazos e moedas, fatores que amplificam os ciclos e impõem custos muito maiores no caso de reversão dos fluxos. O FMI (2011) sugere adoção de medidas de controle sobre fluxos de capitais para situações específicas, como quando a moeda doméstica está valorizada, e quando as economias estão superaquecidas e não há espaço para políticas fiscais contracionistas.

A regulação sistêmica ou macroprudencial também pode ser desenhada para reduzir distúrbios e instabilidade sistêmica e garantir, no longo prazo, trajetórias mais consistentes de crescimento com integração à economia internacional. Ressalta-se, também, o contexto onde predominam taxas de câmbio flutuantes e voláteis, sobretudo em períodos de turbulência externa ou interna. Atualmente, a racionalidade dos controles engloba o medo da apreciação da moeda, diante de influxos excessivos, além de proporcionar mais autonomia à calibragem de juros das políticas monetárias. Ou seja, apreciação cambial excessiva e o superaquecimento do nível de atividade doméstica, além de questões como a vulnerabilidade financeira e reversões súbitas dos fluxos.

Recentemente, tem sido considerada eficaz mesmo diante de estratégias de investidores em contornar as barreiras normativas, dada a imposição de custos de transação maiores funcionando como *areia nas engrenagens* dos fluxos financeiros externos (Ostry *et al*, 2010). Mais ainda, essa prática tem sido mais aceita inclusive por instituições multilaterais como o FMI (veja Ostry *et al*, 2010, 2011). Defensora da remoção de quaisquer controles sobre fluxos internacionais até a crise Asiática de 1997, a entidade iniciou um processo lento de conversão que culminou, no pós-crise 2008, na explicitação aberta de suporte a controles de capitais como instrumento legítimo de gerenciamento macroprudencial.

Isso sugere que a desregulamentação financeira plena não tende a ser relevante, com o uso de instrumentos de controle macroprudencial sobre os fluxos constituindo mecanismo útil para o gerenciamento das economias emergentes (De Paula, 2010).

Ao menos no curto prazo, tendem a afetar o volume e a composição dos fluxos no Brasil, reduzindo a instabilidade macroeconômica (Goldfajn e Minella, 2005) – como se procurou mostrar na seção anterior. Isso é importante até porque, mesmo depois de adquirir status de *investment grade* e permitir o aporte de capitais mais estáveis (de fundos de pensão e seguradoras internacionais), grande parte dos fluxos de portfólio ainda é voltada a ganhos de curto prazo (portanto mais sujeitos a movimentos rápidos entre mercados), o que inclui gerenciadores de ativos do tipo de *hedge funds* e outros fundos de investimento internacionais.

De fato, normativos prudenciais ainda são importantes instrumentos a impedir contágio a crises externas na economia doméstica. Se, por exemplo, a restritiva Circular nº 2.877, de 17 de março de 1999, não estivesse mais em vigor, os efeitos da crise do *subprime* de 2008 poderiam ter sido ampliados no Brasil, por meio da deterioração de ativos do SFN caso fossem mantidos no exterior em maior valor, reduzindo sua capacidade de intermediação financeira doméstica. Ao vedar IFs a adquirirem, de forma direta ou indireta, quotas de fundos de investimento no exterior, a norma do BC reduziu a exposição e o risco do SFN a oscilações bruscas nos mercados financeiros e de capitais externos, protegendo, ao fim, a economia doméstica. Isso indicou duas importantes lições. Por um lado, que uma total desregulamentação financeira poderia acabar produzindo ou ampliando os efeitos adversos derivados de crises financeiras internacionais sobre o País. Por outro, que uma economia doméstica com mecanismos de gerenciamento financeiro prudencial, impondo limites à integração financeira externa, constitui modelo seguro diante de turbulências financeiras internacionais, ao reduzir a exposição ao exterior. Isso sugere que ainda há relevante espaço para as economias emergentes utilizarem tal instrumental à disposição do gerenciamento externo da economia doméstica.

#### **4.2 QUESTÕES MICROECONÔMICAS E REGULAÇÃO CAMBIAL**

Também no espectro microeconômico, há uma série de preocupações regulatórias sobre as operações de câmbio especialmente relacionadas com o combate ao financiamento do terrorismo e à lavagem de dinheiro, além da própria figura do crime de evasão de divisas. Como já reconhecido por Franco e Pinho Neto (2004), há um limite para a desregulamentação das operações externas, seja por questões de natureza tributária, prudencial, ou de combate à lavagem de dinheiro, sendo que o Brasil

segue os acordos internacionais na área, refletidos sobre o monitoramento das operações pelo BC – a regulação, prudencial, é requerida devido à necessidade de prevenção de que crises cambiais afetem e se alastrem pelo sistema bancário.

O novo cenário das relações internacionais e a percepção da ameaça terrorista geraram consequências não apenas para os governos nacionais, instados a maior grau de cooperação entre si e a esforços de atualização de suas legislações e estruturas administrativas voltadas para o enfrentamento do terrorismo, mas também para as pessoas e empresas, que passaram a se deparar com novos obstáculos à movimentação de pessoas e produtos entre países (Esteves, 2007, p. 93). Nesse caso, uma analogia pode ser feita: os inconvenientes com que os viajantes internacionais se deparam ao terem de passar por toda uma estrutura de segurança para poderem transitar além-fronteiras são aqueles mesmos com que os agentes se deparam para realizar operações de câmbio – custo de transação que acaba sendo suportado por toda a sociedade organizada, já que a livre movimentação de capitais pode exacerbar a criminalidade no Brasil ou em qualquer outro país.

De qualquer forma, é por meio de instituições, ou regras, que as economias são reguladas, provendo estrutura e ordem ao cotidiano das sociedades por meio de regras acordadas visando redução de incertezas e coibindo comportamentos antiéticos das partes (North, 1990), no limite reduzindo custos econômicos e sociais derivados de ilicitudes relacionadas à lavagem de dinheiro e ao terrorismo.

Como a ONU (2009) mostra, organizações criminosas e grupos terroristas desenvolvem redes internacionais e estabelecem alianças de conveniência com alcance transfronteiriço, já que a globalização permitiu que ambas as organizações expandissem e diversificassem suas atividades, aproveitando a internacionalização das comunicações e dos sistemas bancários, bem como a abertura de fronteiras para facilitar suas atividades. Além disso, a dificuldade intrínseca em conhecer efetivamente as pontas dos fluxos cambiais (que se situam em jurisdições distintas), torna propício que operações de câmbio sejam alvo constante de uso desse tipo de organização fora da lei. Seja pela ausência de controle jurisdicional efetivo, pela tolerância a organizações terroristas e suas atividades, ou até mesmo pelo apoio ativo a organizações terroristas, tem-se que paraísos fiscais e estados institucionalmente mais fracos criam ambientes propícios, até mesmo dando apoio, à disseminação de organizações terroristas.

Nesse contexto, a recomendação básica do BIS é para as jurisdições adotarem procedimentos de controle de forma a mitigar o risco de uso dos sistemas financeiros formais ou mesmo dos canais não regulamentados, como a própria movimentação de recursos em dinheiro vivo, que constitui preocupação global. Isso porque os serviços e os produtos disponíveis por meio do setor financeiro formal podem servir como veículos para movimentação de fundos que apoiam organizações terroristas e custeiam os atos terroristas. Diante da velocidade e da facilidade com que os fundos podem ser movidos pelo sistema financeiro internacional, terroristas e contraventores podem acabar movimentando recursos de forma eficiente e eficaz, muitas vezes sem detecção entre as jurisdições e até mesmo dentro delas. Além disso, a identificação e a interrupção do financiamento do terrorismo são mais difíceis quando as autoridades são confrontadas por redes informais de apoio que não operam como parte de organizações bem estruturadas com papéis claros e linhas de prestação de contas. Nesse caso, o movimento físico de dinheiro em espécie, como forma de transferência de fundos à margem das salvaguardas de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e Combate ao Financiamento do Terrorismo (PLD/CFT) que devem caracterizar o ambiente de negócios em IFs, acaba sendo a forma menos usual de transferências internacionais de recursos.

De sua parte, o Brasil também é aderente aos esforços de coordenação internacional, e segue as Resoluções do Conselho de Segurança da ONU ao impor restrições aos negócios realizados, atualmente, com agentes em onze países listados. São eles: Afeganistão, República Democrática do Congo, Costa do Marfim, Coreia do Norte, Eritreia, Irã, Iraque, Libéria, Líbia, Somália e Sudão, para os quais se recomenda redobrar a atenção, ressaltando-se que cuidados devem ser tomados para todo e qualquer fluxo de recursos, mercadorias e pessoas. Ainda que, em termos macroeconômicos, os fluxos do Brasil com essas jurisdições não sejam expressivos, sob a ótica microeconômica e, quando analisados do ponto de vista do combate ao financiamento ao terrorismo, qualquer valor torna-se expressivo. Giram na casa dos milhões de dólares, cabendo uma análise mais minuciosa e com foco específico para o tema.

Por sua vez, como uma das autoridades administrativas encarregadas de promover a aplicação da Lei nº 9.613, de 1998, o BC editou normas estabelecendo que as instituições financeiras e demais instituições sob sua regulamentação devem manter

atualizados os cadastros dos clientes; manter controles internos para verificar, além da adequada identificação do cliente, a compatibilidade entre as correspondentes movimentações de recursos, atividade econômica e capacidade financeira dos usuários do sistema financeiro nacional; manter registros de operações; comunicar operações ou situações suspeitas ao BC; promover treinamento para seus empregados, e implementar procedimentos internos de controle para detecção de operações suspeitas. Nesse quadro, a atuação do BC busca avaliar os controles internos das instituições supervisionadas voltados para a prevenção de ilícitos financeiros, da lavagem de dinheiro e do financiamento do terrorismo, com o objetivo de verificar a adequação e a qualidade dos procedimentos em vigor com vistas a coibir a utilização do sistema financeiro para a prática desses ilícitos, bem como de assegurar a observância das leis e regulamentos pelas instituições na execução de suas atividades.

Outra importante finalidade da regulação do câmbio está em evitar a comunicação do mercado oficial com o ilegal, especialmente se identificada a atuação ativa de instituições autorizadas a operar em câmbio nesse processo. Em decorrência da experiência adquirida dos processos e procedimentos investigatórios de diversas CPIs realizadas, o Senado, em 2005, já havia identificado a prática de evasão de divisas capitaneada por empresas de turismo e outras empresas não integrantes do SFN, que possuíam autorização do BC para operar diretamente em câmbio. No mesmo ano, houve apresentação de projeto de lei propondo proibição de autorização a instituições não integrantes do SFN para operar em câmbio, com o BC já tendo cassado centenas de autorizações em virtude de abusos e desvio de finalidade dessas concessões. Ocorre que, sob o manto da autorização oficial e da precariedade da atividade de fiscalização pelo poder público, boa parte das empresas de turismo converteu-se em abrigo para a camuflagem de operações ilegais de doleiros, que operam para pessoas que querem ocultar a origem e o destino de recursos provenientes de atividades ilícitas e da sonegação fiscal. Talvez até em decorrência destes escândalos o próprio BC tenha eliminado as autorizações diretas em 2006, colocando as agências operando como correspondentes cambiais, sob a tutela e responsabilidade de IFs integrantes do SFN, na tentativa de eliminar a possibilidade de doleiros utilizarem de uma fachada de legalidade para exercer suas atividades ilícitas.

Agora, se o atual nível de desregulamentação das operações propicia atuação corriqueira de quadrilhas de doleiros pelo sistema financeiro autorizado, uma maior

flexibilização do mercado tende a aumentar operações ilegais. Como o recente escândalo em 2014 ilustra, decorrente da Operação Lava-Jato da Polícia Federal, há fortes indícios de coparticipação de instituições não bancárias com o esquema bilionário de movimentação de recursos rastreado pela investigação, diante da falta de rigor fiscalizatório do BC e das instituições em geral no monitoramento das transações envolvendo remessa de moeda estrangeira e contratos de câmbio de importação com empresas de fachada e notas frias. Abertura de empresas de fachada para efetuarem remessas ao exterior constitui tipologia comum no mercado doméstico, especialmente em contratação de câmbio de importação, todavia sem movimentação física compatível. Uso de CPFs de laranjas e até de pessoas mortas em operações de câmbio falsas, CPFs atrelados a um único endereço ou a terrenos baldios, são mecanismos utilizados para documentar as operações de câmbio, processo conhecido como *bilhetagem* (registro de uma operação com dados falsos, encobrindo operação verdadeira). O uso de documentos falsos para pagamento de fretes, ou a replicação de documentos originais de importação como suporte documental a várias operações de câmbio ilícitas – ou seja, sem fundamento econômico –, é justamente uma das principais brechas utilizadas pelos criminosos, prática que tem sido divulgada na mídia no escandaloso caso do doleiro Youssef.

Ocorre que desde que se abandonaram controles cambiais mais estritos existentes até meados dos anos 2000, superando-se o trabalho minucioso de fiscalização do BC sobre o comércio exterior e sobre os fluxos financeiros por meio de exigência de autorizações prévias, na verdade o quadro tornou-se mais propício a operações ilícitas. Isso porque as IFs parecem não terem internalizado os custos de transação exigidos pela flexibilização cambial, *vis-à-vis* a comodidade anterior de o BC (e a sociedade) assumir o custo de vigilância da licitude das operações. Além disso, o que se tem observado é a conivência de várias IFs não bancárias na condução de operações ilícitas, o que é muito pior do que a negligência, pois se passa para o campo da promoção ativa da ilicitude.

Ao mesmo tempo, não há sentido, hoje, de se retomar as vinculações pontuais anteriores, de contratos de câmbio de exportação e importação a cada Despacho de Importação (DI) ou Solicitação de Despacho de Exportação (SD). Para a finalidade de análise de cliente, é muito mais eficiente, e condizente com a agilidade com que as transações financeiras devem ser feitas, a avaliação global do *perfil* do cliente, com a verificação do desempenho de comércio físico do cliente contra as movimentações

financeiras. Não há ganhos para burocratizar as operações de câmbio como no modelo anterior. Com a nova regulação corrente baseada em princípios, e as operações ao menos seguindo a legalidade e a fundamentação documental e econômica, as IFs cumprem o papel esperado do intermediário financeiro, de ao menos adotar as melhores práticas e recomendações internacionais para prevenção de ilícitos financeiros, o que é uma prerrogativa para a segurança jurídica da própria IF.

Não se trata de exigências normativas meramente burocráticas, especialmente de se observar a legalidade de uma transação financeira, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação. Constitui um *mínimo* a ser observado em qualquer operação cursada no SFN. É a IF que conhece o cliente com o qual opera em câmbio, e geralmente detém seus recursos para movimentação financeira, e que detém assim as melhores condições para avaliar sua capacidade econômico-financeira, especialmente verificando a compatibilidade entre renda e recursos movimentados. Os mesmos procedimentos cuidadosos na análise de risco do cliente no caso de concessão de crédito devem ser adotados no caso de intermediação de operações de câmbio. É dessa análise *ex ante* que depende o combate à lavagem de dinheiro no Brasil, com as suspeitas de operação irregular devendo ser comunicadas ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), como determina a Lei nº 9.613, de 1998.

Na verdade, o resultado do trabalho de PLD no SFN decorre do somatório de ações coordenadas de *todos* integrantes do sistema, e não apenas do BC, com cada um atuando segundo suas respectivas responsabilidades e competências legais. Será tão mais eficaz quanto melhor for a análise direta da IF no fechamento da operação, e tempestiva a comunicação ao Coaf, o que denota o papel primordial das IFs nesse processo. Decorre daí a importância dos princípios universais de *conheça seu cliente*, *conheça seu funcionário* e *controles internos*, como figura central do processo de fiscalização, prevenção à lavagem e supervisão do sistema financeiro.

Isso implica que uma Corretora ou Banco que fecha câmbio deve levantar as informações que julgar necessárias para se certificar de que estão conduzindo operações lícitas, antes de fechar uma operação – mesmo que a ordem de pagamento ou recebimento tenha passado por contas bancárias em outros agentes financeiros. Isso também se aplica quando envolver companhias estatais que possam encobrir esquemas de corrupção e lavagem de dinheiro, como no caso da Petrobrás e empresas que

porventura se apresentem como sua fornecedora. Não é novidade e os agentes de mercado sabem que, em vários casos, empresas *de verdade*, com sede, máquinas e ativos acabam sendo compradas com a finalidade de falsear documentos de importação e fechar contratos com o governo.

Em contrapartida a esse quadro, uma das finalidades da regulamentação é aumentar a informação, cuja obrigatoriedade deve estar amparada em norma. Informações acerca dos fluxos externos, como país de origem e de destino, valores movimentados, moeda, forma de transferência, natureza e identificação do comprador/vendedor no País e da contraparte no exterior constituem importantes dados que permitem a análise de tipologias e comportamentos destoantes no mercado de câmbio. Esse banco de dados, quando associado a informações disponíveis em outros órgãos públicos, torna-se de inestimável valor no combate a fraudes e operações ilegais, especialmente relacionadas à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Não parece possível prescindir de regulação financeira com esse intuito.

Com tais informações, o BC pode detectar anomalias no mercado, como movimentações cambiais atípicas em correspondentes cambiais localizados em cidades pequenas, tais como negociações de USD 5 milhões por dia, um volume incompatível com o mercado de câmbio de turismo. Isso mostra que é necessária a adoção de procedimentos adicionais de PLD de que trata a Lei nº 9.613, de 1998, o que inclui a identificação de clientes de operações cursadas nas IFs – que não vem atingindo patamares satisfatórios ou eficazes, haja vista os reiterados casos de operações ilícitas. Informações cadastrais específicas devem ser obtidas e mantidas atualizadas, inclusive com a realização de testes, internos e externos, para a verificação periódica acerca dos níveis de controle adotados pelas próprias instituições.

Nesse contexto, também se torna questionável a recente flexibilização aprovada pelo Congresso Nacional por meio da Lei nº 13.017, de 2014. A norma subiu o limite anterior de USD 3 mil, o mesmo padrão adotado nos EUA e na Europa, para até USD 10 mil nas operações de câmbio que exigem apenas um CPF para fechar a operação, sem necessidade de contrato de câmbio nem de amparo documental, ainda *sendo autorizado ao Poder Executivo aumentar esse valor por ato normativo*. Trata-se de temerária norma em branco, indo de encontro com os princípios internacionais de PLD, ainda mais ao se verificar que o processo legislativo criador não considerou esse aspecto essencial envolvido nesse tipo de operação. A Lei nº 11.371 já havia flexibilizado a

exigência para operações de até USD 3 mil em 2006, que anteriormente era aplicável a toda operação de câmbio, nos termos do art. 23 da Lei nº 4.131. Em consonância, a Resolução do BC nº 3.568, de 2008, também dispensou a apresentação da documentação referente aos negócios jurídicos subjacentes às operações de câmbio até tal valor, mantida a exigência de identificação dos clientes.

Agora, a IF no Brasil, precipuamente a não bancária, que intermedeia a transação, não precisa verificar ou manter documentos que embasam a fundamentação econômica de um volume mais expressivo de operações. Aumentou-se, portanto, a possibilidade de atuação do mercado paralelo de câmbio, dado que o *dólar cabo* constitui a forma mais comum de remessa, necessariamente fundado na moeda estrangeira que passa pelas instituições autorizadas, meio pelo qual passam os recursos envolvidos em esquemas de fraudes e corrupção, sonegação fiscal de empresas e de pessoas físicas. Parece uma flexibilidade que nada ajuda a economia formal do País. Ao contrário, caminha em direção a dificultar o combate ao mercado ilegal de câmbio e a todo o rol de crimes aí associados. Também vai em direção oposta ao identificado pela avaliação do Gafi sobre a efetividade de políticas de PLD no Brasil, que sugeriu, dentre suas conclusões, o aumento da fiscalização sobre as operações cursadas pelas instituições não bancárias (FATF, 2010). Nesse caso, a desregulamentação externa parece atingir um limite perigoso, diante do alcance global e imediato, da amplitude e da diversidade das operações que são transacionadas pelos sistemas financeiros, que tornam as ameaças e os riscos mais prementes.

Naturalmente, tais preocupações apontadas devem ser avaliadas considerando-se a questão da eficiência do mercado de câmbio, e dos custos de transação intrínsecos a leis e regulamentações complementares aplicáveis. Todavia, ainda que a questão da eficiência seja assunto basilar, uma análise custo-benefício para se comparar a diferença positiva entre os benefícios globais (econômicos e sociais) e os custos de cada transação pode ser de difícil aplicação, pela dificuldade de se mensurar os retornos e ganhos provindos de políticas de PLD, por exemplo, ou daquelas voltadas à redução de crises no setor externo da economia. São, de toda forma, preocupações consistentes dos *policymakers*, que passaram a ganhar mais relevância em nível global, após os aprendizados da crise de 2008.

Sendo assim, cabe aos legisladores e reguladores encontrar a sintonia sobre qual o grau mais adequado de conversibilidade da moeda nacional, tanto sob a ótica micro quanto macroeconômica, considerando a corrente integração do País aos fluxos externos, de um lado, e as restrições legais vigentes, por outro.

## **5 O DESENVOLVIMENTO DO MARCO LEGAL DO MERCADO DE CÂMBIO**

É característico das leis, de modo geral, enunciar princípios diretivos que têm a qualidade de maior imunidade temporal, atribuindo ao Executivo a regulamentação da matéria nela exposta. Com muita frequência, a lei marca sistematicamente as grandes linhas diretivas de uma matéria de interesse soberano, com a regulamentação infralegal podendo ser objeto de adaptações constantes diante do quadro conjuntural. Desse modo, dota-se o conjunto normativo de maior flexibilidade (veja Comparato, 1971).

Reconhece-se, assim, a capacidade do Poder Executivo em disciplinar situações que demandem tempestividade, precisão técnica e adaptação constante diante de mudanças conjunturais. Diante disso, ganha legitimidade a atuação normativa do CMN e do BC no mercado financeiro nacional, em particular no mercado de câmbio, da mesma forma que a Fazenda por meio do IOF. Esse é o entendimento que se extrai da Lei nº 4.595, de 1964, cujos dispositivos constituem *normas em branco*, as quais devem ser preenchidas pelas deliberações complementares infralegais do CMN. Configura-se em técnica de Direito Econômico que representa um instrumento natural e indispensável à atuação do Poder Público, no sentido de acompanhar e influenciar a evolução conjuntural da economia. Sob esse prisma é que deve ser compreendida toda a regulamentação pertinente ao mercado de câmbio, tanto em nível legal quanto infralegal.

A origem e construção da legislação cambial vigente pode ser identificada nos anos 1930, com o cerne da regulamentação remontando a uma das situações críticas dos fluxos externos, no pós-crise de 1929. Em vista da generalizada iliquidez global, que vigorou até o fim da década de 1960, a maior parte dos países emergentes adotou regimes cambiais complexos e altamente restritivos aos fluxos financeiros, configurando característica básica do Sistema Bretton Woods. A crise de 1929, identificada como a pior crise financeira mundial de todos os tempos, levou, sobretudo, à constatação de que o setor externo é variável primordial a ser administrada pelo Estado, ainda que graus de liberdade fossem pequenos diante da iliquidez internacional

crônica e da não conversibilidade da moeda nacional. É nesse contexto que se devem entender as medidas criadas para o controle das transações externas. A origem dos princípios fundamentais da *centralização cambial*, da *cobertura cambial* e do *curso forçado* está aí delimitada, cuja funcionalidade foi relevante para o equacionamento dos fluxos cambiais durante os vários períodos de falta de divisas, característico do País até os anos 1990.

A leitura literal do texto emanado no Decreto nº 20.451, editado em setembro de 1931, constitui fonte primária indispensável para contextualizar as dificuldades vividas à época para o equacionamento das contas externas, ao estabelecer normas para as vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do exterior:

O Chefe do Governo Provisório da República dos Estados Unidos do Brasil, atendendo à anormalidade da atual situação e à necessidade de centralizar as operações de aquisição cambiária para o fim de evitar especulações danosas aos interesses do País, decreta:

Art. 1º As vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro só poderão ser feitas ao Banco do Brasil.

Art. 2º As coberturas assim adquiridas serão distribuídas periodicamente entre todos os bancos, para atender:

1º, a necessidades imprescindíveis do Governo Federal, dos governos dos Estados ou dos municípios;

2º, à importação de mercadorias;

3º, a outras necessidades, de acordo com as determinações vigentes. (Decreto nº 20.451/31).

Assim, o art. 1º, do Decreto 20.451, estabeleceu o monopólio do Banco do Brasil (BB) na compra de cambiais, banco oficial que então controlava e executava a política cambial conforme diretrizes do Governo. O art. 2º impôs a hierarquia de necessidades de uso da cobertura cambial, ao priorizar as necessidades de divisas pelo governo, em suas três esferas, seguida da importação geral de mercadorias, e posteriores necessidades conjunturais. O Brasil adotou, dessa forma, o chamado *monopólio de câmbio*, tornando defeso qualquer ingresso ou remessa de divisas que não transitasse ou fosse autorizado pelo BB, a quem competia, privativamente, a operacionalização de conversão de moedas<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Na literatura, Villela e Suzigan (1973) também datam setembro de 1931 para o estabelecimento do monopólio *de facto* do Banco do Brasil sem, entretanto, citar a fonte primária *de jure* ora em tela.

Portanto, a entrada e a saída de divisas passaram a ser centralizadas, controlando-se diretamente todo o fluxo de moeda estrangeira no mercado de câmbio. Isso permitiu a ordenação adequada das prioridades de pagamentos ao exterior dos setores público e privado. A grande vantagem do regime de monopólio de câmbio é, de fato, utilizá-lo em períodos de escassez de divisas, pois facilita o controle da entrada e saída de divisas por um órgão centralizador (Franco, 2000). Em decorrência, a prerrogativa do monopólio implicava que os devedores brasileiros, desejosos de pagar compromissos externos, viessem ao centralizador para adquirir a moeda estrangeira, chegando a criar *fila* para remessas ao exterior. A partir daí, a dívida externa privada tornou-se também uma questão de país, diante da limitação de moeda conversível.

Posteriormente, a prerrogativa do monopólio foi retransmitida para a Sumoc em 1945 e, finalmente, ao BC em 1964. Isso também lhe conferiu a possibilidade de utilizar o mecanismo de centralização cambial em períodos de escassez de divisas, para o gerenciamento do mercado em períodos de crises. Criou-se, assim, um aspecto importante do que se chamou de controle cambial, direcionando a utilização das divisas conforme a política de industrialização substitutiva de importação, a qual foi característica no país não apenas nos anos 1930, mas em todo o período do pós-guerra até 1980 (Simonsen, 1996, p. 416). Decorre também do instituto do monopólio de câmbio a regulação do montante de moeda estrangeira mantido em poder das IFs para dar curso às transações externas. Isso permite à autoridade monetária controlar a posição de câmbio das instituições autorizadas até hoje, conforme a situação conjuntural das transações externas e os objetivos de política econômica – o que, inclusive, é instrumento gerencial de acompanhamento e controle do risco cambial a que cada IF está exposta.

Em seguida, a edição do Decreto nº 23.258, em 19 de outubro de 1933, erigiu o segundo pilar da legislação cambial, que pode ser interpretado como indicativo de que o monopólio cambial no BB não era instrumento suficiente para sustentar os pagamentos externos se não houvesse cambiais no Brasil. Ou seja, se os exportadores, fonte básica de divisas para o país, não internalizassem as receitas de exportação em moeda estrangeira e vendessem-nas, no caso, ao BB. Seu conteúdo principal esteve, certamente, na obrigação de os exportadores trazerem para o País toda a receita obtida com as vendas externas. Esse foi o mecanismo através do qual a instabilidade da receita comercial pôde ser mitigada, em contexto em que outras fontes de moeda estrangeira

eram praticamente inexistentes. Em especial, o Decreto dispôs sobre o ilícito administrativo de sonegação cambial, estabelecendo como ilegítima as operações de câmbio que não transitassem pelos *bancos habilitados a operar em câmbio* – comando com funcionalidade plena até hoje, para coibir operações não autorizadas. Além disso, ao estabelecer a necessidade de internalização das divisas provenientes das exportações brasileiras – comando hoje já superado –, o Decreto foi a principal medida estabilizadora, num período crítico para o setor externo, que passou a contar com uma fonte mais estável de dólares, independente de empréstimos externos, então indisponíveis (veja Almeida, 1994). Naturalmente, diante da abundância dos fluxos nos anos 2000, a MP 315, convertida na Lei nº 11.371, em 2006, alterou o texto original do Decreto, estabelecendo que o exportador de bens e serviços poderia manter o recebimento das correspondentes divisas em IF no exterior, observados os limites fixados pelo CMN – em 100% das exportações, desde 2008 (Resolução BC nº 3.548, de 2008).

Por fim, o Decreto trouxe dois comandos ainda relevantes aos fluxos externos. Por um lado, o art. 5º *revigorou* o impedimento de exportação de ouro, prata e outros metais amoadados, comando legal válido até hoje. Além disso, também manteve a possibilidade de penalidade de cobertura cambial indevida de importação, base legal para coibir fraudes desse tipo, que sempre fizeram parte da história cambial brasileira, e ainda são realidade do câmbio.

Outra peça fundamental na legislação envolvendo as transações monetárias no país esteve no Decreto nº 23.501, publicado em 27 de novembro de 1933, com relevância e aplicabilidade até hoje. É fonte primária para verificar a transição não apenas do país como de países centrais que abandonam o padrão-ouro, constituindo a onda de *nacionalismo monetário típico da década de 30* (Simonsen, 1995, p. 14), através da qual passam a estipular o chamado *curso forçado* do papel moeda como meio de troca oficial, meio de unidade e de referência com poder liberatório em contratos. No Brasil, passou a não ter amparo legal qualquer cláusula, convenção ou artifício, que visasse *subtrair o credor ao regime do papel moeda de curso forçado, recusando-lhe ou diminuindo-lhe o poder liberatório integral, que o Estado em sua soberania lhe conferiu*.

Nessa ocasião, introduziu-se o sistema monetário baseado na moeda fiduciária inconversível, sem lastro em ouro, mas com curso apenas baseado na lei. O Decreto também vedou a estipulação de pagamento em ouro ou moeda estrangeira em transações entre residentes, declarando nula *qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel*. Superou-se, assim, o estabelecido no Código Civil de 1916, que deixava aos contratantes a estipulação da moeda de pagamento (art.947), inclusive de ouro (art.1258). Esse foi um primeiro passo visando a reduzir, legalmente, a pressão de demanda por moeda conversível, escassa, então priorizada para importação.

A contextualização histórica feita na introdução do Decreto é fonte rica de informações da conjuntura econômica da época, junto do entendimento de qual seria o papel ativo do Estado no gerenciamento dos fluxos de pagamentos externos. Ali se ressalta a função *essencial* e privativa do Estado de criar e defender sua moeda, assegurando-lhe seu poder liberatório (contratual); a atribuição inerente à *soberania* do Estado em decretar o curso forçado do papel moeda, *como providência de ordem pública*; ressaltando que *em quási tôdas as nações tem sido decretada a nulidade da cláusula ouro e de outros processos artificiosos de pagamento, que importem na repulsa ao meio circulante*. O Decreto trouxe o seguinte teor:

Art. 1º É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel.

Art. 2º A partir da publicação dêste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos exequíveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal (Decreto nº 23.501/33).

Através dessa disposição, o *curso forçado* da moeda nacional, posteriormente consolidado pelo Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969, e confirmado pelas Leis nº 9.069, de 1995 (Plano Real), e nº 10.192, de 2001, também constitui norma básica da regulação cambial. Para um país de moeda instável, como foi sempre o caso do Brasil, parece indispensável que a lei reguladora discipline eficientemente o curso legal da moeda. Assim, passou-se a não existir amparo legal à estipulação contratual de pagamento em ouro ou em moeda estrangeira no País, que restrinja ou recuse nos seus

efeitos o curso legal da moeda soberana. Suspendeu-se a efetividade da chamada *cláusula-ouro* do texto então vigente do Código Civil (§ 1º, art. 947), que permitia que partes privadas liquidassem dívidas com moedas estrangeiras. Apenas algumas ressalvas foram feitas ao curso forçado da moeda nacional, pelo Decreto-Lei nº 857, em 1969, ao prever exceções necessárias à viabilidade dos contratos de comércio exterior, que também fazem sentido até hoje.

Uma segunda etapa da construção da legislação pode ser identificada nos anos 1960, com a consolidação das normas sobre capitais estrangeiros na Lei nº 4.131 de 1962. Como se sabe, essa lei foi promulgada em uma época de pouca receptividade ao capital estrangeiro no Brasil, mas que teve o grande mérito de ordenar o registro daquele capital, com o objetivo de acompanhar os fluxos de ingresso e saída assim como a permanente avaliação do seu estoque. Como regra, preservava o poder das autoridades para implementar medidas restritivas, e teve como maior contribuição a definição e operacionalização do *registro de capitais estrangeiros*. Ou seja, a definição legal do direito de retorno ao capital estrangeiro ingressado em moeda conversível, assegurado juros e dividendos *razoáveis*, com base no registro no Firce (antigo Departamento de Fiscalização e Registro do Capital Estrangeiro, no BC). De qualquer modo, superou a limitação anterior de 8% para remessa de juros, lucros e dividendos, sobre o capital registrado, segundo o texto original do Decreto-Lei nº 9.025, de 1946.

Como bem observaram Franco e Pinho Neto (2004), a despeito das dificuldades reiteradas dos compromissos externos, especialmente nos anos 1980, a sistemática cambial associada a investimentos diretos jamais sofreu interferência ou descontinuidade, não sofrendo limitação em seu fluxo. Os dispositivos sobre movimentação cambial do capital estrangeiro permanecem em vigor com mais de meio século de serviço prestado de forma ininterrupta, propiciando a segurança jurídica necessária à realização do IED. A estabilidade das regras cambiais no tocante ao IED pode explicar o fato de o Brasil constituir-se um dos principais destinos para investimentos estrangeiros de risco.

Nesse caso, é difícil argumentar que a regulamentação cambial em geral e a Lei nº 4.131, de 1962, em particular, possam constituir variável relevante que comprometa ou determine redução a esse tipo de inversão estrangeira no País. Na verdade, não há como se vislumbrar o afastamento do controle do capital estrangeiro, mesmo no sentido meramente estatístico que possui hoje, até porque seu controle constitui função

primordial, ou derivada, do próprio princípio constitucional da soberania nacional. Daí porque a vinculação do legislador ordinário, na sua regulamentação, às imposições do interesse nacional. Com efeito, o Princípio do Registro do Capital Estrangeiro permanece imutável, e as modificações no texto legal apenas aumentaram a flexibilidade das remessas. Esse é o caso da modificação introduzida pela Lei nº 11.371, em 2006, permitindo a regularização do chamado *capital contaminado* – o capital estrangeiro sem ingresso de moeda estrangeira efetiva no País –, que viabilizou o registro e posterior remessa legal de principal e ganhos de capital estrangeiro, então irregular, pelo mercado de câmbio oficial.

Destaque, em particular, para os seguintes comandos da Lei nº 4.131, de 1962: o art. 23 reforçando a necessidade de curso das operações por instituições autorizadas; o art. 24, que determina às instituições transmitir diariamente à Sumoc (hoje BC) informações sobre as contratações de câmbio (base para a política cambial e para a constituição do balanço de pagamentos do País); o art. 28, que autoriza a imposição de restrições às remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros e prevê a centralização cambial, cuja previsão legal decorre da leitura de que as crises cambiais decorrem de problemas internacionais, especialmente diante do sistema financeiro globalizado corrente, sempre que ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamento, ou sua iminência; e o art. 29 autorizando a imposição de encargo sobre transferências financeiras ao exterior e despesas de viagens internacionais. Ainda que a centralização cambial seja figura jurídica autorizada, sua ocorrência torna-se remota ainda mais se considerado o atual regime de câmbio flutuante, sob o qual oferta e demanda de moeda estrangeira são equilibrados por ajuste automático da taxa cambial.

Mas é com o advento da Lei nº 4.595, em 1964, que criou o CMN, o BC e as linhas gerais do atual SFN, que o Poder Executivo recebeu autorização para fixar as diretrizes da política cambial (veja tabela 6). É essa a base legal que suportou toda a liberalização corrente das remessas para o exterior das pessoas físicas e jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País, mantendo-se o registro dos capitais estrangeiros e suas regras para não residentes, nos termos da Lei nº 4.131, de 1962, que já dispunham de autorização para a remessa para o exterior, desde que tivessem os recursos devidamente registrados.

Já no contexto dos anos 1980, em razão da crescente preocupação da sociedade com as fraudes que ocorriam no SFN, a Lei nº 7.495 (lei do *colarinho branco*) foi instituída em 1986 com o fim de repressão a condutas lesivas ao SFN, às IFs e às pessoas que nele investiam seus recursos financeiros. Destaca-se a previsão do crime de evasão de divisas, em seu art. 22 e parágrafo único, que atenta, diretamente, contra a regular execução da política cambial do País e, indiretamente, contra a ordem econômica. O tipo penal tem a seguinte redação:

**Art. 22.** Efetuar operação de câmbio não autorizada, com o fim de promover evasão de divisas do País.

(...)

*Parágrafo único.* Incorre na mesma pena quem, a qualquer título, promove, sem autorização legal, a saída de moeda ou divisa para o exterior, ou nele mantiver depósitos não declarados à repartição federal competente (Lei nº 7.495/86).

À época, o crime de evasão de divisas tinha também por finalidade, além da proteção da política cambial, proteger a administração da justiça contra as práticas de lavagem de dinheiro, que só viriam a ser criminalizadas em 1998, com a edição da Lei nº 9.613 em 3 de março de 1998. Ocorre que, com a edição da lei de combate à lavagem de dinheiro e com a crescente importância da política cambial como meio de inserção na economia mundial, o tipo em análise passou a destinar-se à exclusiva proteção do controle de operações cambiais. Possui, portanto, relevância normativa até hoje.

O próprio fato de ser uma norma penal do tipo *em branco* deu flexibilidade e duração ao comando legal, uma vez que estabeleceu o princípio geral de constituir crime operações não autorizadas, mas sendo estas definidas pela competência do Poder Executivo de regular a política cambial, estabelecendo os limites, condições e a forma possível de saída de divisas do País. Assim, a ampliação das operações autorizadas, em nível infralegal, permitiu uma atualização do que se entendia por crime de evasão de divisas. Em complementação, novas disposições do CMN e do BC, com base na competência estabelecida nos termos da Lei nº 4.595 em 1964, afastaram o enquadramento penal do crime de evasão de divisas a operações anteriormente proibidas, seja pela natureza ou pelo valor limite antes estabelecido pelas autoridades monetárias. Com a edição da MP 315, em 2006, afastando limites de valor a operações de câmbio – ou autorizando operações de câmbio sem

limite de valor –, restou a tipologia aplicável basicamente a operações cursadas fora do SFN.

A própria vigência do art. 65 da Lei nº 9.069, de 1995 (Lei do Real), também reforçou a tipologia do crime de evasão de divisas, aplicável apenas a operações de *remessa* financeira ao exterior sem a intermediação de um estabelecimento autorizado (no caso de teletransmissão), ou desacompanhada da devida Declaração de Porte de Valores (DPV), quando a remessa fosse feita em espécie envolvendo valores acima de R\$10 mil, nos termos da normatização da Receita Federal (IN RFB nº 1.385/13, art.7º e 11). A previsão, em seu parágrafo 2º, de regulamentação subsidiária infralegal no âmbito do CMN e do BC, *dispondo, inclusive, sobre a forma, os limites e as condições de ingresso no País e saída do País de moeda nacional e estrangeira (redação dada pela Lei nº 12.865, de 2013)*, deu maior flexibilidade normativa e controle das autoridades diante de prática ilícita tão comum em nossa sociedade.

Frise-se que a Lei não criminaliza todos os ilícitos cambiais (entendido como aquelas operações executadas em desacordo com a legislação cambial vigente), mas apenas as *remessas* irregulares ao exterior. Com isso, a entrada irregular de recursos no País, embora possa ser lesiva à regular política cambial e tenha adquirido relevância no atual contexto de abundância de capitais financeiros direcionados a economias emergentes, não constitui ilícito cambial, pois não há previsão no tipo penal. Constitui irregularidade no âmbito administrativo da Receita Federal, especialmente sujeito à sanção de perdimento dos valores irregulares apreendidos.

Outra funcionalidade ainda atual do art. 22 da Lei nº 7.495 está na imputação de penas ao residente que mantiver bens e valores no exterior, não declarados anualmente ao BC, em valores superiores a USD 100 mil, ou trimestralmente quando superior a USD 100 milhões, tanto para pessoa física quanto jurídica (Resolução BC nº 3.854, de 27 de maio de 2010, Circular BC nº 3.689, de 16 de dezembro de 2013). É garantia ao atendimento da Circular BC nº 3.071, de 2011 (autorizada pela Resolução BC nº 2.911, de 2001), estabelecendo forma, limites e condições da Declaração de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), regulamentando o Decreto-Lei nº 1.060, de 1969 que o autorizou originalmente.

A tabela elenca os principais dispositivos legais pertinentes às operações externas do País, alguns mais enfatizados e conhecidos, mas certamente cada qual com papel fundamental para a configuração do atual regime cambial no País:

**Tabela 6. Textos legais aplicáveis ao mercado de câmbio e aos fluxos de capitais**

<b>Norma</b>	<b>Ementa</b>
Decreto 20.451/31	Estabelece o regime de monopólio cambial.
Decreto 23.258/33	Define o monopólio de câmbio e transações legítimas as transitadas pelos bancos habilitados.
Decreto 23.501/33	Institui curso forçado à moeda nacional, findo o regime do padrão-ouro.
Lei 4.131/62	Lei do capital estrangeiro (regulamentada pelo Decreto 55.762/65). Destaque para o art.23, que determina que as operações cambiais sejam efetuadas através de estabelecimentos autorizados a operar em câmbio, com responsabilidade pela identidade do cliente e pela correta classificação das informações prestadas no contrato de câmbio, além de imputar multa à IF pela declaração de falsa identidade do cliente, em contrato padronizado pelo BC.
Lei 4.595/64 (art.4º)	Estabelece competência normativa do CMN, relativa à legislação cambial: V- fixação de diretrizes e normas da política cambial; VIII – regulação da constituição, funcionamento e fiscalização das instituições autorizadas a operar; XVIII – Outorga ao BC do monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou iminência; XXXI – regulação das operações de câmbio, inclusive <i>swaps</i> , fixando limites, taxas, prazos e outras condições.
Lei 4.595/64 (art.10º e 11)	Institui competência privativa do BC para efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei (art.10º, VII); atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial e do equilíbrio do balanço de pagamentos (art.11, III).
Decreto-Lei 857/69	Consolida e altera a legislação sobre moeda de pagamento de obrigações exequíveis no Brasil (estabelece exceções a contratos na moeda nacional, relacionados a operações de câmbio e comércio exterior).
Decreto-Lei 1.060/69	Dispõe sobre a declaração de bens, dinheiros ou valores, existentes no estrangeiro (base legal para a criação do CBE).
Lei 7.492/86 (art.22)	Define o crime de evasão de divisas (Lei do <i>Colarinho Branco</i> ).
CF/88 (art.21, VII)	Delega à União competência para fiscalizar as operações de natureza financeira, incluindo especialmente as de câmbio.
CF/88	Restrições constitucionais ao investimento estrangeiro no País (art.21, X, XXIII, 172, 177,V, 190, 199, 222, art.52 do ADCT), associado a legislações setoriais específicas.
Lei 7.738/89 (art.12)	Fixa encargo financeiro sobre cancelamento ou baixa de contrato de câmbio de exportação não performado (impedindo arbitragem de juros).
Resolução SF 82/90	Impõe nível mínimo às reservas soberanas, equivalente à manutenção de um período de quatro meses de importações do País (art.3º).

<b>Norma</b>	<b>Ementa</b>
Lei 9.069/95 (Lei do Real)	Determina que os fluxos externos sejam realizados por IFs autorizadas, às quais cabem a perfeita identificação do cliente ou beneficiário (com a redação dada pela Lei 12.865, de 2013).
Lei 9.613/98 (Lei da Lavagem de Dinheiro)	Sujeita instituições autorizadas a operar em câmbio a identificar seus clientes e manter cadastro atualizado, bem como registro de todas transações, política de controles internos compatível com seu porte e volume de operações, comunicando ao Coaf das operações suspeitas.
Lei 12.543/11 (altera a Lei 6.385/76)	Atribui ao CMN, para fins de política monetária e cambial, estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos, inclusive constituição de margem, limites e prazos, e registro em câmara autorizada.
Lei 11.371/06 (conversão da MP315/06)	Unifica os mercados de câmbio, registra o <i>capital contaminado</i> , flexibiliza a cobertura cambial do Decreto 23.258/33; extingue a multa da Lei 10.755, de 2003, para novas importações; estabelece multa até R\$ 250 mil para infrações às normas que regulam os registros de capital estrangeiro no BC.
Lei Complementar 126/07	Autoriza operações de seguro, resseguro e retrocessão no País em moeda estrangeira (art.18).
Lei 11.803/08	Permite cumprimento de ordens de pagamento em reais, e abertura de contas de depósito em reais no BC tituladas por bancos centrais e instituições do exterior, que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional (para aumento da conversibilidade do Real).
Lei 13.017/14	Amplia o valor das operações de câmbio que não necessitam de contrato de câmbio para até USD 10 mil, <i>sendo autorizado ao Poder Executivo aumentar esse valor por ato normativo</i> .

Fonte: elaboração própria.

Obs. Decretos-Lei e Resoluções do Senado com força de Lei.

Importa também ressaltar o caminho que se tem procurado avançar no aumento da conversibilidade do Real, facilitando-se o uso e a aceitação da moeda brasileira no exterior. Em 2008, o CMN permitiu a compra e a venda de moeda estrangeira entre bancos no País e bancos no exterior, com entrega ou recebimento de moeda nacional na liquidação da operação de câmbio. Com isso, passou a ser possível aos bancos do exterior adquirir reais em espécie para posterior revenda a turistas estrangeiros que pretendessem viajar ao Brasil, eliminando a necessidade de operação de câmbio no Brasil por parte do viajante estrangeiro. A operação inversa também passou a ser permitida, de forma a viabilizar a revenda de reais em espécie adquiridos no exterior a bancos brasileiros.

Além disso, a Lei nº 11.803, de 2008, permitiu aos bancos autorizados dar cumprimento a ordens de pagamento em reais recebidas do exterior, mediante a utilização de recursos em reais mantidos em contas de depósito de titularidade de instituições bancárias domiciliadas ou com sede no exterior. Dessa forma, tornou-se possível a existência de correspondentes bancários no Brasil, em moeda nacional, de bancos do exterior, com a mesma função desempenhada pelos correspondentes no exterior de bancos brasileiros para execução de ordem de pagamento em moeda estrangeira. Assim, um residente no exterior que queira efetivar pagamentos em reais no Brasil, pode adquiri-los diretamente no exterior de bancos que mantenham contas, em Reais, no País, que determinará ao banco depositário no País o débito em sua conta em reais para entrega ao beneficiário no País. A Lei também permitiu ao BC manter contas de depósito em reais tituladas por bancos centrais e instituições do exterior, acreditadas internacionalmente, que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional – dessa forma possibilitando ampliação da circulação do Real no exterior.

Constata-se, portanto, que a legislação pertinente ao mercado de câmbio, apesar de ter sido construída pouco a pouco, possui em cada peça legal uma finalidade ainda aplicável ao melhor funcionamento das operações externas. Bem ou mal a legislação atual cumpre papel relevante, como dar segurança ao capital estrangeiro investido no País, prover meios para o combate à lavagem de dinheiro, garantir a fonte de dados para as estatísticas do Balanço de Pagamentos ou assegurar o curso forçado da moeda nacional, evitando a dolarização da economia, *a la* Argentina. Diante disso, a pergunta que segue é, portanto, até que ponto seria conveniente, ou até mesmo prudente, desmontar toda a legislação regulatória do mercado de câmbio brasileiro. Não existe, naturalmente, uma resposta consensual, mas, num contexto de globalização financeira e capitais voláteis, a argumentação de cautela de Franco e Pinho Neto ainda parece prudente:

O pesado (sic) arcabouço de regulamentação cambial que ainda temos deve ser observado com o mesmo respeito que se dedica às leis velhas, que sobreviveram muitas circunstâncias diferentes e foram decantadas com o passar do tempo. Fórmulas desregulamentadoras radicais devem ser olhadas com desconfiança, mesmo tendo em mente que foram radicais as transformações pelas quais passaram as relações do Brasil com o mundo globalizado em que vivemos, basicamente porque são poucas as certezas sobre a ‘nova ordem regulatória’ a prevalecer uma vez removido o *ancien regime*. (Franco, Pinho Neto, 2004, p. 36).

## 6 É CRÍVEL UMA AGENDA DE MICRORREFORMAS CAMBIAIS?

No Brasil, o processo de desregulamentação caracterizou-se por uma série de medidas graduais implementadas com caráter *infralegal*. Como pontuado, chegou-se num estágio caracterizado por uma ampla e inédita desregulação dos fluxos externos, com um mercado de câmbio com uma liberdade muito ampla. Foram superadas várias fases de desregulamentação gradual, como exposto na seção 1. Já no final da década de 1980 iniciou-se a revisão gradual das normas cambiais, levando à reinserção do País nos fluxos de capitais internacionais. Nos anos 1990, após a renegociação da dívida externa brasileira e com o próprio sucesso no controle da inflação, estabeleceu-se ambiente macroeconômico mais favorável para a continuidade da redução das restrições à conversibilidade da conta capital. Nos anos 2000, o País pagou a dívida externa antiga e passou a acumular reservas soberanas em volumes inéditos, tornando-se o governo brasileiro, pela primeira vez, credor em moeda estrangeira.

Ainda que permaneçam inalterados pilares legais básicos, como o *curso forçado* da moeda e o requerimento de registro de operações específicas no BC, não parece constituir determinante restritivo aos fluxos a presença de salvaguardas legais para o gerenciamento macroprudencial externo do País ou não. Em especial, a própria Lei nº 4.131, que regula o capital estrangeiro desde 1962, simboliza *per se* a estabilidade das regras nesse tema, tema que foi muito controverso no século passado. O próprio monopólio do câmbio também não parece constituir questão relevante para uma maior desburocratização do mercado de câmbio, uma vez que é salvaguarda a ser utilizada em graves momentos de crise – o que é benéfico para a sociedade. Existindo ou não a figura do monopólio do câmbio, é esperado que em momentos graves de crise as autoridades constituídas assumam seu papel regulatório, pois é prerrogativa do Estado o poder de regulamentar – o CMN possui a atribuição legal de regular o valor externo da moeda nacional (art.3º, III, da Lei nº 4.595, de 1964). Na prática, o monopólio estabelecido pelo art. 1º do Decreto nº 23.258, de 1933, até hoje constitui garantia para legitimar apenas as operações de câmbio que transitam pelas IFs autorizadas, afastando operações ilícitas que constituem o mercado paralelo. Ou seja, separando o que a sociedade considera lícito do ilícito.

Importa sempre perguntar, portanto, se a regulação atual ainda possui relevante funcionalidade num sistema financeiro globalizado, e se tem utilidade real para o gerenciamento das contas externas do País, ou apenas impõe custos de transação ou

restrições à liberdade de movimentação financeira dos agentes. Ao mesmo tempo, se foi a conjuntura externa que propiciou tamanha abertura aos fluxos até hoje – e também a própria implementação de um regime cambial flexível a partir de 1999, situação historicamente incomum no País –, pode-se afirmar que é a mesma evolução da conjuntura externa que pode limitar o aprofundamento da desregulamentação das regras cambiais, em direção à teórica conversibilidade plena da moeda. Na verdade, todos os dispositivos legais construídos em épocas distintas e diante de desafios e realidades macroeconômicas próprias, e até hoje vigentes, constituem o marco estrutural da estabilidade do regimento cambial do País, tendo sido basicamente a regulação infralegal flexibilizada a partir das condições particulares da conjuntura externa de cada época. Ou seja, toda evolução normativa infralegal foi determinada pelas circunstâncias e características da economia, com forte componente conjuntural ou cíclico.

De fato, pesquisadores já constataram que o País já está integrado aos fluxos financeiros mundiais (Goldfajn e Minella, 2005), finalidade básica da desregulamentação, e também já teria concluído o processo de abertura (Freitas e Prates, 2001). Assim, esteios como a obrigatoriedade de internação de recursos captados no exterior, ou a vedação à compensação privada de créditos (Decreto-Lei 9.025/46, art.10) já se encontram superados. A regra é as *offshores* de grandes empresas brasileiras no exterior fazem hoje as captações externas, internalizando os recursos conforme o cronograma de suas necessidades domésticas, quando o fazem. Também pagam importações diretamente no exterior, com recursos provenientes de exportações mantidos em conta bancária no exterior, sem internalização prévia no Brasil.

Por sua vez, a redução de barreiras ao capital estrangeiro também foi expressiva nos últimos vinte anos. A reforma da CF, na parte econômica, em 1995, já representou um passo relevante em direção à chamada maior inserção do país na economia global, quando implementou modificações relevantes, como a eliminação da definição de empresa brasileira de capital nacional e restabeleceu a definição tradicional, daquela constituída sob as leis brasileiras e que tem sede e administração no Brasil.

Com isso, verificou-se a renovação e ampliação do parque industrial doméstico, a melhoria dos serviços públicos com a universalização do acesso a serviços tão básicos como a telefonia celular e o acesso à informática, com a própria superação da reserva de mercado derivada da anacrônica Lei da Informática que atrasou o progresso tecnológico do País por algo em torno de dez anos. Viabilizou-se também a produção petrolífera

nacional, com base no investimento estrangeiro, e que teve o grande benefício de reduzir a necessidade de M/E do País, diante da sempre salgada conta de importação de derivados de petróleo. No setor financeiro, a ampliação dos laços financeiros abriu novas fontes de captação de recursos externos, com novos canais para o financiamento (mais barato) da produção doméstica, nesse caso com as restrições constitucionais à participação do capital estrangeiro em IFs tendo sido sempre afastadas pelo interesse nacional há pelo menos vinte anos, nos termos da própria CF.

Verificou-se também a permissão da exploração direta ou por concessão, autorização ou permissão, a empresas privadas estrangeiras, dos serviços de telecomunicações, de radiodifusão sonora, de som e imagem; a flexibilização do monopólio do Estado de maneira a permitir a contratação de capital privado para a exploração, pesquisa, refino, comércio, transporte de petróleo e exploração de gasoduto, e a permissão aos Estados explorar os serviços de gás canalizado, diretamente ou por concessão. Foram novos comandos flexibilizados de uma economia fechada em direção a uma maior integração com o mundo globalizado. Da mesma forma, a importante eliminação das restrições constitucionais às empresas estrangeiras na navegação de cabotagem, como parte da primeira *abertura dos portos* brasileiros após 1808 (veja Manteli, 2012). Esse segundo estágio de liberalização aos influxos externos foi complementado com a publicação da Lei Complementar nº 126, em 2007, abrindo o setor de resseguros no País, ao romper o monopólio do Instituto de Resseguros do Brasil (IRB). Os benefícios foram, portanto, vistosos para a economia brasileira, como não poderia deixar de ser, especialmente porque o efeito qualitativo e multiplicador do IED são inexistentes em igual repercussão pelo capital nacional, especialmente pela introdução de *know-how* e de conhecimento tecnológico para um país sem autonomia tecnológica como o nosso.

Por outro lado, uma série de restrições estruturais da economia brasileira ainda é imposta ao ingresso do capital estrangeiro. Outras disposições constitucionais e legais ainda restringem ou proíbem investimentos estrangeiros em setores específicos da economia, impeditivas de uma maior integração do Brasil à economia mundial, e que podem ser objeto de flexibilização. Incluem-se, nesse rol, a proibição da participação do capital estrangeiro nos setores de energia nuclear e de serviços de saúde; na propriedade e administração de jornais, revistas e outras publicações, bem como de redes de rádio e televisão; na propriedade de áreas rurais e negócios em zona de fronteira; nos serviços

de correios e telégrafos; na concessão de linhas aéreas domésticas e indústria aeroespacial. São setores econômicos estratégicos que não parecem constituir monopólio natural, privado ou público, como o melhor arranjo produtivo. São áreas, portanto, passíveis de novos investimentos, a exemplo das mudanças de 1995 que ampliaram o conceito de empresa nacional em direção a uma maior aceitação do capital externo, e viabilizando o controle estrangeiro nas sociedades brasileiras. É uma questão de estratégia de desenvolvimento nacional, com a capacidade de permitir não apenas um maior afluxo de IED, aquele de caráter de longo prazo, mas também de ampliar a concorrência e reduzir oligopólios em setores estratégicos e com amplas possibilidades de investimento, como o setor aéreo e de mídia doméstica.

Definir os contornos do verdadeiro interesse nacional talvez seja o primeiro passo para se avançar nessa direção, já que a experiência de o Brasil funcionar como uma autarquia já mostrou seus limites práticos, como a história econômica registra. A avaliação do interesse nacional como expressão da soberania econômica, em face dos fluxos de capital estrangeiro, passa pelos vários condicionantes do texto constitucional, como a tutela do mercado interno nacional, na defesa e na promoção da livre e isonômica concorrência e no controle do poder econômico, e no próprio respeito aos compromissos internacionais, baseados na garantia dos direitos individuais, de pessoas e de empresas. O que se deve observar é que IED é assunto de nível constitucional, e de relevância nacional, sempre devendo ser disciplinado por lei *com base no interesse nacional* (art. 172 da CF). De qualquer forma, não se pode afastar objetivos como crescimento econômico e desenvolvimento social dessa discussão, e recursos constituindo novo elemento efetivamente capaz de acirrar o dinamismo econômico doméstico e garantir melhores condições de vida à sociedade.

Outrossim, simplificar e progredir naquilo que tem utilidade é parte do bom caminho de avanço institucional, concomitante com o progresso tecnológico que permite melhorias nos sistemas de informação. Entretanto, se há espaço para simplificação de procedimentos e registros, seja de contratos de câmbio ou mesmo dos registros declaratórios eletrônicos de capitais estrangeiros (RDE), isso talvez não resulte em redução efetiva de custos, pois dificilmente esses registros sejam abolidos ou drasticamente reduzidos, visto que a maior parte das informações constantes deles é fundamental para formação de estatísticas que norteiam decisões de política econômica. Além disso, importa frisar que o registro correto do capital estrangeiro, que é

direcionado a sociedades de investimento e fundos em condomínio, permite, por exemplo, a fruição do benefício fiscal da isenção de imposto de renda a seus rendimentos, simplesmente ao atender as normas e condições de ingresso de recursos externos fixadas pelo CMN, nos termos do Decreto-Lei nº 1.986, de 1982, e nº 2.285, de 1986.

O que não se vislumbra é *policymakers* não monitorarem os fluxos externos em suas jurisdições, mesmo diante de um cenário de maior movimentação financeira externa, até porque a própria maior integração financeira internacional leva *per se* a novas preocupações regulatórias, como se procurou mostrar. Tanto a falta quanto a abundância dos fluxos externos constitui variável importante a ser monitorada pelas autoridades. Para tanto, informações das operações de câmbio conduzidas pelos agentes autorizados, bem como sobre o RDE-ROF provendo o cronograma de pagamento dos compromissos externos do País, parecem essenciais. Daí que decisões de política cambial, geralmente limitadas e muitas vezes *dependentes* da disponibilidade da moeda estrangeira, conjugadas com a coordenação do mercado, adquire relevância. A regulação assegura o cumprimento de políticas públicas, sempre associado à garantia de que o regime como um todo seja sustentável e robusto, sob uma ótica mais estrutural.

Outro ponto importante de análise envolve a discussão sobre a ampliação de contas em moeda estrangeira (M/E) no País. Ainda que contas em M/E no País não sejam, propriamente, uma novidade, sua autorização é feita apenas para situações muito especiais, sobretudo para facilitar as transações de operadores em contratos internacionais, ou as próprias instituições operando no mercado. Seria o caso de agências de turismo, embaixadas, administradores de cartões de crédito, seguradoras e empresas que desenvolvem projetos no setor energético (nesse caso, com a autorização feita para viabilizar aporte de recurso externos). Entretanto, essas contas têm uma movimentação restrita: salvo em situações muito específicas, em que são permitidas transferências entre contas em moeda estrangeira, não é permitido que sejam feitos pagamentos em dólares no País, em prejuízo do curso forçado da moeda nacional. Os pagamentos no País devem ser feitos obrigatoriamente em Reais e, assim, pelas contas em dólares, somente seria possível fazer pagamentos ao exterior, para não residentes, facilitando os pagamentos de compromissos externos das empresas discriminadamente beneficiadas pela legislação, ainda sob caráter de excepcionalidade.

Ainda que se argumente que os agentes incorrem em custos de transação para conversão da moeda estrangeira em moeda doméstica, e também quando efetuam operações de remessa ou pagamentos de obrigações ao exterior, incidindo em custos duplos de corretagem de câmbio, diferença entre a taxa de compra e a de venda dos dólares, além de IOF, na verdade esse quadro geraria consequências negativas para o funcionamento do mercado cambial e da economia como um todo. Há funcionalidade na existência de limites sobre a posse e manutenção de M/E no País, objetivando-se concentrá-la no BC ou nas instituições autorizadas a operar em câmbio, pois esses recursos em M/E acabam constituindo o próprio *funding* do mercado de câmbio doméstico e propiciando as remessas ao exterior a partir do País. De fato, o monopólio cambial é um dos pilares institucionais de formação do mercado de câmbio doméstico, garantindo a venda da M/E internalizada às IFs autorizadas e, ao final, o próprio acesso a toda a sociedade brasileira.

O argumento da existência de custo de transação não é mais relevante a partir da legalidade da constituição e manutenção de disponibilidades no exterior por residentes, bem como com a própria queda da cobertura cambial. O padrão, hoje, são as empresas brasileiras atuantes no cenário financeiro externo fazerem operações de captação ou pagamento diretamente por suas subsidiárias ou em suas próprias contas no exterior. O Censo de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE) tem captado essa dimensão da economia brasileira, com os brasileiros mantendo recursos na ordem de USD 36 bi na forma de depósitos bancários no exterior, ao final de 2013. Assim, em suas transações externas, recursos mantidos em contas em dólar no exterior são utilizados livremente para pagamentos de obrigações no exterior sem a necessidade de conversão dos dólares em Reais e depois na conversão desses Reais para dólares novamente, com o efeito da redução de custos de transação, de entrada e de saída, representados por tributos e pelos riscos de oscilação das taxas de câmbio, tornando-as mais competitivas e com maior liberdade de ação.

Na verdade, a manutenção de contas em dólar no País não é relevante para a economia doméstica, pois não implicam maior volume ou facilidade nos fluxos de entrada e saída de dólares, porque hoje os fluxos já são comandados por mensagens *swift* entre as IFs, o que independe de as contas estarem vinculadas a uma IF no Brasil ou a uma IF do exterior. Todavia, é *prejudicial* a circulação de dólares e sua legalidade como meio de quitação de contratos domesticamente, em concorrência com o curso da

moeda nacional. Assim como outras economias emergentes, o Brasil não precisa de sistema monetário com livre circulação interna de moeda estrangeira. Além disso, a ideia da coexistência de várias moedas em paralelo em uma mesma economia é heterodoxa ao pensamento monetário convencional, especialmente pela limitação que impõe a políticas monetárias. A disseminação de contas em dólares poderia colocar o País na rota da Argentina, Uruguai e outros países onde a dolarização endêmica produz incapacidade de gerir a própria política monetária, como já apontado por Cardoso (2003). A dolarização da economia pode demonstrar a fraqueza da moeda doméstica, diante da volta da parametrização dos preços domésticos novamente em moeda estrangeira, como ocorrido nos anos 1980.

Ademais, a disposição do curso forçado legal constitui a base para a aferição dos *ganhos de senhoriagem* pelo governo, já defendido por Arida (2003, p. 153), ao se posicionar contra a ampliação da conversibilidade da moeda no nível das transações internas, e afastando a utilização de moedas estrangeiras no território nacional. Há espaço para auferir mais receitas *saudáveis* de senhoriagem com o aumento da relevância global do Real, resultante do poder de criação de moeda originado do aumento de transações em moeda brasileira. O aumento da demanda de moeda brasileira por estrangeiros significa que o BC auferirá mais receita de senhoriagem dos estrangeiros.

A pergunta que segue é qual a finalidade de o Brasil instituir concorrência à própria moeda, em prejuízo da aceitação e da conversibilidade do Real, uma moeda em construção relativamente nova, e ainda com baixo poder de manutenção de compra comprometendo sua maior aceitação externa. Na verdade, o caminho a ser percorrido seria o da promoção e da ampliação da aceitação do Real também fora de suas fronteiras, naturalmente dependente de fatores que evoluem lentamente, relacionados a fundamentos macroeconômicos e estabilidade do poder de compra da moeda, e ao aprofundamento dos laços econômicos entre o Brasil e o resto do mundo. No *ranking* de moedas global, o volume de Real transacionado não chega à metade do volume negociado em peso Mexicano (BIS, 2013, p. 13), que tem se consolidado como a principal moeda de reserva da América Latina. Aumentar a faculdade de se deter contas em moeda estrangeira vai de encontro à política de promoção da moeda nacional.

Outro foco de discussão está em se avaliar se cabe ao SFN manter sob sua responsabilidade contas em M/E, ou mantê-las diretamente em suas subsidiárias no

exterior. Na verdade, o que está em discussão é a garantia da IF brasileira e a jurisdição do BC e do FGC, no limite, sobre tais depósitos, bem como os possíveis impactos sobre a estabilidade do sistema financeiro. Em eventual ampliação de contas em M/E, a possibilidade de criação de meio circulante por meio de empréstimos em M/E pelo sistema bancário também deve ser considerada, bem como a disposição do BC em ser *lender of last resort* em dólares, no caso de problemas de solvência e iliquidez das IFs em moeda estrangeira.

Na verdade, uma verdadeira redução de custos de transação para as firmas brasileiras com operações externas estaria na redução do risco cambial, no momento em que o Real passe a constituir a moeda funcional das empresas brasileiras que operam no exterior basicamente em dólares, como a Embraer, por exemplo. Nesse caso, bancos estrangeiros, de forma geral, e bancos centrais, em particular, podem acumular mais reservas em Reais. O BC já deu recentemente um passo nessa direção, com a Lei nº 11.803, de 2008, autorizando a abertura de contas em moeda nacional por outros bancos centrais e organismos de compensação internacional, como suporte ao uso do Real no exterior.

Outrossim, contas em M/E não livraria o País do ônus de carregar as reservas internacionais, podendo levar ao enfraquecimento das reservas. Nesse aspecto, é interessante o argumento de Franco e Pinho Neto (2004, p. 45). Segundo os autores, seria difícil interpretar como reserva internacional a existência de moeda estrangeira mantida sob o poder privado e não pelas autoridades, ainda que fossem depósitos em moeda estrangeira dentro do país. O mesmo raciocínio vale para as disponibilidades constituídas por residentes no exterior, não sendo computadas como tais pelo Manual do Balanço de Pagamentos (MBP) editado pelo FMI e adotado pelos países-membros, inclusive o Brasil. Ao mesmo tempo, embora fosse perfeitamente coerente defender que a demanda por reservas seja menor num país sob flutuação do que outro que vive sob câmbio administrado, ou bandas cambiais, seria difícil sustentar o argumento da irrelevância das reservas diante de uma teórica flutuação cambial absoluta – pelos seus efeitos negativos sobre a organização produtiva da economia real em países emergentes –, fato associado à demonstração da relevância das reservas nas economias emergentes no pós-crise 2008, como mecanismo de redução de incertezas.

A manutenção de reservas acumuladas em níveis elevados *per se* reduziu os efeitos nocivos da crise internacional, propiciando maior estabilidade aos fluxos

externos e menor redução do nível de atividade doméstica, *vis-à-vis* os efeitos mais severos nos países menos blindados em moeda estrangeira. A maior abertura da economia ao capital estrangeiro e o aumento do grau de mobilidade de ingresso e saída de poupanças externas tornam os países mais suscetíveis a oscilações nos fluxos e na taxa cambial, exigindo dos bancos centrais capacidade de atuação mais frequente no mercado de câmbio. Em um regime com ampla conversibilidade como o nosso, na defesa contra ataques especulativos, sob elevada turbulência financeira internacional, o volume de reservas torna-se fundamental (Carvalho e Silva, 2000, p. 263).

Também faz parte da agenda de microrreforma cambial o Projeto de Lei da Câmara nº 46, de 2012, que propõe extinguir o encargo financeiro sobre exportação não performada, propondo revogar o art. 12 da Lei nº 7.738, de 1989, e toda a Lei nº 9.813, de 1999. De acordo com o autor da proposição, a cobrança em questão, incidente sobre contratos de câmbio de exportação cancelados ou baixados, não faria mais sentido, diante do ambiente de estabilidade contrário àquele que motivou a instituição da norma. A matéria chegou ao Senado Federal em 14 de junho de 2012 e foi distribuída às Comissões de Relações Exteriores e Defesa Nacional (CRE) e de Assuntos Econômicos (CAE), estando no aguardo da decisão terminativa desta última.

Ainda que estejam superadas as dificuldades conjunturais que levaram à imposição do encargo, o fato é que ainda existe incentivo para a realização de operações desvirtuadas com linhas de financiamento às exportações, com o intuito de obter ganho ilegítimo. O fato é que, ainda hoje, mesmo com o crescimento do risco de especulação quanto ao câmbio, vale a pena contratar Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) para fazer arbitragem, pela razão pura e simples de que prevalece um relevante diferencial de juros entre o mercado doméstico e o externo, também pelo fato de operações de comércio exterior serem isentas de IOF. Também por questões históricas, o diferencial de juros existente entre as jurisdições centrais e o Brasil ainda enseja captações voltadas ao *carry trade*, no caso em prejuízo da real finalidade das linhas de financiamento às exportações brasileiras. Assim, o encargo financeiro ainda possui relevância para a garantia do comércio exterior, como instrumento impeditivo ao desvirtuamento do uso das linhas externas de seu financiamento, por definição limitadas.

A consequência da eventual aprovação do PLC nº 46, de 2012, estaria no prejuízo à própria atividade exportadora, de forma que uma parcela imprevisível, mas

possivelmente relevante, das operações do tipo ACC teriam cunho estritamente financeiro, sem nenhuma contrapartida benéfica ao comércio exterior do Brasil. A razão é relativamente simples. Sem a sanção pecuniária que se pretende suprimir, *tradings* passariam a atuar como instituições financeiras legítimas, com acesso a recursos baratos do exterior (primariamente voltados ao comércio), e posterior aplicação financeira no Brasil, independentemente da exportação de bens e serviços. A regra corrente busca garantir o embarque de mercadoria, que mesmo com a contratação de *performance* no mercado doméstico, atendem a finalidade de uso primário das linhas ao comércio. O uso de dinheiro mais barato do exterior é para beneficiar a produção doméstica voltada ao exterior, e não para proporcionar o simples ganho financeiro sem contrapartida direta na economia real. Entende-se que a vigência do encargo consagrado pela Lei nº 7.738, de 1989, possui ainda funcionalidade relevante, sendo benéfica para garantir o correto financiamento das exportações brasileiras.

## **7 COMENTÁRIOS FINAIS**

A integração financeira externa tem constituído objetivo de política econômica dos países emergentes, ainda que a forma com que ocorra não seja consensual em nível internacional. No Brasil, a evolução constitucional, legislativa e normativa permite constatar o avanço claro da flexibilização do mercado de câmbio e do tratamento do capital estrangeiro no País, construindo-se um cenário em que se superou, inclusive, o período em que era proibida a remessa de recursos de residentes para o exterior. Todavia, apesar da extensa desregulamentação do mercado de câmbio, o remanescente arcabouço legal e normativo de controle cambial ainda parece possuir funcionalidade como ferramenta de gestão macroeconômica, especialmente em períodos de crise cambial. É o conjunto de diversas camadas remanescentes de regulamentos e leis, cada qual feita em momento diferente e específico, com motivações próprias, que forma o paradigma cambial doméstico corrente, com a passagem do tempo cristalizando arranjos e jurisprudência acerca de sua utilidade.

Há um novo consenso pós-crise 2008 de que controles de capitais são eficazes e recomendáveis para prevenir e mitigar crises financeiras, como apontado. De fato, o uso de controle de capitais tem sido reconhecido como ferramenta útil diante do contexto de fluxos financeiros voláteis, constituindo arranjo institucional recomendável e flexível o suficiente para garantir ambiente propício ao investimento, tanto interno quanto externo,

contrabalançando flutuações e choques externos. Em particular, o IOF tem constituído mecanismo de regulação efetiva, com efeito sobre a composição e maturidade dos fluxos de portfólio e de empréstimos externos. Nesse caso, abrir mão de instrumentos eficazes e eficientes de gestão macroeconômica pode implicar sobrecarga no uso de outros mecanismos institucionais mais onerosos, seja via acumulação de reservas seja via intervenção em mercado de derivativos cambiais, cuja eficácia é questionável e também limitada para conter a trajetória de flutuação da taxa cambial, sobremaneira dependente de fatores externos globais, alheios ao mercado de câmbio doméstico.

No âmbito micro, também existem motivações regulatórias perfeitamente legítimas e atinentes às operações externas, como a regulamentação tributária, que é imposta com base em contratos e registros acessórios a operações de câmbio, para as operações financeiras externas; e também prudencial, por exemplo, que estabelece limites para a desregulamentação cambial, os quais também estão presentes em outras jurisdições com inserção externa semelhante à brasileira. Além disso, questões relacionadas à lavagem de dinheiro e à evasão de divisas, bem como aos próprios princípios liberalizantes do câmbio tornam difícil abrir mão de uma regulação mínima das operações cambiais, sempre sujeitas a todo e qualquer tipo de ilicitude, como a história cambial brasileira registra.

Todavia, as dificuldades técnicas e objeções teóricas discutidas neste ensaio em momento algum devem ser vistas como uma defesa de qualquer rigidez da normatização do câmbio. Ao contrário, entendem-se como frutuosas as últimas modificações normativas infralegais, na verdade de caráter muito mais desburocratizante e simplificador do que propriamente liberalizante dos fluxos. Contudo, não se vislumbra espaço para medidas desburocratizantes amplas, *vis-à-vis* o próprio perigo de normas mal construídas acabarem impondo efeito colateral maior do que eventual benefício social, como o perigo da recente flexibilização das operações de câmbio manual demonstra. O mesmo raciocínio se aplica à ampliação do uso da M/E em paralelo ao Real no País, que é assunto de relevância sistêmica.

Vislumbra-se, na verdade, duas frentes de avanço desregulatório a serem seguidas. Por um lado, os novos esforços normativos, especialmente infralegais, deverão concentrar-se na reavaliação dos sistemas correntes de registros de capital estrangeiro, por exemplo, conforme a disseminação de novas bases tecnológicas. Em especial, simplificar procedimentos para o registro de importação de longo prazo,

financiamento e empréstimo externo, financiamento à exportação, investimento estrangeiro direto ou em portfólio, pode reduzir custos de transação, e aumentar a eficiência microeconômica. Decorre da evolução tecnológica *per se* o desafio contínuo de simplificar e elevar a funcionalidade das normas cambiais, mas sem prejudicar a capacidade regulatória de outras áreas do Governo.

Por outro, e principalmente, na revisão constitucional das restrições a novos influxos de capital estrangeiro. Aprofundar a inserção externa e as relações econômico-financeiras com o resto do mundo constitui objetivo histórico do País, como possibilidade concreta de acelerar as taxas de crescimento interno e de desenvolvimento humano. O aumento das taxas de inversão de capital tem a virtude de elevar o estoque de capital produtivo instalado e acelerar a produtividade média do trabalho, elemento essencial para retomada do dinamismo da economia doméstica. Não há desenvolvimento sem crescimento econômico, que depende, por sua vez, de investimento produtivo – e este, de aprimoramento institucional. A flexibilização das travas remanescentes do modelo autárquico anterior tende a reposicionar o Brasil em patamar mais elevado no contexto global. Nesse caso, a nova rota viável de desenvolvimento passa pelo Congresso Nacional.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, M. P. (2003). *Os Funding Loans Brasileiros – 1898-1931*. Disponível em: <http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/142/77>. Acesso em: 14/11/2014.
- AKERLOF, G.; BLANCHARD, O.; ROMER, D.; STIGLITZ, J. (2014). *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*. The MIT Press.
- ARESTIS, P.; DE PAULA, L.F. (2008). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Palgrave Macmillan; First Ed.
- ARIDA, P. (2003). Por uma Moeda Plenamente Conversível. *Revista de Economia Política*. 23(3). Jul-Set.
- ARIDA, P. (2004). *Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: uma Discussão do Caso Brasileiro (mimeo)*. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Conversibilidade.Arida.25.02.pdf>. Acesso em: 14/11/2014.
- ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. (2003). *Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/Arquivo/Destaques/Incerteza%20Jurisdiccional.pdf>. Acesso em: 14/11/2014.
- BABA, C.; KOKENYNE, A. (2011). *Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s*. IMF Working Paper 281/11.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1993). *O Regime Cambial Brasileiro: Evolução Recente e Perspectivas*. Brasília, Nov, 1993.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS (2012). *Challenges related to Capital Flows: Latin American Perspectives*. BIS Paper 68.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS (2013). *Triennial Central Bank Survey*. Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Monetary and Economic Department. Sept, 2013.
- BAUMANN, B.; GALLAGHER, K. (2012). *Navigating Capital Flows in Brazil and Chile*. Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series. Jun, 2012.
- BIANCARELI, A. M. (2004). Liberalização Financeira e Política Econômica no Brasil Recente: Três Momentos e Duas Visões. In: *Encontro Nacional de Economia Política*, 9, 2004, Uberlândia. Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política, 2004.
- BLANCHARD, O.; ROMER, D.; SPENCE, M.; STIGLITZ, J. (2012). *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. The MIT Press.
- BORIO, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *BIS Working Paper 395*. Dec, Basel, BIS.

- CARDOSO, H.; GOLDFAJN, I. (1998). Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. *IMF Staff Papers*. 45 (1).
- CARDOSO, E. (2003). *Traveling Light*. In [site de] Gustavo Franco; Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Ecardoso.htm>. Acesso em: 14/11/2014.
- CARVALHO, B. M.; GARCIA, M. G. P. (2008). Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties. In: EDWARDS, S.; GARCIA, M. G. P. (eds.). *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*. Cambridge, MA: NBER.
- CARVALHO, F. J. C.; SICSÚ, J. (2007). Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais. In SICSÚ, J. *Emprego. Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- CHAMON, M.; GARCIA, M. (2013). *Capital Controls in Brazil: Effective?* Texto para Discussão n. 622. Rio de Janeiro: PUC-RJ.
- CLAESSENS, S; KOSE, M. (2013). *Financial Crises Explanations*. Types and Implications. Working Paper 13/28. Washington, DC: IMF.
- COLLINS, S. M. (2007). Comments on “Financial Globalization. Growth. and Volatility in Developing Countries” by Eswar Prasad. Kenneth Rogoff. Shang-Jin Wei. and M. Ayhan Kose. In HARRISON, A. (ed.). *Globalization and Poverty*. University of Chicago Press, 2007.
- COMPARATO, F. K. (1971). Abertura de Crédito – Nulidade de Cláusula Contratual. Comentário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 10, n.3, pp. 59-63, 1971 (Nova Série).
- CYNAMON, B. Z.; FAZZARI, S; SETTERFIELD, M. (2013). *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*. Cambridge University Press.
- DE PAULA, L. F. (2010). *Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the Crossroads*. Routledge, 2010.
- EDISON, H.; WARNOCK, F. (2003). A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls. *Journal of Empirical Finance*. v.10(1-2), pp. 81-103.
- EDWARDS, S. (2007). *Capital Controls, Capital Flow Contractions and Macroeconomic Vulnerability*. NBER Working Paper 12852. Jan. 2007.
- EICHENGREEN, B.; MUSSA, M.; DELL’ARICCIA, G.; DETRAGIACHE, E.; MILESI-FERRETTI, G.; TWEEDIE, A. (1999). *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Economic Issues, Washington, n.17, Feb. 1999.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (1999). *Exchange Rates and Financial Fragility*. Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 329-368.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A. (2014). *Capital Controls in the 21<sup>st</sup> Century*. Centre for Economic Policy Research Policy Insight n.72.

ESTEVES, R.Z. (2007). Repercussões da Contenção da Ameaça do Terrorismo Internacional na Economia Brasileira. *Revista Brasileira de Inteligência*. Brasília: Abin, v. 3 (4), set. 2007.

FATF-GAFI (2010). *Mutual Evaluation Report: Federative Republic of Brazil*. 25 June, 2010. Disponível em: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/mer/MER%20Brazil%20full.pdf>. Acesso em: 14/11/2014.

FERRARI, F.; JAYME JR, F.; LIMA, G. T.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. (2005). Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real. São Paulo: *Revista de Economia Política*, v.25 (1): pp. 133-151, jan/mar.

FORBES, K. (2007). The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch. In EDWARDS, S. (org.). *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press, pp.171-202. Ou NBER Working Paper 11372.

FORBES, K.; FRATZSCHER, M.; KOSTKA, T.; STRAUB, R. (2012). *Bubble Thy Neighbor: Direct and Spillover Effects of Capital Controls*. NBER Working Paper n.18052. May, 2012.

FRANCO, G. (2000). *Pequena História do Câmbio no Brasil*. In [site de] Gustavo Franco. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a60.htm>. Acesso em: 14/11/2014.

FRANCO, G. (2006). Moeda, Liberdade e a Atuação do Banco Central no Controle dos Fluxos Externos. Porto Alegre: Instituto de Liberdade. Disponível em <http://ilrs.org.br>.

FRANCO, G.; PINHO NETO, D. (2004). *A Desregulamentação da Conta de Capitais: Limitações Macroeconômicas e Regulatórias*. 2004. Versão finalíssima de 18 jun. 2004.

FREITAS, M.; PRATES, D. (2001). A Abertura Financeira no Governo FHC: Impactos e Consequências. Campinas: *Economia e Sociedade*, v.17, pp. 81-111.

GALLAGHER, K.P. (2014). *Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-border Finance*.

GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. (2005). *Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned?* NBER Working Paper 11640.

GREMAUD, A.; VASCONCELLOS, M.; TONETO JR, R. (2009). *Economia Brasileira Contemporânea*. São Paulo: Ed. Atlas, 7<sup>a</sup> ed.

HENRY, P. (2006). *Capital Account Liberalization: Theory, Evidence and Speculation*. NBER Working Paper 12.698. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research. Nov, 2006.

- IMF (2011). *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*. Feb, 2011.
- IMF (2012). *The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View*. Policy Paper. November 4. Washington. DC: International Monetary Fund.
- JINJARAK, Y.; NOY, I.; ZHENG, H. (2013). Capital Controls in Brazil: Stemming a Tide with a Signal? *Journal of Banking & Finance*. Elsevier. vol. 37(8): 2938-2952.
- KORINEK, A. (2011). *The New Economics of Capital Controls: Imposed for Prudential Reasons*. IMF Working Paper 298/11.
- MAGUD, N.; REINHART. C.; ROGOFF. K. (2011). *Capital Controls: Myth and Reality - A Portfolio Balance Approach*. NBER Working Paper 16805. Feb, 2011.
- MANTELI, W. (2012). *A Nova Abertura dos Portos – 1993*. Porto Alegre: Ed.Palomas, 208p.
- MUNHOZ, V. (2013). Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. *Nova Economia*, v.23, pp. 371-402.
- NORTH, D.C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- OBSTFELD, M. (2009). *International Finance in Developing Countries: What Have We Learned?* NBER Working Paper 14.691. Cambridge, MA.
- OLIVIER, J. (2011). *Who Needs to Open the Capital Account?* Peterson Institute of Intl Economics.
- OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. (2004). Por uma Moeda Parcialmente Conversível: uma Crítica a Arida e Bacha. *Revista de Economia Política*, v.24 (2).
- OSTRY, J.; GHOSH, A.; HABERMEIER, K.; CHAMON, M.; QURESHI, M.; REINHARDT, D. (2010). *Capital Inflows: The Role of Controls*. IMF Staff Position Note 10/04. Feb 19. 2010.
- OSTRY, J.; GHOSH, A.; HABERMEIER, K.; LAEVEN, L.; CHAMON, M.; QURESHI, M.; KOKENYNE, A. (2011). *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?* IMF Staff Discussion Note 11/06.
- PAULA, L. F.; OREIRO, J. L.; SILVA, G. (2003). Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposta de Política. In. *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. São Paulo: Manole.
- QURESHI, M.; OSTRY, J.; GHOSH, A.; CHAMON, M. (2011). *Managing Capital Inflows: The Role of Controls and Prudential Policies*. NBER Working Paper 17363.

- REY, H. (2013). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. August. Disponível em: [http://www.helenerey.eu/RP.aspx?pid=Working-Papers\\_en-GB](http://www.helenerey.eu/RP.aspx?pid=Working-Papers_en-GB). Acesso em: 14/11/2014.
- SCHNEIDER, B. (2000). *Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries*. London: Overseas Development Institute, 2000.
- SIMONSEN, M. H. (1995). *30 Anos de Indexação*. Rio de Janeiro: FGV. Cap. 1, 176p.
- SIMONSEN, M. H. (1996). Oswaldo Aranha e o Ministério da Fazenda. In CAMARGO, A.; ARAUJO, J. H.; SIMONSEN, M. H. *Oswaldo Aranha – a Estrela da Revolução*. São Paulo: Mandarim.
- SOIHET, E. (2002). *Índice de controle de capitais: uma análise da legislação e dos determinantes do fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000*. Dissertação (Mestrado em Economia) – FGV. Rio de Janeiro, 2002.
- STONE, M. R.; WALKER, W. C.; YASUI, Y. (2009). *From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008-09*. IMF Working Paper 09/259.
- TOBIN, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal*, Eastern Economic Association, v.4 (3-4), pages 153-159, Jul/Oct.
- UNITED NATIONS – ONU (2009). *Tackling the Financing of Terrorism: Counter-Terrorism Implementation Task Force – CTITF Working Group Report*. New York. Oct, 2009.
- VAN DER LAAN, C. R. (2007). *Liberalização da Conta de Capitais: Evolução e Evidências para o Caso Brasileiro Recente (1990-2005)*. Rio de Janeiro: BNDES.
- VAN DER LAAN, C. R.; CUNHA, A. M.; ALVES, M. T. C. (2011). *Desregulamentação Financeira Externa no Brasil: Reestimando o ICC e Alguns Impactos Macroeconômicos em um Modelo VEC (1995-2011)*. Anais do 39º Encontro Nacional de Economia da Anpec. Foz do Iguaçu, PR.
- VAN DER LAAN, C. R.; CUNHA, A. M.; FONSECA, P. C. D. (2012). Os Pilares Institucionais da Política Cambial e a Industrialização nos Anos 1930. *Revista de Economia Política*, v.32, n.4, Out./Dez. 2012.
- VILLELA, A.; SUZIGAN, W. (1973). *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira: 1889-1945*. Rio de Janeiro: IPEA, 468p. Série Monografia n.10.
- WOLFSON, M. H.; EPSTEIN, G. A. (2013). *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford University Press.