

GUSTAVO JORGE SILVA

O novo padrão normativo do câmbio

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Dr. Luís Fernando Massonetto

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2023

GUSTAVO JORGE SILVA

O novo padrão normativo do câmbio

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Econômico, Financeiro e Tributário, sob a orientação do Professor Dr. Luís Fernando Massonetto.

Versão Corrigida

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2023

Autorizo a reprodução e a divulgação total e parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Silva, Gustavo Jorge

O novo padrão normativo do câmbio ; Gustavo Jorge Silva ; orientador Luís Fernando Massonetto -- São Paulo, 2023.

213 f.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Direito Econômico, Financeiro e Tributário) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2023.

1. Câmbio. 2. Política Cambial. 3. Regulamentação Financeira. 4. Regulamentação Cambial. 5. Direito da Finança Internacional. I. Massonetto, Luís Fernando, orient. II. Título.

Nome: SILVA, Gustavo Jorge.

Título: O novo padrão normativo do câmbio

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Econômico, Financeiro e Tributário, sob a orientação do Professor Dr. Luís Fernando Massonetto.

Depósito em 2023. Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

“Cuentan los hombres dignos de fe (pero Alá sabe más) que en los primeros días hubo un rey de las islas de Babilonia que congregó a sus arquitectos y magos y les mandó construir un laberinto tan complejo y sutil que los varones más prudentes no se aventuraban a entrar, y los que entraban se perdían. Esa obra era un escándalo, porque la confusión y la maravilla son operaciones propias de Dios y no de los hombres. Con el andar del tiempo vino a su corte un rey de los árabes, y el rey de Babilonia (para hacer burla de la simplicidad de su huésped) lo hizo penetrar en el laberinto, donde vagó afrentado y confundido hasta la declinación de la tarde. Entonces imploró socorro divino y dio con la puerta. Sus labios no profirieron queja ninguna, pero le dijo al rey de Babilonia que él en Arabia tenía otro laberinto y que, si Dios era servido, se lo daría a conocer algún día. Luego regresó a Arabia, juntó sus capitanes y sus alcaides y estragó los reinos de Babilonia con tan venturosa fortuna que derribó sus castillos, rompió sus gentes e hizo cautivo al mismo rey. Lo amarró encima de un camello veloz y lo llevó al desierto. Cabalgaron tres días, y le dijo: ‘¡Oh, rey del tiempo y sustancia y cifra del siglo!, en Babilonia me quisiste perder en un laberinto de bronce con muchas escaleras, puertas y muros; ahora el Poderoso ha tenido a bien que te muestre el mío, donde no hay escaleras que subir, ni puertas que forzar, ni fatigosas galerías que recorrer, ni muros que te vedan el paso’. Luego le desató las ligaduras y lo abandonó en mitad del desierto, donde murió de hambre y de sed. La gloria sea con Aquél que no muere”.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus pais, Jorge e Júlia. Vocês me ajudaram a preparar esse trabalho desde que me levaram para a escola no primeiro dia de aula (e do primeiro ao último dia de todas as fases desde então). Obrigado por sempre me apoiarem e me incentivarem a sonhar.

Um agradecimento especial à minha companheira, Tamires, que com muito amor e carinho me acompanhou por finais de semana dedicados à escrita, além do consumo de tantos livros e arquivos em PDF. Ter você ao meu lado me apoiando tornou tudo isso mais leve e valioso.

Agradeço também ao meu orientador, Professor Luís Fernando Massonetto, por ter acreditado no meu trabalho desde que me recebeu no Grupo de Estudos Direito e Regulação do Capitalismo (GEDIRC), em 2013. Foi uma década de muita conversa, reuniões e reflexões que resultaram no que hoje posso apresentar.

Aos Professores Gilberto Bercovici e Pedro Rossi, pela generosidade de terem aceitado participar do meu exame de qualificação, além de terem indicado caminhos e feito sugestões tão relevantes. Agradeço especialmente ao saudoso Professor José Tadeu de Chiara, com quem tive o privilégio de aprender tanto do que está presente nesta Tese.

Muito obrigado também aos colegas de profissão que conviveram comigo no período do Doutorado e aos amigos que fiz no Centro do Comércio Global e Investimento (CCGI) da Escola de Economia da Fundação Getulio Vargas (EESP-FGV), a quem me refiro no nome da Professora Vera Thorstensen, e no Grupo de Estudos em Governança Regulatória Global da Escola de Direito de São Paulo da FGV. Foram todos espaços muito ricos de debate e aprendizado. Agradeço ao amigo Pedro Schonberger pelos comentários e sugestões sobre a primeira parte da Tese.

Agradeço a todos os pesquisadores e pesquisadoras que trataram do tema desta Tese antes de mim. Procurei ao máximo fazer jus ao legado do pensamento que me antecedeu.

Espero que meu trabalho possa de alguma maneira contribuir para o debate em um País que hoje busca se reunir e se reconstruir.

RESUMO

SILVA, Gustavo Jorge. **O novo padrão normativo do câmbio**. fls. 213. Doutorado em Direito. Faculdade de Direito, Universidade São Paulo. São Paulo. 2023.

As normas relacionadas ao câmbio e à Política Cambial no Brasil incidem sobre os fluxos de capital e sobre a formação de estoques de divisas, influenciando e fazendo variar no tempo outros aspectos da atuação do Estado na economia, bem como a forma e a extensão de suas interações no campo da finança internacional com outros Estados, instituições financeiras e organizações internacionais. Neste contexto, o presente trabalho tem por objetivo propor uma periodização para a análise das normas que enquadram o câmbio e a Política Cambial no Brasil, considerando a materialidade histórica da ordem normativa e tendo por referência as transformações do capitalismo e da ordem internacional. No referencial teórico, apresenta-se aportes de Ciência Sociais, considerando a abordagem estratégico-relacional; teoria de Relações Internacionais, situando realismo e neoliberalismo; Geografia, no desenvolvimento dos conceitos de Geopolítica, Território e Espaço; Economia, ao tratar da hierarquia entre moedas; e Direito Internacional, tendo-se em conta a disciplina das relações no âmbito do mercado financeiro internacional. Busca-se também justificar a periodização proposta a partir da reconstrução da história da regulamentação cambial no Brasil, dividida em “padrões normativos”, que se afirmam conforme a agência para a definição da taxa de câmbio no país é normativamente atribuída ao Estado ou a outros atores. Conclui-se que os padrões normativos acompanham o Direito da Finança Internacional, conformado a partir das estratégias relacionais dos atores que interagem na finança internacional em face das transformações estruturais no quadro do capitalismo global.

PALAVRAS-CHAVE: 1. Câmbio. 2. Política Cambial. 3. Regulamentação Financeira. 4. Regulamentação Cambial. 5. Direito da Finança Internacional.

ABSTRACT

SILVA, Gustavo Jorge. **The new normative pattern of the foreign exchange.** p. 213. Doctorate in Law. Faculty of Law, University of São Paulo. São Paulo. 2023.

The rules related to Foreign Exchange and Foreign Exchange Policy in Brazil affect capital flows and the formation of foreign exchange stocks, influencing and making vary over time other aspects of the State's role in the economy, as well as the form and extent of its interactions in the field of international finance with other States, financial institutions and international organizations. In this context, this thesis aims to propose a periodization for the analysis of the norms that frame the Foreign Exchange and the Foreign Exchange Policy in Brazil, considering the historical materiality of the normative order and having as reference the transformations of capitalism and of the international order. The theoretical framework presents contributions from Social Science, considering the strategic-relational approach; International Relations theory, placing realism and neoliberalism; Geography, in the development of the concepts of Geopolitics, Territory and Space; Economics, when dealing with the hierarchy between currencies; and International Law, taking into account the discipline of relations within the international financial market. It also seeks to justify the proposed periodization from the reconstruction of the history of foreign exchange regulation in Brazil, dividing it into "normative patterns", which are stated according to whether the agency for defining the exchange rate in the country is normatively attributed to the State or to other actors. It is concluded that the normative patterns follow the Law of International Finance, formed from the relational strategies of the actors that interact in international finance in the face of structural transformations in the framework of global capitalism.

KEYWORDS: 1. Foreign Exchange. 2. Foreign Exchange Policy. 3. Financial Regulation 4. Foreign Exchange Regulation. 5. Law of International Finance.

ZUSAMENFASSUNG

SILVA, Gustavo Jorge. **Das neue normative Muster des Devisenhandels**. S. 213. Doktorat in Rechtswissenschaften. Rechtswissenschaftliche Fakultät, Universität von São Paulo. São Paulo. 2023.

Die Regeln für den Devisenhandel und die Devisenpolitik in Brasilien wirken sich auf die Kapitalströme und die Bildung von Devisenbeständen aus und beeinflussen und verändern im Laufe der Zeit andere Aspekte der Rolle des Staates in der Wirtschaft sowie die Form und das Ausmaß seiner Interaktionen auf dem Gebiet der internationalen Finanzen mit anderen Staaten, Finanzinstitutionen und internationalen Organisationen. In diesem Zusammenhang zielt diese Arbeit darauf ab, eine Periodisierung für die Analyse der Normen, die den Rahmen für den Devisenhandel und die Devisenpolitik in Brasilien bilden, wobei die historische Materialität der normativen Ordnung berücksichtigt wird und die Transformationen des Kapitalismus und der internationalen Ordnung als Referenz dienen. Der theoretische Rahmen enthält Beiträge aus den Sozialwissenschaften, die den strategisch-relationalen Ansatz berücksichtigen; aus der Theorie der internationalen Beziehungen, die den Realismus und den Neoliberalismus in den Vordergrund stellt; aus der Geographie, die die Konzepte der Geopolitik, des Territoriums und des Raums entwickelt; aus der Ökonomie, die sich mit der Hierarchie zwischen den Währungen befasst; und aus dem internationalen Recht, das die Disziplin der Beziehungen auf dem internationalen Finanzmarkt berücksichtigt. Außerdem wird versucht, die vorgeschlagene Periodisierung anhand der Rekonstruktion der Geschichte der Devisenregulierung in Brasilien zu rechtfertigen, indem sie in "normative Muster" unterteilt wird, die sich danach richten, ob die Zuständigkeit für die Festlegung des Wechselkurses in dem Land normativ dem Staat oder anderen Akteuren zugeschrieben wird. Die Schlussfolgerung ist, dass die normativen Muster dem Gesetz der internationalen Finanzen folgen, das sich aus den relationalen Strategien der Akteure ergibt, die im internationalen Finanzwesen angesichts der strukturellen Veränderungen im Rahmen des globalen Kapitalismus interagieren.

SCHLÜSSELWÖRTER: 1. Devisenhandel. 2. Devisenpolitik. 3. Finanzielle Regulierung. 4. Devisenregulierung. 5. Recht der internationalen Finanzen.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURAS

- Figura 1 - Arcabouço do sistema financeiro internacional.....60
- Figura 2 - Uma visão geral (simplificada) da arquitetura financeira global.....67
- Figura 3 - Rede financeira internacional.....156

GRÁFICOS

- Gráfico 1 - Saldo da balança comercial (anual) em milhões de Dólares - Brasil (1964-1980)..135

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADCT	Ato das Disposições Constitucionais Transitórias
ADR	<i>American depositary receipt</i>
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
BB	Banco do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BCB-DSTAT	Banco Central do Brasil - Departamento de Estatísticas
BCE	Banco Central Europeu
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIS	Banco de Compensações Internacionais
CACEX	Carteira de Comércio Exterior
CDE	Conta de Domiciliado no Exterior
CIJ	Corte Internacional de Justiça
CLC	Consolidação das Leis Cíveis
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNC	Consolidação das Normas Cambiais
Conta CC5	Conta de Domiciliado no Exterior regulada pela Carta-Circular nº 5, de 27 de fevereiro de 1969
COPOM	Comitê de Política Monetária
CPMI	Comitê de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado Financeiro
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAG	Direito Administrativo Global
DCO	Futuro de Cupom Cambial de Operações Compromissadas de Um Dia
DDI	Futuro de Cupom Cambial de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia

DES	Direitos Especiais de Saque
DRU	Desvinculação de Receitas da União
FED	Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos
FGV	Fundação Getulio Vargas
FIPE	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRA	<i>Forward Rate Agreement</i>
FRC	<i>Forward Rate Agreement</i> de cupom cambial
FRO	Operações Estruturadas de FRA de Cupom Cambial de Operações Compromissadas de Um Dia
FSB	Comitê de Estabilidade Financeira
FSE	Fundo Social de Emergência
G20 Financeiro	Grupo que reúne os dezenove países com as maiores economias do mundo – África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos da América, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia – e a União Europeia.
GAFI	Grupo de Ação Financeira Internacional
GATT	Acordo Geral de Tarifas e Comércio
GECAM	Gerência de Operações de Câmbio
IADI	Associação Internacional de Seguradoras de Depósitos
IAIS	Associação Internacional dos Supervisores de Seguros
IASB	Conselho Internacional de Padrões Contábeis
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IDR	<i>International depositary receipt</i>
IFAC	Federação Internacional de Contadores
IFI	Instituição Financeira Internacional
IGP-M	Índice Geral de Preços de Mercado

INR	Investidor não residente
IOSCO	Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPMF	Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira
ISDA	Associação Internacional de <i>Swaps</i> e Derivativos
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LRF	Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal)
MCTA	Mercado de Câmbio de Taxas Administradas
MCTF	Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes
MCTL	Mercado de Câmbio de Taxas Livres
NDF	<i>Non-deliverable forward</i>
OC1	Operações Compromissadas de Um Dia
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
ONG	Organização não governamental
ONU	Organização das Nações Unidas
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
PAEG	Programa de Ação Econômica do Governo
PAI	Programa de Ação Imediata
PEC	Proposta de Emenda Constitucional
PIB	Produto Interno Bruto
PND	Programa Nacional de Desestatização
PPC	Paridade de Poder de Compra

PTAX	Taxa de câmbio Real/Dólar oficial
RDE	Registro Declaratório Eletrônico
RMCCI	Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais
SCFI	Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
Sisbacen	Sistema de Informações Banco Central
SCE-Crédito	Sistema de Prestação de Informações de Capital Estrangeiro - Crédito Externo
SCE-IED	Sistema de Prestação de Informações de Capital Estrangeiro - Investimento Estrangeiro Direto
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
Taxa DI	Taxa de juros dos Depósitos Interbancários com prazo de um dia
TQM	Teoria Quantitativa da Moeda
UIP	Paridade descoberta da taxa de juros
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	17
Justificativa e objetivos	18
Metodologia	20
Roteiro do trabalho	23
PARTE I	27
1. EFEITOS JURÍDICOS DA DISPONIBILIDADE DE MOEDA	27
1.1. Moeda – Símbolo, signo e mito	28
1.2. Efeitos jurídicos da troca instrumentalizada por moeda	35
1.3. O relacionamento entre diferentes moedas	40
1.3.1. O modelo vestfaliano de geografia monetária	42
1.3.2. O poder no espaço e um novo modelo de geografia monetária	45
2. O DIREITO DA FINANÇA INTERNACIONAL	51
2.1. Geologia do Direito Internacional do Século XX	52
2.1.1. A primeira camada do Direito Internacional	53
2.1.2. As camadas comunitária e regulatória do Direito Internacional	55
2.2. A forma regulatória do Direito Internacional	57
2.3. Teorias jurídicas sobre a finança internacional	61
2.3.1. Direito Administrativo Global	61
2.3.2. Redes regulatórias	63
2.3.3. Teoria do Direito da Finança Internacional	66
CONCLUSÃO PARCIAL – UMA TEORIA SOBRE PADRÕES NORMATIVOS DO CÂMBIO	73
Fundamentos para uma taxonomia do quadro normativo da Política Cambial	74
Método para análise de padrões normativos do câmbio	81
PARTE II	83
3. ANTECEDENTES DO PRIMEIRO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO	83
3.1. Relacionamento com o resto do mundo na formação do Estado brasileiro	84
3.2. Padrão Ouro e a conversibilidade da moeda brasileira	92
3.3. A ausência de um padrão normativo do câmbio	99

4. O PRIMEIRO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO	107
4.1. Aspectos estruturais do primeiro padrão normativo do câmbio	108
4.2. O quadro do primeiro padrão normativo do câmbio	112
4.3. Legado do primeiro padrão normativo do câmbio	122
5. A CRISE DO PRIMEIRO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO	127
5.1. Transformações na estrutura do primeiro padrão normativo do câmbio	128
5.1.1. O Sistema de Bretton Woods e a expansão do Dólar	128
5.1.2. O fim do suporte estrutural do primeiro padrão normativo do câmbio	132
5.2. Aspectos domésticos crise do primeiro padrão normativo do câmbio	138
5.3. O fim do primeiro padrão normativo do câmbio	146
6. QUADRO GERAL DO NOVO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO	149
6.1. O plano estrutural do novo padrão normativo do câmbio	150
6.2. A liberalização da conta de capitais	158
7. QUADRO OPERACIONAL DO NOVO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO	169
7.1. Política Econômica no novo padrão normativo do câmbio	170
7.1.1. Emergência do novo padrão normativo do câmbio	170
7.1.2. A Política Cambial no Plano Real	174
7.1.3. O regime de metas de inflação	178
7.2. A agência privada no novo padrão normativo do câmbio	181
7.2.1. A taxa de câmbio oficial	181
7.2.2. A formação da taxa de câmbio no mercado	182
7.3. Considerações sobre o novo padrão normativo do câmbio	188
CONCLUSÃO	189
Estrutura e regulação cambial	190
Padrões normativos do câmbio no Brasil	191
Agência e soberania	197
REFERÊNCIAS	199

INTRODUÇÃO

A atuação do Estado no âmbito econômico e as responsabilidades de suas autoridades em relação à gestão macroeconômica são aspectos incontornáveis da atuação do setor público nas sociedades contemporâneas. Esse aspecto de atuação do Estado não é tópico ou pontual. Ele se faz presente continuamente, sendo o Estado tanto participante do mercado, na medida que demanda a produção de bens e serviços, bem como mobiliza recursos financeiros, quanto regulador, no sentido de fomentar ou limitar fluxos e formação de estoques igualmente de bens, serviços ou fluxos financeiros.

Essa atuação não é ela também ilimitada ou desregulamentada. As condições políticas e a disponibilidade de recursos do Estado são limitantes de sua atuação na esfera econômica, mas que não deixam de estar ladeadas também pela definição de normas jurídicas que situam o escopo da atuação estatal. Por um lado, a legalidade permite a atuação e informa os limites jurídicos da atividade estatal e, por outro, dá previsibilidade em relação a essa atuação, ao determinar os poderes, instrumentos e os objetivos do Estado no âmbito econômico.

A atuação do estado na economia, especialmente sobre os componentes da demanda agregada, conforma aquilo que normalmente é tratado como Política Econômica. Essa categoria engloba outras três, que são a Política Monetária, traduzida na gestão da liquidez e da taxa de inflação, a Política Fiscal, concernente à dinâmica de realização da receita e execução da despesa pública, e a Política Cambial, relacionada à gestão da taxa de câmbio da moeda nacional em relação às moedas do resto do mundo¹. A atuação do Estado para fins de Política Econômica é notadamente normatizada, compreendendo desde definições constitucionais até ampla regulamentação infralegal, incluindo também Leis e Decretos.

Esse complexo quadro normativo e, especialmente, a concatenação entre essas normas e seus fluxos operacionais internos, que muitas vezes interagem também com o comportamento dos agentes privados, são muitas vezes naturalizados no discurso que é levado à opinião pública. A Política Econômica e os elementos que a compõem aparecem menos como uma criação da política e passam a ser tratados quase como o labirinto invisível do rei da Arábia do conto de Jorge Luís Borges (1998, p. 676), “onde não há escadas a subir, nem portas a forçar, nem

¹ Não se nega que outras frentes de atuação estatal, como, por exemplo, a formação de estoques regulatórios de alimentos para mobilização em situações de escassez, tenham repercussões econômicas, mas essa atuação não compõe o que é normalmente referido como Política Econômica, com o sentido aqui apontado, dos componentes da política macroeconômica.

cansativas galerias a percorrer, nem muros que te vedem os passos”, mas do qual não há como escapar.

A Tese a seguir pretende servir como um elemento que dê clareza em relação à forma desse labirinto, dando substância à análise do quadro normativo de um dos componentes da Política Econômica. A intenção aqui disposta é conferir uma lógica que permita melhor situar *no tempo* a Política Cambial brasileira, periodizando-a com base em marcos normativos e identificando tendências próprias de cada período.

Nas próximas páginas desta introdução, pretende-se tratar das justificativas para a elaboração e apresentação desta Tese e apresentar a metodologia que se considerou adequada a esse esforço de pesquisa, bem como antecipar aspectos do desenvolvimento do texto do trabalho em geral.

Justificativa e objetivos

Em uma primeira camada, o presente trabalho é uma contribuição para o campo de estudo da regulação financeira, relacionada especialmente ao Direito Bancário, na medida que as normas cambiais decorrem de lei, mas contam com intensa atividade regulatória por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BCB), incidindo sobre a atividade de entidades integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Sobre a pertinência de estudar-se esse tema, Yazbek (2009, p. 275) chama atenção para como a regulação financeira se constituiu historicamente no Brasil como um campo afastado do debate jurídico. Em relação à atenção acadêmica que é dispensada a essas disciplinas, diz o autor:

“[O] direito do mercado de capitais e o direito bancário, campos do Direito Comercial, são analisados separadamente, a partir apenas das categorias contratuais adotadas; (...) por fim, as estruturas regulatórias, quando vistas, ficam sob as categorias formais do direito administrativo”

Dessa forma, é preciso tratar o quadro normativo associado à regulamentação financeira, incluindo-se aí, as leis e outros normativos de regulação cambial que vinculam a atuação estatal e dos agentes do mercado de câmbio, a partir de uma perspectiva teórica. A identificação de tendências do quadro normativo e das causas dessas tendências é uma abordagem que contribui

para melhor compreensão da regulação cambial para além do operacional aplicado pelos profissionais da área.

Além disso, esta Tese se insere na continuidade de trabalhos que vinham mapeando as normas cambiais e especificamente traçando sua concatenação, com atenção aos aspectos e repercussões jurídicas. Pode-se destacar o trabalho de Verçosa (1978), bem como outros mais recentes, como são os casos dos trabalhos de Sodré de Oliveira (2009), apresentado originalmente em 2005, e Costa (2009), focados respectivamente no estudo da estrutura jurídico-política do mercado de câmbio e da atuação do Estado na seara cambial em relação à concretização de políticas alinhadas aos fins previstos no ordenamento jurídico.

Tendo em vista particularmente os trabalhos de Sodré de Oliveira e de Costa, vê-se que, ao referenciar o aspecto temporal do desenvolvimento das normas cambiais no Brasil, ambos os autores vieram a lançar mão de um expediente semelhante de agrupar-se as normas em determinados períodos cronológicos. Costa as situa por décadas, indo desde antes da década de 1930 até o que veio após a década de 1990. Sodré de Oliveira, por sua vez, fornece uma periodização que acompanha os períodos políticos do país, estabelecendo marcos por exemplo em 1930, 1945, 1964 e 1985.

Cabe notar que esse tipo de periodização não deixa de ser útil e intuitiva, não sendo incomum sua utilização para situar o desenvolvimento do Direito em várias de suas vertentes. Convém mencionar, por exemplo, na área de regulação do mercado de capitais, a exposição que Yazbek (2009) faz vai em sentido semelhante. Mesmo em outros ramos das ciências sociais aplicadas, como em economia, as obras organizadas por Abreu (2014) e Giambiagi et al. (2011) seguem o mesmo caminho.

Embora se perceba o mérito da escolha metodológica por tratar de temas considerando períodos cronológicos mais diretamente apreensíveis, como as décadas ou governos dentro de marcos históricos já consagrados na historiografia, propor uma nova periodização se justifica para que seja adicionada uma materialidade histórica que seja própria da ordem normativa à análise das normas que enquadram a Política Cambial, tendo por referência as transformações do capitalismo e da ordem internacional.

Nesse sentido, serve de inspiração o trabalho de Massonetto (2006) que, ao vincular o capitalismo contemporâneo à emergência de um “novo padrão normativo” inspirou inclusive o título do presente trabalho. A intenção é, portanto, trabalhar o quadro normativo da Política

Cambial brasileira contemporânea identificando como a dinâmica da ordem internacional e do capitalismo se refletem na regulação jurídica do câmbio.

Metodologia

A fim de dar concretude a uma análise que relacione as normas sobre Política Cambial editadas no Brasil às tensões que marcam o processo histórico do capitalismo e a ordem internacional, será preciso primeiro identificar os agentes relevantes para o mercado de câmbio e enquadrá-los em uma perspectiva teórica que admita seu relacionamento. Percebem-se tendo atuação relevante os Estados, as instituições financeiras e investidores com capacidade de gerar fluxos transnacionais e as organizações internacionais que definem padrões para regulamentação de fluxos e estoques de divisas por parte dos Estados nacionais, particularmente o Fundo Monetário Internacional (FMI).

A esses agentes é dada mais ou menos agência normativa, compreendida aqui como o poder de influenciar o resultado de algo (GIDDENS, 2013, p. 17), sendo que a abrangência dessa agência muda a partir das condições estruturais com as quais esses agentes se defrontam de tempos em tempos. Assim sendo, há um contínuo jogo de posições, que define a extensão de poder e agência que envolve Estados, instituições financeiras e organizações internacionais.

A regulamentação cambial é um campo privilegiado para acompanhar esse jogo. A taxa de câmbio reflete efeitos do relacionamento de um Estado com o resto do mundo, incluindo aqui outros Estados e os demais agentes envolvidos na dinâmica de regulação das trocas e dos fluxos financeiros internacionais. Dessa forma, a instância para a qual a regulamentação joga a maior parcela da agência da formação da taxa de câmbio evidencia e reflete a extensão do poder do qual dispõe esse agente no quadro estrutural.

Considerando esse quadro, trabalha-se nessa Tese com a abordagem estratégico-relacional, desenvolvida por Jessop, que considera a existência de condicionantes estruturais, mas tem um foco mais próximo, direcionado à análise da dinâmica que os agentes mantêm entre si e em relação às restrições estruturais para operacionalizar mudanças a partir da aplicação de sua agência às ferramentas institucionais existentes. Trata-se uma teoria social de natureza crítica que procura entender os processos de mudança social a partir da articulação dinâmica de atores que operam relacionando-se uns com os outros, imbuídos de estratégias próprias e limitados por estruturas que se alteram no espaço e no tempo.

Esse método permite ainda a investigação de fenômenos de transição estrutural ou conjuntural em diferentes escalas de espaço e de tempo, oferecendo também uma interpretação sobre o que ocorre nessas janelas históricas de transição.

Dando mais concretude à ideia, pretende-se argumentar que em condições estruturais vigentes em determinado momento histórico e em dada escala espacial, conjuntos de diferentes atores interagem com base em suas próprias estratégias para o exercício do poder nas condições estruturais de seu ambiente. Haveria, desse modo, um quadro de contingência do poder juntamente a uma estrutura determinada, permitindo uma dinâmica que envolve “restrições estruturais” e “oportunidades conjunturais” disponíveis a diferentes composições relacionais mantidas pelos atores sociais. Os resultados do exercício do poder não seriam previsíveis a partir apenas do conhecimento das condições dadas (JESSOP, 2008, p. 29).

Jessop (2008, p. 24-26) afirma ter trabalhado a teoria a partir de várias fontes. Haveria uma influência da ideia gramsciana de blocos históricos, envolvendo composições no exercício do poder (GRAMSCI, 2015). Outra fonte seria a teoria da regulação, que relaciona a continuidade do modo de produção a um conjunto de acordos em torno de determinadas formas institucionais² que, tomadas em conjunto, conformam um *Modo de Regulação*, dotado de regularidade institucional e capacidade de se reproduzir até que as condições mudem, precipitando crises a necessidade de novos arranjos (BOYER, 2009). Outra fonte de inspiração seria a teoria dos sistemas, que têm como expoentes Luhmann e Teubner, que desenvolvem uma noção de sociedade como um conjunto de sistemas que recebem, selecionam e reproduzem informação (LUHMANN, 1984).

A abordagem estratégico-relacional é extremamente flexível e adequada à compreensão de situações que lidam com diferentes escalas e períodos históricos, caso do objeto desta Tese, afinal “as estruturas não existem fora de horizontes temporais e espaciais de ação perseguida por atores específicos agindo sozinhos ou em conjunto e em face da oposição de outros atores” (JESSOP, 2008, p. 43). A ação depende das condições materiais e da interação com outros atores e o exercício do poder se dá por meio da agência desses atores nas estruturas de poder institucionais (JESSOP, 2008, p. 37).

Cabe notar que as restrições estruturais e as oportunidades conjunturais não se apresentam da mesma maneira aos diferentes atores sociais, que operam com horizontes

² Essas formas consistem em (i) moeda; (ii) concorrência; (iii) relação salarial; (iv) intervenção política e; (v) inserção na economia internacional

espaciais e temporais de ação e de agência que lhes são disponíveis. Conforma-se entre eles uma hierarquia e o manejo do poder serve inclusive para limitar a agência de outros atores, estabelecendo novas hierarquias ou reforçando as existentes (JESSOP, 2008, p. 44):

“Esta matriz envolve uma hierarquia complexa de poderes potenciais determinada pela gama e determinação de oportunidades para influenciar elementos que constituem restrições para outros agentes. Esse potencial de poder depende não apenas das relações entre as diferentes posições na formação social, mas também da organização, dos modos de cálculo e dos recursos das forças sociais. Por sua vez, o equilíbrio real de poder é determinado *post hoc* por meio da interação das estratégias ou ações perseguidas por essas forças dentro dos limites impostos pela composição diferencial das restrições estruturais”. (JESSOP, 2008, p. 44).

Assim sendo, uma conjuntura de crise estrutural faz recair sobre alguns atores novas restrições estruturais, mas abre a outros grupos oportunidades conjunturais para agência e efetivação de seus interesses, bem como a para a consolidação de novas restrições estruturais por eles moldadas.

O que o presente trabalho irá demonstrar e que é o objetivo desta Tese é que, considerando a dinâmica relacional do Estado brasileiro vinculada à estrutura da dinâmica histórica do capitalismo internacional e às estratégias dos demais agentes operando na dinâmica de trocas e fluxos internacionais, é possível identificar duas tendências coerentes e diversas para a regulação cambial no Brasil, que se sucedem no tempo. A essas tendências, está-se dando o nome de *padrão normativo*.

A fim de mostrar como se estruturaram os padrões normativos do câmbio no Brasil e como se deu a transição entre eles, a exposição feita neste trabalho irá se dedicar a responder, para cada um dos dois períodos da regulação cambial brasileira aos seguintes questionamentos: (i) Quem definia/define a taxa de câmbio? (ii) Qual norma conferiu/confere agência? (iii) Que eventos estruturais amplificaram/reduziram a agência do Estado e dos outros agentes no mercado financeiro internacional?

Dessa forma, entendendo-se quem tem mais poder na definição da taxa de câmbio, pode-se situar quem tem mais agência dentro da dinâmica relacional entre Estados, instituições financeiras com atuação transnacional e organizações internacionais, sendo que as estratégias de atuação desses agentes podem ser também conjugadas. Igualmente, busca-se identificar as normas que sirvam para definir marcos temporais que situem os padrões normativos e observar,

a partir daí, seu desenvolvimento. Por fim, a análise dos eventos estruturais revela crises e oportunidades que levaram à transição entre padrões normativos.

Roteiro do trabalho

A exposição do trabalho em si visa a sustentar a tese de que é possível fazer-se uma periodização da história da regulamentação cambial do Brasil, relacionando-a à dinâmica estrutural do capitalismo e da ordem internacional. A fim de desenvolver essa tese, o texto foi dividido em duas partes, sendo a primeira mais voltada a dar substância teórica ao argumento e a segunda de caráter mais histórico, voltada a evidenciá-lo. A primeira parte conta com dois capítulos e é encerrada com uma conclusão parcial, que retoma os temas e avança na estruturação da tese, visando a projetá-la para a segunda parte do trabalho.

O primeiro capítulo parte da construção de um conceito de moeda que seja capaz de dar conta das práticas históricas e contemporâneas de exercício de Política Econômica e particularmente de Política Cambial, trazendo também considerações sobre os efeitos jurídicos da troca instrumentalizada por moeda, de modo a vincular à posse de moeda um tipo próprio de poder derivado de seu substrato jurídico. Em seguida, será introduzido ao argumento um outro elemento, que diz respeito à presença de mais de uma moeda no sistema, com foco na definição dos agentes que estabelecem entre si essa dinâmica e aos elementos econômicos e extraeconômicos que levam à formação de hierarquias monetárias, dando centralidade a algumas moedas e, conseqüentemente, dotando de poder seus emissores e aqueles que detêm disponibilidades denominadas nessas moedas.

O segundo capítulo procura mostrar como teorias do Direito Internacional têm buscado interpretar e refletir sobre a ordem jurídica que decorre do relacionamento dos agentes no espaço da finança internacional. A história do Direito Internacional mostra como foi-se admitindo novas camadas de incidência de agentes nas questões relacionadas a essa matéria, abrindo possibilidade para que se trate como Direito algumas categorias de contatos menos institucionalizados estabelecidos entre os agentes que operam no mercado financeiro internacional.

A conclusão parcial relativa à primeira parte trata do modelo de análise para enquadrar-se a história das normas cambiais brasileiras sob dois padrões normativos que se sucedem no tempo. Conforme mencionado anteriormente, a questão que orienta essa divisão diz respeito a

quem a norma estabelece como agente definidor da taxa de câmbio. No caso brasileiro, o primeiro período é marcado pela primazia do Estado nessa definição e, no seguinte, é possível ver o destaque do papel das instituições financeiras com maior volume de negócios no mercado de câmbio.

A segunda parte do trabalho, por sua vez, conta com cinco capítulos, com abordagem mais histórica, mas alinhados à tese central sobre a periodização em dois padrões normativos do câmbio. O capítulo três, que é o primeiro dessa segunda parte, trata de um período fora de um padrão normativo específico, porque ausente um arcabouço normativo de fato que orientasse algo que se pudesse chamar de padrão normativo do câmbio, constituído como frente de atuação autônoma do Estado brasileiro, antes da década de 1950.

O quarto capítulo trata da estruturação do primeiro padrão normativo do câmbio a partir da legislação editada no governo eleito de Getúlio Vargas. São objeto desse capítulo a conformação de uma estrutura na dinâmica do capitalismo internacional que deu respaldo à constituição desse padrão normativo; o quadro do padrão normativo em si, considerando suas normas; e a lógica operacional desse primeiro padrão normativo.

A crise do primeiro padrão normativo do câmbio será o tema do quinto capítulo. Verifica-se que, estruturalmente, ocorreu uma mudança qualitativa na atuação das organizações internacionais a partir da década de 1970, que veio a ser refletida no grau de dinamismo econômico das economias dependentes de financiamento externo, dificultando a execução de políticas alinhadas a seus objetivos de desenvolvimento. São notáveis, no período que se segue, tentativas de as autoridades brasileiras adaptarem o primeiro padrão normativo do câmbio às condições estruturais que se afirmavam.

O novo padrão normativo do câmbio em si é o tema dos dois capítulos finais do texto. O capítulo seis parte da abordagem da estrutura em que esse novo padrão foi conformado, mostrando principalmente como foi feito o enquadramento das economias mais dependentes de fluxos financeiros externos na nova dinâmica relacional com os demais agentes do mercado financeiro internacional. No plano interno, serão enquadradas no novo padrão normativo as medidas de liberalização da conta de capitais adotadas desde a década de 1990, especialmente por meio de regulamentação infralegal a cargo do CMN e do BCB.

O sétimo e último capítulo torna mais clara a extensão da agência das instituições financeiras privadas com maior atuação no mercado cambial no que diz respeito à definição da taxa de câmbio no novo padrão normativo do câmbio. Serão objeto desse capítulo a Política

Econômica adotada pelo Estado brasileiro desde a década de 1990 e a maneira como principalmente a Política Cambial interage com as estratégias dos agentes privados que operam com câmbio. O novo padrão normativo do câmbio tem uma operação mais indireta, devendo sua análise normativa estar conjugada à dinâmica dos mercados regulados e de derivativos de câmbio.

Por fim, uma conclusão servirá para compor a tese tratada ao longo de toda a exposição, apontando o que se pode fazer também a partir da verificação da existência desses diferentes padrões normativos. Mais do que encerrar uma discussão, a presente Tese aqui disposta busca contribuir para qualificar o debate em torno da gestão cambial, tendo em vista os objetivos de política do Brasil e a possibilidade de fazer o país incidir mais efetivamente nas agendas de interesse nacional.

PARTE I

1. EFEITOS JURÍDICOS DA DISPONIBILIDADE DE MOEDA

Um meio de troca ao qual é atribuído um valor de face ou substanciado em um ativo portador de determinado valor reconhecido em uma sociedade pode cumprir a função de instrumentalizar pagamentos, levando-se em consideração o valor de face ou, sendo efetivamente um ativo, seu valor intrínseco. A partir dessa percepção, surge a indagação sobre se esses meios de troca podem vir a ser considerados moeda. Usualmente, a ideia de moeda aparece associada à dinâmica das trocas e, em certas definições, parte de um conjunto de atributos que, se cumpridos, permite que uma coisa seja considerada moeda.

Os atributos considerados costumam compreender a possibilidade de uso em pagamentos, o funcionamento como referencial de valor eficiente e a possibilidade de uso diferido no tempo. Com base nisso, a depender do critério que se adota, podem-se pensar diferentes definições do que seja moeda, comportando meios de troca em formas físicas, escriturais ou digitais, bem como ativos de emissão e distribuição públicas ou privadas.

Tendo-se um conceito de moeda, pode-se então buscar compreender os efeitos jurídicos da troca instrumentalizada por moeda, mostrando o tratamento jurídico específico da circulação de bens e serviços, bem como de recursos financeiros, em determinada jurisdição quando as operações relevantes são intermediadas por moeda. Além disso, outro objeto de atenção deve ser entender os efeitos jurídico-patrimoniais da posse de moeda e sua projeção sobre o conjunto dos bens, serviços e disponibilidades financeiras no mercado. Como um passo seguinte, pode-se procurar compreender as relações que se formam quando são introduzidas no argumento moedas de diferentes jurisdições que, em seu espaço de circulação, são ordenadas a partir de uma dinâmica hierárquica.

A taxa de câmbio expressa uma relação de preço entre diferentes moedas. Assim, a adoção de uma definição específica de moeda ajuda a mapear as possibilidades de ação estatal no campo da Política Econômica. Essa definição deve acompanhar e ser capaz de abarcar as tendências mais tradicionais e mais recentes da atuação estatal na Política Cambial, sendo, portanto, suficiente para a análise do quadro jurídico geral da atuação do Estado nesse campo. Além disso, explorar o relacionamento e a hierarquia entre diferentes moedas ajuda também a entender as condições estruturais em que atua cada Estado que emite sua própria moeda.

O presente capítulo serve para situar a etapa da análise voltada para esse esforço descrito e, nesse sentido, encontra-se dividido em três partes além da presente introdução. A primeira lida com o desenvolvimento de um conceito jurídico de moeda para fins deste trabalho, a segunda, com os efeitos jurídicos da troca instrumentalizada por moeda e a terceira procura apresentar modelos que contemplem o fato de certas moedas prevalecerem como referencial no comércio e na finança internacionais.

1.1. Moeda – Símbolo, signo e mito

Geralmente, a moeda é definida a partir das funções que desempenha. Segundo esse critério, para que um ativo possa ser considerado moeda, ele deve exercer simultaneamente três funções, devendo ser: instrumento de troca, unidade de conta e reserva de valor.

Como meio de troca, a moeda é dada por compradores a vendedores ou prestadores de serviços como forma de pagamento por aquilo que adquirem no mercado. Na função de unidade de conta, a moeda nomeia o padrão socialmente utilizado para medir valor, bem como referenciar preços, créditos e débitos. Sendo reserva de valor, a moeda é veículo de transferência de poder de compra do presente para o futuro, ou seja, a quem dispõe de moeda é dado o poder de entesourá-la para utilização futura (VASCONCELLOS, 2007, p. 289-290).

Essa definição funcional é ampla. Ela torna possível abarcar também ativos cuja natureza enquanto moedas não é universalmente aceita, mas que possuem liquidez em nichos específicos e em certos segmentos de atividade econômica. Encontram-se nesse grupo os instrumentos de emissão privada, como os criptoativos, que recebem o prefixo *cripto* por se valerem de sistema que registra transações com base em uma chave de criptografia, e as *stablecoins*, que podem também ser criptoativos, mas se caracterizam por terem a flutuação de seu preço associada à dinâmica de preço de algum outro ativo da economia.

A flutuação de preços de algumas criptoativos e o fato de que tanto criptoativos, quanto *stablecoins* poderem ser objeto de emissão privada, sem curso legal, tem feito com que esses ativos nem sempre sejam reconhecidos como moeda. Seu enquadramento na categoria moeda depende da definição que se dá ao termo.

Do ponto de vista jurídico, é frequente que as definições de moeda destaquem o poder liberatório que ela deve possuir em relação às obrigações de natureza pecuniária contraídas por

um sujeito de direito ou a ele adjudicadas. Ascarelli (1959, p. 20) chama a atenção para esse aspecto, fazendo notar que a moeda é unidade de conta mobilizada para a definição do valor das obrigações de dar em geral cujo pagamento deva se dar de uma única vez no futuro e seja efetivado pela entrega de dinheiro. É exigido, portanto, o curso legal, conferido por uma ordem jurídica, como atributo da moeda. Pode-se ainda apegar à noção de moeda outro atributo jurídico que é o curso forçado, que desvincula o valor da moeda na ordem jurídica que lhe concede esse atributo da conversão dela em outro ativo.

Cabe ainda fazer-se referência a determinados gêneros que foram incorporados à regulação bancária e creditícia e que embora contenham o termo *moeda*, não devem ser consideradas como tal. Em primeiro lugar há a chamada *moeda escritural*, que, embora amplamente utilizada como meio de pagamento, trata-se, em verdade, do efeito contábil dos registros de débitos e créditos em uma conta de depósitos à vista mantida por uma pessoa junto à uma instituição financeira, e a *moeda eletrônica*, que, na forma do art. 6º, VI, da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, denomina os recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento, sendo, de fato, o registro contábil de débitos e créditos em uma conta de pagamento mantida por uma pessoa junto à uma instituição financeira ou a uma instituição de pagamento emissora de moeda eletrônica. Há ainda a expressão *moeda digital*, que significa apenas que o ativo a que ela se refere não tem suporte físico.

Para este trabalho, moeda será definida como *a unidade de conta com curso legal em uma determinada jurisdição*. Tem-se, portanto, que o aspecto principal da moeda é seu caráter de unidade de conta. Mesmo nas jurisdições que adotam um referencial externo para a moeda, associando-a a um ativo externo, como um metal precioso ou uma moeda estrangeira, o compromisso com a conversão nada mais é que uma ferramenta para assegurar o controle da quantidade de unidades com curso legal em circulação em determinada jurisdição, ou seja, uma regra que orienta a atuação estatal no campo monetário.

Quando se toma a moeda como unidade de conta com curso legal, pode-se pensar a dinâmica das trocas instrumentalizadas por moeda como um sistema de registro e compensação de ativos e passivos em que créditos e débitos são referenciados em moeda. Essa sistemática está alinhada com o que Schumpeter (1954, p. 686) descreveu como a visão das teorias creditícias da moeda, que tendem a aproximar as noções de crédito como direito e como meio de pagamento.

A moeda é criada por Bancos Centrais e bancos comerciais de acordo com a demanda por investimentos. Empréstimos criam depósitos e depósitos criam reservas, de modo que os investimentos precederiam e criariam a poupança (MOORE, 1988). No mesmo sentido:

“[N]a realidade o sistema financeiro, como emissor da moeda, não depende de poupadores para expandir o crédito a investidores. Os bancos emprestam quando as taxas de juros e o risco de crédito são percebidos como favoráveis.

Para expandir seus empréstimos, os bancos não dependem da captação de depósitos de poupadores, vão simplesmente ao banco central para financiar a quantidade de reservas que a expansão do crédito exige. É o otimismo dos investidores e a confiança dos bancos que expande o crédito e o investimento, não a disponibilidade de poupança” (LARA RESENDE, 2020, p. 51).

O Estado, por sua vez, atua por meio do Banco Central como prestamista ou emissor de última instância e ente definidor da taxa de juros, vista como uma variável exógena, sem que se perda de vista seu papel distributivo.

É a partir do sistema de registros de débitos e créditos que efetivamente se pode buscar a essência de sua circulação. A moeda com curso legal é utilizada para denominar o valor dos meios de troca. Esses meios de troca, por sua vez, podem ter ou não ter existência física, compreendendo desde o papel moeda em si às formas de moeda escritural e moeda eletrônica, convertidas em moeda com curso legal no momento em que são mobilizadas para se fazer pagamentos.

Assim, a moeda existe independentemente de sua forma. Por exemplo, o art. 2º da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994, atribui poder liberatório às unidades emitidas pelo BCB denominadas Real. Ainda que seja possível enxergar um sistema de créditos e débitos, nem todo título representativo de dívida é moeda em uma jurisdição. Títulos do Tesouro Nacional são denominados em Real, emitidos por uma entidade do Governo soberano e têm liquidez em seus mercados, mas não dispõem de poder liberatório, o que leva a invariavelmente incidir sobre eles um valor de deságio em relação a seu valor de face em moeda quando negociados no mercado secundário.

Os meios de troca corpóreos e incorpóreos acabam exercendo outra função, que é dar materialidade à moeda. Eles são apenas suportes que servem para tornar concebível a ideia de moeda e do valor que ela representa. A moeda denomina meios de troca com diferentes suportes e diversos títulos que podem ser executados ou descontados a um prêmio específico de juros

em mercados em que detenham liquidez, ou seja, em que haja demanda que permita sua conversão em moeda.

No fundo, a moeda tem um caráter simbólico. Existe um registro antropológico que tem chamado a atenção de economistas em relação a isso desde sua publicação original, por conta do caráter peculiar das interações monetárias da localidade onde foi conduzido. Trata-se do trabalho de Furness (1910) sobre a Ilha de Uap, na Micronésia, que foi colônia alemã entre os anos de 1899 e 1919 e que o próprio Furness visitou em 1903.

Narra o autor que os habitantes dessa ilha utilizavam como meio de troca grandes rodas de pedra furadas no centro, com diâmetro de até três metros e meio chamadas Fei. As pedras eram extraídas e moldadas em outra ilha da Micronésia e levadas a Uap em canoas ou jangadas. O que chamava atenção é que uma transação envolvendo Fei não necessariamente acarretava o transporte físico do meio de troca, sendo que, a depender da dimensão da pedra, o novo portador se contentaria com a mera sinalização de que aquele Fei, ainda em posse de seu antigo dono, seria considerado como sendo seu. Haveria inclusive o caso de uma pedra afundada no oceano, mas amplamente reconhecida como sendo pertencente a uma família da ilha. Conta-se também da ocasião em que colonizadores alemães marcaram alguns Fei, de modo a representar sua apropriação e forçar os habitantes da ilha a realizarem determinada tarefa em interesse dos colonizadores para reaverem o valor (FURNESS, 1910, p. 93-100).

A população da Ilha de Uap entendia também, afinal, que a pedra chamada Fei não era o valor, mas apenas o suporte e a representação do valor. Friedman (1991), a partir dessa narrativa antropológica, compara as marcações feitas pelos alemães com um episódio do contexto da Grande Depressão, em que a França exigiu dos Estados Unidos a conversão de Dólares em ouro, mas, para evitar o transporte do metal, pediu que as autoridades apenas marcassem o ouro francês em seus cofres. Nesse caso, os Estados Unidos passaram a se considerar possuidores de menos ativos e os franceses possuidores de mais ativos em razão de uma sinalização feita em um cofre nos Estados Unidos ao qual o público não tinha acesso. A história serve para ilustrar como o mito e as crenças são relevantes em assuntos monetários, sendo que o modelo mais “racional” normalmente nos parece ser aquele da realidade na qual crescemos (FRIEDMAN, 1991, p. 3-5).

Keynes é outro economista que faz referência aos meios de troca da Ilha de Uap. No caso, ele descreve como a transferência de ouro, mesmo entre Bancos Centrais, havia se tornado pouco comum já em meados do século XX, sendo o método de marcação, por meio da qual

havia troca de titularidade do ativo sem que ele fosse deslocado, o mais moderno. O autor aponta que o caso do dinheiro de pedra é o exemplo mais antigo de um procedimento de marcação³ (KEYNES, 1950, p. 292).

A moeda não se apresentava como mercadoria, fazendo-se manifesta a moeda representativa, como um padrão de valor, muito mais abstrata (KEYNES, 1950, p. 292). Em seu estilo, o autor anunciava a generalização desse entendimento:

“[E]m quase todo o mundo, o ouro foi retirado de circulação. Já não passa de mão em mão, e o toque do metal foi retirado das palmas gananciosas dos homens. Os pequenos deuses domésticos, que viviam em bolsas, meias e caixas de lata, foram engolidos por uma única imagem dourada em cada país, que vive no subsolo e não é vista. O ouro sumiu de vista – voltou para o solo. Mas quando os deuses não são mais vistos em uma panóplia amarela andando pela terra, começamos a racionalizá-los; e não demora muito para que não haja mais nada” (KEYNES, 1950, p. 291).

Polanyi (1968, p. 175) aponta que “nenhum objeto é moeda *per se*”. Isso era válido inclusive para os modelos de moeda mercadoria, como o Padrão Ouro. Nele, a referência a um ativo que servia como lastro representava um limite implícito para a emissão de moeda, não sendo produzido para a venda e sendo sua descrição como mercadoria “inteiramente fictícia” (POLANYI, 2012, p. 78). Além de argumentar que a moeda não coincide com os objetos tratados como meio de troca, o autor oferece mais um grau de abstração, apontando que a moeda seria um *símbolo* do *valor*. Nesse sentido, “o dinheiro⁴ é apenas um símbolo do poder de compra e, como regra, ele não é produzido, mas adquire vida através do mecanismo dos bancos e das finanças estatais” (POLANYI, 2012, p. 78).

Em outra ocorrência, Polanyi chega a considerar a moeda “um sistema de símbolos similar à linguagem, à escrita ou aos pesos e medidas” (POLANYI, 1968, p. 175), com uma “gramática uniforme”, organizada “em um elaborado código de regras sobre a maneira correta de empregar os símbolos – e regras gerais aplicáveis a todos os símbolos” (POLANYI, 1968, p. 178). Nesse estudo, o autor se referia à possibilidade de utilização da moeda para múltiplas funções, como realizar pagamentos no comércio, cumprir obrigações com o Estado ou estocar riqueza, sendo a moeda semelhante à linguagem e à escrita com sons e sinais multifacetados (POLANYI, 1968, p. 179).

³ Keynes (1950, p. 292) afirma que seu exemplo seria da Ilha Rossel, em Papua-Nova Guiné. No entanto, a descrição feita condiz exatamente com o caso narrado por Furness (1910). Ademais, conforme Dalton (1965) os meios de troca na Ilha Rossel seriam conchas denominadas *ndap* e *nko*.

⁴ O termo, nesse caso, equivale ao que, neste trabalho, trata-se como “moeda”.

No sentido de buscar-se uma essência à própria ideia abstrata de valor, é interessante a teoria apresentada por Aglietta e Orléan (1984). Para explicar o surgimento e o papel da moeda na sociedade, partem de uma explicação da dinâmica social com base na teoria mimética de René Girard, segundo o qual os desejos de um indivíduo decorrem dos desejos dos demais indivíduos (GIRARD, 1961).

Esses autores desenvolvem sua visão em oposição ao que consideram um postulado utilitarista da economia política neoclássica, segundo o qual os indivíduos definiriam suas preferências em relação aos bens a partir de um cálculo *a priori* realizado no âmbito solitários de suas consciências, sem depender de trocas anteriores ou das relações sociais. O que se teria em verdade é um processo que vai na direção oposta, apontando que o indivíduo é sempre incompleto em sua subjetividade e não dispõe de meios *a priori* para direcionar seu desejo em relação aos objetos. O indivíduo depende da observação dos desejos dos outros indivíduos no seu meio social. Entretanto, na medida em que um sujeito deseja o que o outro deseja, essa operação mental cria uma interação que transforma cada um dos indivíduos com que se convive, indissociavelmente, em *modelo* e em *rival* (AGLIETTA; ÓRLEAN, 1984, p. 5).

Esse estado de concorrência que se forma porque o desejo de um indivíduo é também o desejo do outro consiste na rivalidade mimética, inerente ao desejo humano (AGLIETTA; ÓRLEAN, 1984, p. 48).

A fim de reduzir a tensão em torno dessa rivalidade e conter sua violência, é preciso que se interponha um obstáculo ao mimetismo entre os rivais e o objeto final de desejo, permitindo inclusive uma dinâmica de trocas menos provável em um ambiente em que todos anseiam pelo mesmo objeto. No âmbito econômico, é a moeda que detém essa função. A partir da intermediação feita pela moeda, o indivíduo pode referenciar suas preferências a partir de uma nova base de representação (AGLIETTA; ÓRLEAN, 1984, p. 6). Não é necessária nenhuma grande transformação para a adoção de um referencial comum, isso porque:

“As relações miméticas sempre deixam aberta a possibilidade de uma convergência de todos os desejos no mesmo objeto. Na verdade, a mimese designa esse estado de incompletude do indivíduo, de ausência total de qualquer racionalidade referencial, que leva o sujeito a desejar o que o outro deseja” (AGLIETTA; ÓRLEAN, 1984, p. 58).

Segundo Aglietta e Orléan (1984, p. 60), o desejo abstrato nas relações econômicas é a riqueza e, a partir da interposição da moeda à rivalidade mimética, a moeda se tornou a

expressão da riqueza. “É o objeto universalmente cobiçado pelos produtores, aquele cuja posse tem precedência sobre todos os desejos particulares” (AGLIETTA; ÓRLEAN, 1984, p. 60).

Segundo essa teoria, portanto, a moeda é um referencial necessário à manutenção da ordem social. Ela serve como bode expiatório para a canalização da violência derivada da rivalidade mimética e permite que trocas sejam feitas, porque ela mesma é apenas elemento interposto aos desejos finais dos indivíduos. Reforça-se seu caráter de representação do valor, mas ele é traduzido em termos de desejo. A moeda é a riqueza em abstrato e expressa a possibilidade de realização de um desejo cujo valor é referido em seus termos.

Colocam-se, assim, dois níveis em relação ao que a moeda representa: em um nível, ela representa o valor; em outro, representa tudo aquilo que pode ser desejado e cuja obtenção pode ser feita a partir de uma transação instrumentalizada por aquela moeda, ou seja, todos os bens e serviços em circulação no mercado no qual a moeda existe como unidade de conta com curso legal.

Sem uma pretensão terminativa, é interessante apresentar, por fim, a interpretação que Sayad (2015) fez do caráter da moeda, tratando-a como um mito, ou seja, uma linguagem de segunda ordem. Essa visão tem o mérito de dar coerência aos dois níveis de representação (valor e desejo) identificáveis na moeda.

O mito é o signo do signo. O signo é aquilo que relaciona o significante e o significado. Por exemplo, as letras “b”, “o” e “i”, que compõem a palavra “boi” são o significante. A ideia que se tem de um boi é o significado, ao passo que a palavra “boi” em si é o signo que une significante e significado. O signo remeteria os bens e serviços no mercado a relações diretas em que A teria valor equivalente a B, no nível do signo. Estando presente a moeda como mito, o valor de A é dado em termos de moeda e o valor de B é igualmente dado em termos de moeda e assim esses valores se conversam. Novamente, o mito é o signo do signo (SAYAD, 2015, p. 143).

Se tivesse alguma destinação específica para seu uso, a moeda seria igualmente um signo, como o são um bilhete de metrô ou uma entrada de um espetáculo de teatro, e teria como significado o direito conferido por esses instrumentos (SAYAD, 2015, p. 146). Não sendo esse o caso, a moeda se posiciona em outra ordem de linguagem, sendo ela o mito que “relaciona a quantidade de qualquer coisa, A, B ou C, a um valor” (SAYAD, 2015, p. 144).

Além da ausência de destinação específica, tem-se que, apesar dos valores de todas as coisas serem referenciadas em moeda, não há uma associação imediata entre os valores de

diferentes coisas. Não se pode atrelar diretamente e a qualquer tempo o valor relativo de dois bens ou serviços, ainda que referenciados em moeda. Isso é também parte do aspecto mítico da moeda, cuja forma não se aproxima de uma linguagem cujos termos seriam associáveis entre si (SAYAD, 2015, p. 145). Com efeito:

“Todas as coisas são traduzidas em reais ou em dólares, cujo valor não está decifrado no dicionário. É dado por fora, por informações que não constam do dicionário. (...) É dado pela confiança e credulidade dos participantes da economia que aceitam o dinheiro⁵ como dinheiro, aceitam que um dólar vale um dólar e um real, um real” (SAYAD, 2015, p. 145).

A existência da moeda como unidade de conta depende que seu preço seja aceito sem explicações pelos participantes do mercado. A tautologia é uma das características da retórica do mito e o mito transforma em *natural* aquilo que é *contingente*, como a adoção da moeda como medida de valor para todas as coisas (SAYAD, 2015, p. 146-147).

Compreende-se, portanto, que a moeda prescinde de um suporte para existir e representa uma ideia de valor. Essa ideia de valor referencia o valor de todos os bens no mercado em que circula aquela moeda, mas seu conteúdo de valor não se dá em termos de uma linguagem linear. O valor é informado a partir de uma elaboração por parte de quem participa da troca instrumentalizada por moeda e provém de fora, de seus desejos, de suas relações de mediação com seus pares e com os bens e serviços disponíveis no mercado.

1.2. Efeitos jurídicos da troca instrumentalizada por moeda

O atributo jurídico do curso legal é um dos traços constitutivos da moeda e a troca instrumentalizada por moeda tem repercussões jurídicas próprias que devem ser consideradas. Evidenciando essa característica, Jhering (1884) se refere a duas formas de troca, sendo uma chamada de inferior e a outra de superior.

A forma inferior de troca seria aquela por meio da qual há uma satisfação imediata das necessidades das partes envolvidas no negócio, que conforma um contrato bilateral caracterizado como uma permuta. O pressuposto para que se tenha uma troca dessa natureza é

⁵ O termo, nesse caso, equivale ao que, neste trabalho, trata-se como “moeda”.

que cada uma das partes seja possuidora daquilo que a outra deseja, uma dupla coincidência de desejos, que dificilmente se produz na prática (JHERING, 1884, p. 127-129).

A forma superior de troca, por sua vez, seria o caso em que uma das prestações representa a satisfação imediata do desejo de uma das partes ao passo que a outra satisfaz apenas potencialmente o seu desejo, perfazendo-se um contrato bilateral de compra e venda (JHERING, 1884, p. 128-129). O instrumento que proporciona esse tipo de contrato é justamente a moeda⁶:

“No dinheiro⁷ que o comprador lhe paga pela coisa, o vendedor obtém os meios para satisfazer a sua necessidade, bastando-lhe procurar a pessoa certa que lhe possa emprestar em todas as formas e modalidades de satisfação das necessidades (tempo – lugar – pessoas – escopo) a mais ilimitada liberdade de escolha. Assim, o dinheiro, portanto, não satisfaz a necessidade diretamente, mas concede uma instrução absolutamente certa, porque é respeitado por todos, para a satisfação futura da necessidade” (JHERING, 1894, p. 128).

De Chiara (1986, p. 59) explica que decorre da lição de Jhering que a satisfação do desejo daquele que ocupa o lugar de vendedor na troca instrumentalizada por moeda deverá ser satisfeito a partir de um novo ato de troca. Um ato jurídico instrumentalizado por moeda induz à prática de outro ato jurídico instrumentalizado por moeda, de modo que se torna impossível que uma compra e venda represente uma relação que se esgota entre as partes que participam do negócio.

Dessa maneira, a troca instrumentalizada por moeda opera em duas dimensões: na primeira, há um contrato bilateral de compra e venda, que vincula as partes em seu âmbito microjurídico; em paralelo, opera-se uma relação macrojurídica multilateral que liga o vendedor, que emerge como portador de moeda, ao conjunto de bens e serviços que passam a estar a ele disponíveis no mercado (DE CHIARA, 1986, p. 60). Assim sendo, a troca instrumentalizada por moeda projeta efeitos dela decorrente ao conjunto do mercado da ordem jurídica em que a moeda utilizada naquele negócio jurídico dispõe de curso legal.

Aquele que passa a ser titular de moeda com curso legal se investe de uma característica que garante que a atuação dele no mercado seja relevante. Apenas os agentes que detém disponibilidades monetárias, ou seja, que estão em *situação de liquidez*, exercem *procura efetiva*, gerando interações entre as decisões tomadas e as que virão a sê-lo. Além disso, cada

⁶ Nesse sentido, cabe mencionar que, na forma do art. 481 do Código Civil, o pagamento em dinheiro é elemento do negócio jurídico de compra e venda.

⁷ O termo, nesse caso, equivale ao que, neste trabalho, trata-se como “moeda”.

unidade da moeda exprime a quantidade de bens e serviços que é possível adquirir-se no mercado com essa fração, ou seja, seu *poder de compra* (DE CHIARA, 1986, p. 28-30). A procura efetiva é definida pelo próprio De Chiara como sendo a capacidade de:

“[i]nfluenciar os preços dos bens e serviços que possam adquirir e, ao mesmo tempo, nos condicionamentos a que passa a se sujeitar em razão das flutuações do nível geral de preços e dos fatos globais de mercado como vetores do direcionamento da poupança social, a partir das propensões a poupar ou a consumir” (DE CHIARA, 1986, p. 60).

Evidentemente, a extensão da dimensão macrojurídica do negócio de compra e venda depende da quantidade de moeda transacionada entre as partes. Da mesma forma, a capacidade de um agente exercer procura efetiva, influenciando preços e direcionando poupança, depende essencialmente do volume de disponibilidades monetárias a que ele faz jus.

Relevante notar que, tendo-se o exposto em consideração, o poder de compra representado pela disponibilidade de moeda consiste essencialmente na faculdade ou na prerrogativa de dispor de parcela do produto colocado no mercado na jurisdição em que a moeda possui curso legal. Esse fato leva De Chiara a tratar a disponibilidade de moeda como um *status* jurídico, pressuposto de relações jurídicas e a moeda como efetivo atributo de poder sobre a parcela de produto social que seu poder de compra representa em determinada jurisdição (DE CHIARA, 1986, p. 67 e 72). Cabe pontuar que essa leitura é válida dentro de um horizonte temporal em que se mantém as condições de liquidez e de produção de um mercado, sendo que alterações em relação à oferta de moeda ou de bens e serviços necessariamente levam a flutuações do poder de compra.

Assim sendo, toda troca instrumentalizada por moeda representa uma forma superior de troca na medida que dela decorrem repercussões macrojurídicas que adicionam uma dimensão multilateral à dinâmica dos negócios jurídicos bilaterais de compra e venda. A extensão desse efeito macrojurídico depende do volume de moeda que é transacionado e o agente que passa a dispor de moeda passa também a deter poder de compra, que consiste em um *status* jurídico que permite que, na extensão de sua disponibilidade de moeda, ele influencie o conjunto do mercado a partir de suas decisões de poupar, consumir ou mesmo de constituir posições a serem realizadas ou não em momento posterior.

Considerando que o poder de compra varia em função do volume das disponibilidades monetárias à disposição de determinado agente, tem-se também que o *status* jurídico derivado

da posse de moeda não é igualmente distribuído entre os sujeitos que atuam no mercado. De Chiara (1986, p. 76) observa que não vigora, em relação à manifestação de vontade e à formação de decisões no mercado, o postulado da igualdade formal.

Vidigal (1977, p. 43) designa como *dominação* a capacidade que um agente tem para influenciar o nível de preços, seja dos bens ou dos fatores de produção, afetando o *status* jurídico dos demais agentes econômicos que atuam no mercado e dispõem de moeda. Assim, a atuação de um agente dominante orienta a acomodação das decisões tomadas por outros agentes.

Ou seja, a dominação é a “influência que se traduz em condicionamentos para decisões de mercado” (DE CHIARA, 1986, p. 77). A dominação é uma forma de exercício do poder atribuída ao ente dominante no mercado em razão de seu maior poder de decisão quanto ao direcionamento de disponibilidades monetárias. É o exercício de poder a partir da influência, sem implicar qualquer abuso de direito ou incompatibilidade com as relações de mercado (DE CHIARA, 1986, p. 77).

Casos mais emblemáticos de como a dominação pode se manifestar são os exemplos do poder de monopólio ou de monopsônio obtidos no mercado por conta de inovação, eficiências ou definição de monopólios legais. Em nenhum desses casos há inconformidade com as relações de mercado, mas os agentes detentores dessas posições conseguem influenciar preços, afetando fluxos de disponibilidades monetárias e, conseqüentemente, o comportamento e as decisões dos demais agentes de mercado que interajam direta ou indiretamente com eles.

A atenção que o ramo do Direito da concorrência oferece a essas situações econômicas excepcionais demonstra que elas não são consideradas negativas em si. A Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, chama de posição dominante a situação em que uma empresa ou grupo de empresas é capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou controla 20% ou mais de determinado mercado. À Administração é dado tratar como infração à ordem econômica não o exercício de posição dominante, mas sim a conduta de exercer de forma abusiva essa posição dominante.

O detentor de maiores disponibilidades detém também a maior capacidade de barganha e pode interferir nas decisões gerais de consumir, poupar ou investir, exercendo, assim, dominação (DE CHIARA, 1986, p. 78-79). Em síntese, os agentes que atuam no mercado dispoem de grandes disponibilidades de moeda ou recursos para presidir fluxos de

disponibilidades monetárias têm capacidade, portanto, de influenciar inclusive a formação de preços de forma legítima.

Em uma jurisdição na qual o Estado define uma moeda de curso legal e a emite, além de emitir também títulos de dívida denominados em moeda, ele exerce dominação. Vidigal (1973), nesse sentido, aponta que:

“Valendo-se discricionariamente da moeda para cumprir suas tarefas e aplicando à atividade financeira o seu poder de coerção, deve o Estado ter presentes as consequências técnicas do que delibera sobre a relação dos instrumentos de troca/preços e portanto sobre a estabilidade das relações econômicas, sobre a segurança dos contratos, sobre a certeza de que cada cidadão e cada empresa planeja situações futuras” (VIDIGAL, 1973, p. 186).

Em um ambiente em que o Estado exerça dominação em razão de sua capacidade de mobilizar disponibilidades monetárias, ele consegue atuar no âmbito do mercado de modo a obter os resultados de política que pretende. Portanto, ao lado de seu poder normativo sobre relações econômicas, o Estado atua no mercado de modo a realizar política regulando oferta e demanda a partir de sua incidência como consumidor.

Em outras palavras, valendo-se das ideias de poder de mercado e dominação, nota-se que a atuação do Estado em Política Econômica é notadamente marcada pela dominação que ele exerce a partir das suas faculdades de emissão monetária e também de títulos de dívida denominados em moeda. A utilização desses dois instrumentos no mercado interbancário, por exemplo, é o que fornece instrumentos para que a autoridade monetária persiga as metas de Política Monetária. Igualmente, o controle de fluxos desses instrumentos é mobilizado para a atuação das autoridades em mercados de câmbio para atuar em Política Cambial. Ainda, a segurança que se tem em relação ao pagamento dos títulos da dívida pública lhes confere liquidez e permite que sejam mantidos como ferramenta para uma postura ativa em Política Fiscal.

A percepção do papel da moeda e da posição particular do Estado em relação ao instrumento monetário leva Vidigal (1973, p. 59) a definir um “ramo do Direito Público Interno que disciplina a utilização dos instrumentos de troca, no âmbito do Estado” específico, ao qual ele chama de Direito Financeiro. A emissão da moeda, sua circulação e o valor da moeda são seu objeto. A definição do que é moeda, a atribuição de curso legal e a fixação de curso forçado são atos do Estado.

Cabe, por fim, chamar a atenção para o fato de que, embora associado a uma posição de dominação, o poder do Estado não é ilimitado, dado que suas características não eliminam os limites da capacidade produtiva local ou são alheias ao sistema financeiro e monetário internacional, tampouco o curso forçado iguala permanentemente o valor de face do dinheiro com seu poder de compra.

As considerações aqui apresentadas contemplam a moeda tendo-se em conta apenas os territórios nacionais ou de zonas monetárias definidas, mas há espaços de circulação de moeda em que o Estado pode ter seu exercício de dominação comprometido. Essa situação ocorre em mercados nos quais o Estado atua justamente no sentido de exercício de Política Econômica, mas encontra *players* relevantes que controlam ativos fundamentais para as definições estratégicas que permitam a consecução dos objetivos de Política Monetária, Cambial e Fiscal.

Nesses espaços, como o do mercado financeiro transnacional, em que há grande volume de fluxos financeiros, impõem-se certas condições estruturais em relação às quais o Estado deve adequar e condicionar suas ações. Essa restrição estrutural varia em função do nível de abertura financeira da jurisdição e da relevância política e comercial daquele Estado na economia global.

1.3. O relacionamento entre diferentes moedas

O mercado de câmbio é um espaço privilegiado para entender a dinâmica relacional de Estados e outros agentes. Cabe notar que nem a Lei brasileira nem a regulação editada por parte do CMN ou do BCB oferecem hoje uma definição direta do que é câmbio.

A Lei 14.286, de 29 de dezembro de 2021, dispõe sobre o *mercado de câmbio* em si, no qual as operações de câmbio podem ser realizadas por meio de instituições autorizadas pelo BCB a operar nesse mercado. No âmbito da regulação, a Resolução BCB⁸ n° 277, de 31 de dezembro de 2022, na forma de seu art. 1º, define que o mercado de câmbio compreende as compras e as vendas de moeda estrangeira, os pagamentos e as transferências internacionais realizados por meio de serviço de pagamento ou transferência internacional, as contas em Reais de titularidade de não residentes e as contas em moeda estrangeira mantidas no Brasil, bem como as operações com ouro instrumento cambial.

⁸ Por força do Decreto n° 10.139, de 28 de novembro de 2019, as espécies normativas do BCB passaram a ser consolidadas em um novo padrão. A Resolução BCB consiste em um ato da Diretoria Colegiada da autarquia, sendo equiparável às antigas Circulares.

Nesse sentido, o mercado de câmbio é o espaço regulado onde são realizadas operações de câmbio que, basicamente são aquelas em que há compra e venda de moeda estrangeira, de ouro-instrumento cambial⁹ ou transferências internacionais. Deixando um pouco de lado o ouro-instrumento cambial e atraindo o foco para a moeda estrangeira, esta nada mais é que o ativo que, em outra jurisdição, conserva as características de moeda, ou seja, é unidade de conta com curso legal. Conforme Cesarino Júnior (1977, p. 152), “obviamente, moeda estrangeira é a de outro país que não o nosso”. Atualmente seria mais adequado referir-se a ela como a moeda de outra jurisdição ou região monetária dado que, a exemplo do Euro, há moedas que tem sua circulação com curso legal garantida em mais de uma jurisdição.

Considerando que há operações de câmbio caracterizadas por envolverem moeda estrangeira e serem cursadas legalmente no espaço específico do mercado de câmbio, pode-se avançar a uma definição de *câmbio*. Conforme Ascarelli (1959, p. 89), o termo “câmbio se refere a uma relação entre preços monetários de ordenamentos jurídicos diversos”. Trata-se, portanto, de uma relação de *preço* à qual se dirigem as moedas de diferentes jurisdições. Dessa forma, o autor relaciona câmbio e taxa de câmbio.

De Chiara (1986, p. 152) explica que, no plano externo, o referencial do poder de compra de uma moeda não se expressa na quantidade de bens ou serviço que podem com ela serem adquiridos, mas sim pela quantidade de moeda estrangeira. Além disso, a formação da taxa de câmbio é condicionada por um conjunto de outros fatores que ladeiam o poder de compra da moeda:

“Essas características da taxa de câmbio permitem entendê-la como a relação quantitativa entre moeda nacional e moeda estrangeira estabelecida pelo Estado tendo em vista a conjuntura dos mercados internacionais, os desígnios da sua Política Econômica, e a correlação de poder de compra entre moeda nacional e moeda estrangeira” (DE CHIARA, 1986, p. 155).

A prevalência de certas moedas como referencial no comércio e na finança internacionais é dado por um conjunto de fatores que dizem respeito à forma do relacionamento entre os Estados os demais agentes que compõem o sistema internacional, incluindo os

⁹ Na forma do art. 1º da Lei nº 7.766, de 11 de maio de 1989, o ouro em qualquer estado de pureza, em bruto ou refinado, quando destinado à execução da Política Cambial do País, em operações realizadas com a interveniência de instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional, na forma e condições autorizadas pelo BCB, é desde a extração considerado instrumento cambial. A Resolução BCB nº 277/2022, na forma de seu art. 66 define ouro instrumento cambial como aquele que consta da posição de câmbio de instituição autorizada a operar no mercado de câmbio, decorrente de determinadas operações.

principais agentes da finança internacional. Essa dinâmica relacional encaminha a formação de um quadro hierárquico de distribuição de poder com base no acesso e disponibilidade de determinadas moedas.

1.3.1. O modelo vestfaliano de geografia monetária

O Estado, na forma como o concebemos, com fronteiras definindo seu território, população e governo soberano, surgiu a partir da Paz de Vestfália, processo que nomeia uma série de tratados celebrados em meados do século XVII. A Paz de Vestfália encerrou a Guerra de Trinta Anos e, além disso, ratificou as ideias de soberania e de Estado-nação. A ideia de soberania indicava que o Estado formaria o núcleo da ordem europeia, e apenas o Estado poderia fazer valer sua legislação sobre os territórios que lhe competissem. No que diz respeito à interação entre Estados, passou a se estruturar um sistema de relações internacionais procedimentalizado que resguardava de interferência externa aqueles que dele participassem (KISSINGER, 2014, p. 26-27).

Uma questão relevante que se faz presente a partir da emergência dos Estados diz respeito ao reconhecimento de um ente como Estado, permitindo seu ingresso no sistema. Schmitt (2014, p. 177-179) faz referência à maneira como a doutrina jurídica europeia do século XVIII havia já internalizado no Direito das Gentes, ali já interestatal, o princípio da igualdade jurídica entre os Estados, fazendo constar uma noção geral de equilíbrio que constrangia os soberanos a se reconhecerem mutuamente como portadores de direitos.

O reconhecimento de um Estado na ordem internacional representa ainda hoje a atribuição a ele de uma personalidade jurídica de direito internacional público que o permite entrar em determinados tipos de relações, inacessíveis para pessoas fora dessa categoria, com outros entes soberanos, como a celebração de tratados. Até o início do século XX, o reconhecimento de um Estado se pautava pela chamada teoria constitutiva, que via o reconhecimento por parte da comunidade internacional como verdadeiro ato constitutivo do Estado, apto a fazer que ele fosse percebido como ente portador de personalidade jurídica de direito internacional público¹⁰.

¹⁰ O Brasil, quando da declaração de sua independência em 1822, teve, do ponto de vista jurídico, seu reconhecimento mais amplo como Estado pela comunidade internacional sujeito ao consentimento prévio de Portugal, de acordo com disposição construída anos antes no Congresso de Viena, em 1815. Portugal elencou uma

No século XX, o reconhecimento de um Estado passou a ser pautado por condições de estatalidade definidas na ordem jurídica do Direito Internacional. A teoria constitutiva passou a dar lugar à teoria declaratória da independência de Estados para a atribuição de personalidade jurídica de direito internacional público a esses entes.

Por exemplo, no Hemisfério americano, esse papel coube à Convenção de Montevideú sobre os Direitos e Deveres dos Estados, de 1933, incorporada na ordem jurídica brasileira por meio do Decreto nº 1.570, de 13 de abril de 1937. Na forma de seu art. 1º, a Convenção definiu que o Estado como pessoa de Direito Internacional que deveria reunir os seguintes requisitos: população permanente; território determinado; Governo; e capacidade de entrar em relações com os demais Estados. Os últimos dois requisitos refletem justamente a ideia de soberania contida na Paz de Vestfália.

Cohen (2014, p. 9) dá nome de modelo vestfaliano de geografia monetária ao esquema que atribui uma moeda a cada Estado e à visão que se tem de um mapa político global das moedas, centrado no Estado em que cada uma delas circula com curso legal (COHEN, 2014, p. 9). Esse modelo segue sendo amplamente difundido.

Isso porque, por conta do atributo do curso legal, a categoria moeda costuma estar geneticamente vinculada a uma ordem jurídica específica. Além disso, a validade e a eficácia da norma que atribui curso legal a um ativo e o constitui como moeda estão adstritas ao espaço sobre o qual jurisdiciona a autoridade do Estado a partir do qual essa norma é editada. Dessas duas conclusões decorre uma terceira, que é a de que cada Estado possui – ou ao menos cada Estado dispõe da faculdade de possuir – uma ou mais moedas próprias.

Com efeito, conforme observou um antigo economista chefe do FMI:

“Virtualmente todas as nações do mundo afirmam e expressam sua autoridade soberana mantendo uma moeda nacional distinta e protegendo o seu uso dentro de suas respectivas jurisdições. A moeda é como uma bandeira; cada país tem a sua” (MUSSA, 1995, p. 98).

série de condicionalidades para esse reconhecimento em relação ao Brasil, substanciadas na forma do acordo de novembro de 1825. Cumpre mencionar que a teoria constitutiva foi também mobilizada em face de posições de força ausentes de legitimidade. Foi esse o caso da chamada Doutrina Tobar, que no início do século XX marcou as relações internacionais na América Latina e preconizava que a decisão de reconhecimento de um Estado deveria ser pautada pela avaliação da legitimidade popular de seu pretense governo, a fim de não alimentar golpes de Estado.

Cohen (2014) apresenta uma série de motivos que levam os Estados a efetivamente colocarem em prática essa faculdade de definição da moeda em favor de uma moeda própria específica no âmbito de suas jurisdições, em vez de adotar uma multiplicidade de moedas ou simplesmente definir como moeda aquilo que foi assim definido em outra jurisdição. Há pelo menos quatro eixos de sustentação, que justificam que cada Estado busque ter e efetivar sua própria moeda. Em primeiro lugar, haveria um simbolismo político, que beneficiaria os governantes ao criar um senso de coletividade entre o povo que habita a unidade política. Com uma moeda circulando no território de um Estado, criar-se-ia um sentido de união em torno de compromissos que reverberaria na facilitação da compreensão de que há também uma autoridade central (COHEN, 2014, p. 49-50).

Um segundo benefício seria a senhoriagem, que representa a vantagem monetária auferida pelo emissor da moeda por conta de sua emissão (COHEN, 2014, p. 55). Tal ganho pode se dar pelo fato de que a receita de emissão compensa o custo ou, não tendo a moeda qualquer referencial externo, pela possibilidade de o emissor financiar sua própria despesa com a emissão monetária¹¹.

A terceira razão para a emissão de uma moeda pelo Estado é a capacidade de gestão macroeconômica derivada dessa decisão. Dispor de autoridade para emitir moeda permite que o Estado maneje a liquidez em mercados de maior interesse, permitindo que sejam colocadas em práticas orientações de Política Monetária e Cambial (COHEN, 2014, p. 59).

Por fim, a definição de moeda própria para a jurisdição isolaria o Estado de ficar sujeito à dependência externa para obtenção de moeda. Fosse a moeda um ativo que um Estado tivesse que obter junto a outro, o Estado importador desse ativo ficaria sujeito a influências ou restrições externas que restringiriam sua capacidade de atuação política em seu próprio território e junto à sua população (COHEN, 2014, p. 61-62).

¹¹ “Apesar do interesse do poder central na instituição da moeda, durante muitos anos os governos cobraram pela sua cunhagem. Estabelecido o conteúdo de prata ou ouro de cada moeda, qualquer pessoa poderia levar o metal para uma casa autorizada e, mediante um desconto do metal aportado, sair com as moedas de curso legal oficialmente cunhadas. O desconto, conhecido como senhoriagem, deveria cobrir o custo da cunhagem e remunerar o governo pelo serviço prestado. Até hoje, quando a moeda é exclusivamente fiduciária, chama-se de senhoriagem o ganho do governo com sua emissão, sobre a qual não incidem juros” (LARA RESENDE, 2020, p. 35).

1.3.2. O poder no espaço e um novo modelo de geografia monetária

Para além da formalização no Direito Internacional, a teoria social e mesmo jurídica tem fornecido outras perspectivas sobre em que consiste o Estado. Em primeiro lugar, uma definição que é de muita relevância é aquela oferecida por Weber (2011), segundo o qual:

“Em nossa época, entretanto, devemos conceber o estado contemporâneo como uma comunidade humana que, dentro dos limites de determinado território – a noção de território corresponde a um dos elementos essenciais do Estado – reivindica o monopólio do uso legítimo da violência física” (WEBER, 2011, p. 56).

Schmitt (2014, p. 219) oferece outra definição, segundo a qual o Estado é “caracterizado por território, súditos e dominação organizada”. O mesmo Schmitt, em momento anterior, já havia tratado o Estado também como “o status político de um povo organizado dentro de uma unidade territorial” (SCHMITT, 2009, p. 19). Ainda que a ela Schmitt adicione a ideia de que o Estado detém o monopólio do “político”, sendo que o critério que define “político” seria a capacidade de diferenciar entre amigo e inimigo, a noção é notadamente territorial¹².

Mesmo a criação do Direito estaria sujeita ao aspecto territorial. O autor faz notar que, em qualquer situação, “[a] tomada de terra precede a ordem que dela decorre, não apenas do ponto de vista lógico, mas também histórico” (SCHMITT, 2014, p. 45). Apenas com a conjugação de local (*Ortnung*) e ordem (*Ordnung*), funda-se o Direito sobre novos territórios. Ao evento fundamental de inauguração e unificação da ordenação e localização o autor dá o nome de *nomos* (SCHMITT, 2014, p. 65).

A ideia de Estado partiria da particularidade da realidade europeia a partir do século XVII e se expandiria a outros espaços na medida em que houve reconhecimento de Estados. O reconhecimento mútuo se colocava como ferramenta para preservação da estabilidade no espaço europeu, ao mesmo tempo em que se travavam violentos combates fora desse espaço (MBEMBE, 2018, p. 33-34). A partir dessa ideia, Mbembe (2018) insere a colonização em uma

¹² Adicionalmente, cumpre notar que o inimigo para Schmitt representa a percepção de que um grupo representa uma ameaça existencial para outro. Trata-se de um inimigo público (*hostis*) que ameaça a coletividade, em oposição ao inimigo privado (*inimicus*). A política ganha um horizonte de conflito e de guerra. No âmbito interno, a tensão seria desfeita por uma justificação transcendente do soberano, tratada por teologia política, e a caracterização desse agente como aquele que decide sobre o estado de exceção. Nas relações interestatais é que a política acabaria se manifestando com sua feição básica de diferenciação (BROWN, 2014, p. 253; SCHMITT, 2006).

dinâmica de tomada de terra e produção normativa não apenas no âmbito do Direito, mas do conjunto das relações sociais em um determinado território¹³.

A relação entre a tomada de terra e ordenação sob um Estado se fazia presente ainda nas primeiras teorias sobre geopolítica, influenciadas de maneira marcante pela Geografia e particularmente pelo trabalho de Ratzel. Esse autor preconizava à Geografia a tarefa de:

“estudar a Terra ligada como está ao homem, e, portanto, não pode separar este estudo do da vida humana, tampouco do da vida vegetal e animal. As mútuas relações existentes entre a Terra e a vida, que sobre aquela se produz e se desenvolve, constitui precisamente o nexó entre uma e outra e, portanto, devem ser particularmente examinadas” (RATZEL, 1909, p. 9).

No mesmo trabalho, originalmente publicado em 1899, Ratzel introduziu uma concepção que relaciona a capacidade de desenvolvimento da vida ao espaço em que ela se reproduz e obtém recursos para tanto. A ideia, à qual ele associou o conceito de *espaço vital*, era próxima do que se entende por habitat, sendo o ser humano tratado apenas como uma espécie que se desenvolveu em um território excepcionalmente grande (RATZEL, 1909, p. 149-151).

É sabido como a ideia de espaço vital mobilizou o expansionismo da Alemanha nazista antes e no curso da Segunda Guerra Mundial, mas sua transposição para o campo da política se deu nas décadas anteriores, com o desenvolvimento de novos conceitos que relacionavam Estado e território.

O primeiro passo dessa adaptação se deu com o trabalho do jurista sueco Kjellén (1912), que, influenciado por Ratzel, cunhou o termo *geopolítica*, tendo-se o Estado como agente apropriador e controlador de um espaço geográfico. A geopolítica seria o jogo de forças estatais projetado no espaço. A ideia é retomada de maneira mais clara em Kjellén (1917), que trata a geopolítica como:

¹³ “A ‘ocupação colonial’ em si era uma questão de apreensão, demarcação e afirmação do controle físico e geográfico – inscrever sobre o terreno um novo conjunto de relações sociais e espaciais. Essa inscrição de novas relações espaciais (‘territorialização’) foi, enfim, equivalente à produção de fronteiras e hierarquias, zonas e enclaves; a subversão dos regimes de propriedade existentes; a classificação das pessoas de acordo com diferentes categorias; extração de recursos; e, finalmente, a produção de uma ampla reserva de imaginários culturais. Esses imaginários deram sentido à instituição de direitos diferentes, para diferentes categorias de pessoas, para fins diferentes no interior de um mesmo espaço; em resumo, o exercício da soberania. O espaço era, portanto, a matéria-prima da soberania e da violência que ela carregava consigo. Soberania significa ocupação, e ocupação significa relegar o colonizado em uma terceira zona, entre o estatuto de sujeito e objeto” (MBEMBE, 2018, p. 38-39).

“o estudo do Estado como organismo geográfico, isto é, como fenômeno localizado em certo espaço da Terra – logo, do Estado como país, como território, como região ou, mais caracteristicamente, como domínio político” (KJELLEN, 1917, p. 46).

O Estado seria, nessa visão, um organismo, inserido em uma dinâmica territorial, de competição e conquista, para garantir seus interesses orgânicos (AMUSQUIVAR; PASSOS, p. 28). A geopolítica seria o jogo dinâmico de forças estatais projetado no espaço e disputando domínios, vinculando soberania e território, a fim de conceber o Estado como um organismo geográfico ou fenômeno no espaço (PARKER, 1985, p. 55).

A Doutrina Monroe impediu a continuidade da expansão europeia no continente americano e a Primeira Guerra Mundial exauriu em grande medida as expansões territoriais sobre a Ásia e África do longo século XIX. A “tomada de terra” na periferia deu lugar à “tomada de indústria” e as expansões passam a se dar no domínio econômico, no espaço global da livre economia (BERCOVICI, 2013, p. 120-121).

Essa ideia de que se pode apreender um espaço que seja econômico e não físico permite que pense sobre a criação de ordem nesse espaço. Em elaboração semelhante, Cohen (2014) fornece um modelo de geografia monetária que ele considera sucessor do modelo vestfaliano. Para Cohen (2014, p. 31-32), os domínios monetários não deveriam ser percebidos a partir de noções físicas do espaço, definidos por fronteiras políticas, mas sim com uma noção funcional, que levasse em consideração o uso e a autoridade efetivos de cada moeda.

A construção teórica não parte do autor. A primeira referência relevante é Castells (2002), que observa que “*espaço é o suporte material de práticas sociais de tempo compartilhado*” (CASTELLS, 2002, p. 500), sendo que é a simultaneidade das práticas que dá sentido ao espaço. Compreende-se que a noção de espaço sempre esteve atrelada à contiguidade, que caracteriza os lugares, mas ela não dependeria disso. Paralelamente, Castells afirma que a nossa sociedade é governada por fluxos – de tecnologia, interação organizacional, imagens, sons e símbolos – que são expressão de processos que dominam múltiplos aspectos de nossas vidas. Esses fluxos se dão em um tempo compartilhado e detêm um suporte material que os articula, conformando um outro tipo próprio de espaço, não contíguo (CASTELLS, 2002, p. 500-501).

Assim sendo, a contiguidade seria característica de um tipo de espaço: o espaço de lugar. Podendo haver ainda um outro tipo de espaço, concebido como espaço de fluxo:

“O espaço de fluxos é a organização material das práticas sociais de tempo compartilhado que funcionam por meio de fluxos. Por fluxos, entendo as seqüências intencionais, repetitivas e programáveis de intercâmbio e interação entre posições fisicamente desarticuladas, mantidas por atores sociais nas estruturas econômica, política e simbólica da sociedade” (CASTELLS, 2002, p. 501).

As camadas dos espaços de fluxos seriam, em primeiro lugar, seus circuitos e, em um outro nível, os seus nós, constituídos pelos centros de decisão e comunicação (CASTELLS, 2002, p. 501-502). Deixar de ter essa percepção, comprometeria uma análise que pretenda evidenciar contingências que conduzem à conformação normativa. Conforme expõe Castells:

“as pessoas ainda vivem em lugares. Mas, como a função e o poder em nossas sociedades estão organizados no espaço de fluxos, a dominação estrutural de sua lógica altera de forma fundamental o significado e a dinâmica dos lugares. A experiência, por estar relacionada a lugares, fica abstraída do poder, e o significado é cada vez mais separado do conhecimento” (CASTELLS, 2002, p. 517).

Além desses conceitos desenvolvidos por Castells, Cohen (2014, p. 33) trabalha com a noção da existência de um espaço econômico monetário abstrato, constituído por um campo de forças expresso na forma de uma rede de pagamentos, conforme pensado por Perroux (1950, p. 97-98). Por fim, invoca Leyshon e Thrift (1997, p. 298) que situam uma rede de atores, composta pelos agentes que interagem no mercado por meio das trocas instrumentalizadas por moeda e dirigindo a governança do sistema financeiro internacional.

A fim de apresentar sua formalização do espaço da moeda, Cohen (2014, p. 34) apresenta três domínios que poderiam conformá-lo: o primeiro deles é o domínio territorial, que caracterizaria a visão do espaço monetário no modelo vestfaliano. Nele, os Estados são preponderantes e o espaço monetário é basicamente um espaço de lugar. Em segundo lugar, tem-se o domínio transacional, onde a atuação dos agentes de mercado prevalece para a definição da extensão do domínio de cada moeda. Ele propõe, por fim, uma visão híbrida, na forma do chamado *domínio autoritário*, que combina transações e territorialidade, as dimensões funcional e física, captando as influências dos mercados e dos governos.

Segundo essa visão híbrida, o espaço monetário estaria constantemente sujeito a pressões de competição e hierarquia entre moedas, variáveis de acordo com a atuação tanto de Estados quanto de agentes de mercado. Dessa forma, os domínios autoritários de cada moeda

não necessariamente coincidem com os territórios ou com os espaços onde as mobilizam trocas. Introduzem-se elementos de dominância e de dependência, derivados da ação política ou dos mercados (COHEN, 2014, p. 34).

A representação gráfica possível dessa construção teórica deixa de ser um mapa político, com territórios definidos, acompanhando jurisdições. Em vez disso, Cohen (2014, p. 142-149) apresenta um modelo de geografia monetária baseada no fluxo. Uma estrutura qualitativa, funcional e hierárquica, com múltiplos níveis de competição, disposta na forma de uma pirâmide, composta por sete camadas, indo do ápice à base:

- *Moeda principal*: Seu uso domina a maioria ou todos os propósitos transnacionais e é universal, não estando limitada a uma região geográfica em particular. O grande exemplo corrente é o Dólar dos Estados Unidos;
- *Moeda aristocrática*: Utilizada para vários propósitos transnacionais, sendo um pouco menos que universal. Nessa categoria se encontra o Euro, por exemplo;
- *Moeda de elite*: Tem uso internacional, mas não tem influência direta além das fronteiras nacionais do Estado que lhe confere curso legal. São exemplos de moeda de elite a Libra Esterlina, o Dólar Canadense e o Franco Suíço;
- *Moeda plebeia*: Internamente, mantém quase que exclusivamente todas as funções tradicionalmente associadas à moeda, mas seu uso internacional é limitado, estando sua autoridade substantiva comprometida no exterior. É o caso do Real;
- *Moeda permeada*: Seu domínio está comprometido até mesmo no âmbito doméstico, sendo que há soberania monetária nominal, mas, na prática, uma moeda estrangeira suplanta a utilização da moeda com curso legal para alguns propósitos monetários. Um exemplo é o Peso argentino, que é amplamente substituído pelo Dólar nas transações de preço mais elevado;
- *Quase moeda*: Retém curso legal nominal, mas são rejeitadas para a maioria dos propósitos em suas jurisdições;
- *Pseudo moeda*: Moedas com curso legal, mas sem impacto econômico relevante, por conta de alianças monetárias assimétricas ou substituição monetária.

A visão teórica de Cohen (2014) considera condições reais do relacionamento entre diferentes moedas e situa agentes que vão além do Estado na dinâmica de expansão ou compressão do domínio de determinada moeda, bem como leva em conta níveis hierárquicos nesse relacionamento entre moedas dotadas de curso legal por diferentes jurisdições. O espaço da finança é um espaço de fluxo.

Do ponto de vista jurídico, cabe a reflexão de que a localização sobre a qual é criada uma ordem pode não ser mais o mundo relativamente estanque das fronteiras estatais reconhecidas, mas sim o espaço de fluxo dos mercados cambiais globais, sobre os quais há uma competição de alcance por parte das normas exaradas a partir de diferentes jurisdições, sejam elas estatais, editadas por foros internacionais multilaterais ou plurilaterais, ou mesmo editadas por atores privados, formando um regime internacional. Tratar-se-ia de um tipo diverso de *nomos*, que se dá em um espaço de interação e disputa de Estados e agentes privados, com diferentes capacidades e estratégias próprias em face das condições estruturais e dos demais agentes.

2. O DIREITO DA FINANÇA INTERNACIONAL

O Estado se constitui e se adequa constantemente em uma ordem internacional que o precede ou se impõe, interagindo com atores privados que operam igualmente considerando a estrutura dessa ordem sistêmica. Cumpre considerar que as possibilidades de ação, tanto para Estados quanto para atores privados, são decorrentes de sua estratégia e de seu modo de inserção no sistema internacional, hierárquico e polarizado. As relações políticas e sociais e as interações econômicas do Estado sofrem influxos externos à sua jurisdição, definidores de sua margem de atuação. Por outro lado, os atores privados buscam atuar juntamente ou influenciar seus pares e os Estados, pretendendo obter suporte institucional e agência.

O Estado é, por excelência, o ente que dispõe de personalidade jurídica de Direito Internacional Público e é legitimado para estabelecer relações com outros Estados, mas, de maneira análoga ao que ocorre domesticamente, as relações dos Estados com o resto do mundo geram pressões que orientam a formulação e a edição de normas que conformam as mais diversas esferas de atuação estatal. Uma corrente de transmissão dessas pressões para o âmbito interno dos Estados são os compromissos assumidos pelo Estado no Direito Internacional.

Muitas vezes, os compromissos assumem a forma jurídica específica de tratados, que estabelecem obrigações jurídicas adjudicáveis entre as partes signatárias, passam por procedimentos formais de incorporação aos ordenamentos jurídicos e que podem ou não criar organizações internacionais permanentes. Em outros casos, esses compromissos são assumidos junto a estruturas informais, sem que haja instrumento jurídico reivindicável para garantia sua observância, configurando formas tratadas como *soft law*.

Diferentemente do que ocorre com outros temas envolvendo contato entre diferentes jurisdições, o sistema financeiro não se caracteriza por instrumentos jurídicos vinculantes. Há um ambiente de promoção de regras e padrões informais, a partir da atuação de agências governamentais e diferentes instituições que atuam na esfera internacional, sem disporem de uma natureza jurídica específica (BRUMMER, 2015, p. 3). Ainda assim, o grau de observância às normas permite que se perceba um padrão que se qualifica como um Direito da Finança Internacional.

Neste capítulo, serão abordadas a dinâmica das fontes do Direito Internacional no século XX e as teorias que tratam da maneira como, especificamente tendo-se em conta o mercado financeiro internacional, dá-se a criação e a efetivação de um quadro jurídico com base

sistêmica. Quanto ao Direito Internacional, basicamente são apontadas três formas que interagem e que têm uma relação de predominância em períodos históricos: a forma transacional; a forma comunitária e a forma regulatória. Não se entende haver uma relação de superioridade em relação às formas, mas são elas os principais veículos de difusão de uma estrutura que constringe ou empodera a ação de Estados e agentes privados em diferentes momentos.

As teorias jurídicas que auxiliam na concepção sobre a conformação de um Direito da Finança internacional têm foco na forma regulatória do Direito Internacional. Para tratar desse tema, vêm se destacando correntes jurídicas que tratam de redes regulatórias ou que apresentam uma perspectiva mais estruturalista.

2.1. Geologia do Direito Internacional do Século XX

Um dos aspectos do relacionamento entre Estados compreende a observância a compromissos que conformam um Direito próprio, que é formulado em espaços institucionais alheios às instituições domésticas, mas que vinculam a atuação de Estados e pessoas, na forma do Direito Internacional.

Do ponto de vista doutrinário, enquanto os ordenamentos jurídicos domésticos são caracterizados por serem unitários quanto à fonte de validade das normas, coerentes quanto à relação entre as normas e completos com relação ao seu objeto¹⁴, entende-se possível que o Direito Internacional conviva com descentralização, incoerência e incompletude. Por exemplo, o regime jurídico de proteção dos Direitos Humanos estruturado sob o Pacto de San José da Costa Rica (Convenção Americana de Direitos Humanos), de 1969, não é subordinado e pode conviver com o regime jurídico de proteção dos Direitos Humanos da Organização das Nações Unidas (ONU), estruturado pela Declaração Universal dos Direitos Humanos, de 1948, não havendo qualquer óbice que qualquer país do hemisfério americano ratifique e se comprometa perante ambos os instrumentos¹⁵.

¹⁴ Nesse sentido, o Direito brasileiro, por exemplo, tem mecanismos de controle concreto e abstrato de constitucionalidade; definições para resolução de antinomias no art. 2º, § 1º e § 2º, do Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro); e a vedação expressa do *non liquet* no art. 140 da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).

¹⁵ Cabe, de todo modo, mencionar que existem também teorias monistas do Direito Internacional, como o jusnaturalismo, que pregam a existência de uma ordem jurídica global orientadora da validade das normas em

A construção do Direito Internacional se dá na forma da negociação e adesão a tratados, observância de práticas costumeiras e atenção aos princípios gerais do Direito, fontes referidas no art. 38 do Estatuto da Corte Internacional de Justiça (CIJ), incorporado ao Direito brasileiro, juntamente com a Carta das Nações Unidas, por meio do Decreto nº 19.841, de 22 de outubro de 1945.

Embora se mantenham essas as fontes, a dinâmica da produção desse Direito e do sistema jurídico que vincula atores de diferentes Estados vêm se modificando desde o início do século XX. Weiler (2004) trouxe isso à tona ao elaborar uma classificação “geológica” desse movimento a partir de uma consideração sobre aquilo que ele compreendeu como camadas que se estabelecem no tempo.

A premissa de Weiler é justamente a de que o Direito Internacional e o sistema jurídico internacional não são estáticos e mudam com o tempo e a metáfora da geologia serve para dar conta de que não se fala necessariamente de transformação, mas de um estabelecimento de camadas, em um processo de mudança que carrega continuidades, com novos estratos que complementam os anteriores, sem substituí-los. O autor chama a atenção também para o fato de considerar que o método histórico enfatiza a mudança, ao passo que a intenção dele foi dar destaque ao acúmulo (WEILER, 2004, p. 548, 549 e 551).

2.1.1. A primeira camada do Direito Internacional

A partir disso, Weiler (2004, p. 549) argumenta que, no início do século XX, era notória a predominância de tratados bilaterais, com aspecto contratual, acompanhados de um recurso que ele denomina quase “professoral”, que enfatizava o aprofundamento sobre as práticas e costumes dos Estados para, a partir disso, dizer o Direito para a relação jurídica que se queria estabilizar. Há, nesse sentido, remissão a séculos de registro de comportamentos para tentar-se extrair disso uma norma cogente¹⁶.

qualquer ordenamento. Essas teorias influenciam algumas teorias de Relações Internacionais, mais ligadas à tradição liberal.

¹⁶ Cumpre notar que o procedimento de investigação pregressa das relações jurídicas a fim de determinar-se o direito válido, destacado por Weiler para caracterizar o período, marcou notadamente as relações internacionais brasileiras entre o final do século XIX e o início do século XX. Pode-se mencionar, nesse sentido as arbitragens territoriais envolvendo o Brasil e seus vizinhos, conhecidas como a questão de Palmas, entre Brasil e Argentina, a questão do Pirará, por meio da qual foram estabelecidas as fronteiras entre o Brasil e a então Guiana Inglesa, e a questão do Amapá, que envolveu o Brasil e a França. Esses contenciosos foram definidos a partir de argumentações que faziam referência a princípios históricos do Direito Internacional, como o princípio do *inchoate title*, que

Essa forma do Direito Internacional guarda traços próximos à teoria de relações internacionais à qual convencionou-se chamar *realismo*¹⁷. Do ponto de vista de sua construção como escola de pensamento, o realismo se caracteriza por pressupor os Estados como atores racionais e unitários no ambiente anárquico, sem poder centralizado, das relações internacionais. O poder¹⁸ de um Estado seria dado em termos de sua capacidade material e a segurança nacional seria sua prioridade. Sua atuação para garantir sua existência ou expansão tenderia à conformação de equilíbrios de poder e os ganhos de um Estado sempre se dariam em relação a seus pares (GUIMARÃES, 2021, p. 26-30).

Também nesse campo teórico do realismo, um desenvolvimento relevante se deu na forma do neorealismo, também denominado realismo estrutural ou realismo defensivo. Tem destaque a obra de Waltz (1979), que tratando os Estados como unidades funcionalmente não diferenciadas participando de um sistema anárquico. Sua distinção se daria principalmente por suas capacidades para realizar tarefas semelhantes (WALTZ, 1979, p. 97).

Todo Estado teria por objetivo básico garantir a sua sobrevivência (WALTZ, 1979, p. 91), adotando, para tanto, uma estratégia posicional conformando polos que tendem ao equilíbrio de poder em torno das potências com as maiores capacidades. As estratégias de posicionamento de cada Estado poderiam ter feições diferentes, variando de acordo com a situação e os interesses. Algumas formas, por exemplo, são a adesão a algum polo (*bandwagoning*) ou a negociação com diferentes polos (*balancing*). Comportamentos contrastantes, mas verificáveis nas relações entre Estados (WALTZ, 1979, p. 125-127).

confere ao possessor temporário ou intermitente direito contra terceiros, *watershed*, que dá ao ocupante de um rio certos direitos sobre seus afluentes, e o *uti possidetis*, que mais notadamente faz referência à posse de um território para atribuir-lhe a uma parte, e que já havia assegurado à coroa portuguesa parte substancial do que é hoje o território brasileiro quando da celebração do tratado de Madri, de 1750.

¹⁷ Morgenthau (2003, p. 4-22) descreve o realismo político a partir de seis princípios: (i) a política é governada por leis objetivas com raízes na natureza humana; (ii) a política é esfera autônoma em que o interesse é definido em termos de poder; (iii) o interesse definido em termos de poder não tem significado fixo e permanente, sendo que o tipo de interesse que orienta a ação política em determinado momento depende dos contextos político e cultural nos quais a política externa é formulada; (iv) existe uma tensão inevitável entre o mandamento moral e as exigências de uma ação política de êxito; (v) as aspirações morais de determinada nação não se identificam com leis morais que governam o universo; e (vi) o realismo político é escola de pensamento com características autônomas.

¹⁸ No que diz respeito ao conceito de *poder* no realismo: “Seu conteúdo e a maneira como é utilizado são determinados pelo ambiente político e cultural. O poder pode abarcar tudo que estabeleça e mantenha o controle do homem sobre o homem. Assim, o poder engloba todos os relacionamentos sociais que se prestam a tal fim, desde a violência física até os mais sutis laços psicológicos mediante os quais a mente de um ser controla uma outra. O poder cobre o domínio do homem pelo homem não só quando se apresenta disciplinado por desígnios morais e controlado por salvaguardas constitucionais (tal como ocorre nas democracias ocidentais), como quando ele se converte nessa força bárbara e indomável que só consegue encontrar leis em sua própria força e justificação em seu próprio desejo de engrandecimento” (MORGENTHAU, 2003, p. 18).

Considerando o aspecto contratual e bilateral dos documentos de Direito Internacional produzidos à época, Weiler (2004, p. 552) chama de *transaccional* essa forma de construção do Direito Internacional e do sistema jurídico internacional. Essa seria a forma historicamente predominante e, nela, o autor invoca premissas de corte bastante realista, considerando-se que o sistema internacional congrega Estados cuja soberania é reconhecida por seus pares, todos focados na consecução de seus interesses próprios. O Direito seria um mecanismo de comando para dar concretude às barganhas obtidas nesse ambiente (WEILER, 2004, p. 553).

2.1.2. As camadas comunitária e regulatória do Direito Internacional

O período de meados do século passado, por sua vez, caracterizar-se-ia pela emergência de uma forma de construção do Direito Internacional que Weiler denomina *comunitária*. A base desse esforço seria a construção de tratados multilaterais em temas como o Direito do Mar, Direitos Humanos e até tratados com aspecto constitucional, que por si só conformam uma terceira camada no entender do autor, como é o caso da própria Carta das Nações Unidas. A ideia de referir-se a costumes, mobilizados para dizer o Direito com base em construções históricas, perderia espaço para uma argumentação pautada por novos temas, a partir de um olhar prospectivo, que visa a preparar a mudança e a transformação, tendo por base fundamentos universalistas e comunais, em substituição à observação de comportamentos históricos particularizados (WEILER, 2004, p. 549).

Materialmente, viu-se a elevação de certos temas, como o acesso ao mar, os Direitos Humanos e o livre comércio à categoria de ativos comuns da comunidade internacional. Do ponto de vista estrutural, o período foi marcado pela emergência de organizações internacionais cujos objetivos não se identificavam imediatamente com os objetivos de seus Estados membros. A ideia de manutenção da paz ou da preservação de um sistema monetário coerente, que caracterizam a ONU e o FMI, são divididas por Estados membros proeminentes de organizações com esses propósitos tipo, mas não dizem necessariamente respeito a uma intenção específica ou a um interesse contratual de todos eles ao mesmo tempo (WEILER, 2004, p. 556).

No final do século, ganhou destaque uma nova camada do Direito Internacional, a qual Weiler (2004, p. 552) dá o nome de *regulatória*. Seus aspectos distintivos seriam o distanciamento em relação aos temas considerados a alta política – trazendo-se novamente um

termo típico das teorias realistas de Relações Internacionais e que se refere aos assuntos militares e de segurança internacional –, focando-se no estabelecimento de compromissos regulatórios mínimos entre Estados, que tomam a forma, por exemplo, das condicionalidades para acesso aos recursos do FMI ou do Banco Mundial, bem como no desenvolvimento de uma burocracia das próprias organizações internacionais que ganha destaque nas negociações com os Estados-membros, desempenhando governança¹⁹ (WEILER, 2004, p. 550).

Para Weiler (2004, p. 559), as características desse sistema de governança internacional seriam: (i) uma importância crescente das seções regulatórias dos tratados; (ii) novas formas de obrigação, compreendendo obrigações diretas – em que a regulação internacional substitui direito interno –, indiretas – em que a regulação internacional não substitui, mas limita o direito interno – e a criação de incentivos para beneficiar os Estados que obedecem às normas internacionais; (iii) a emergência de uma burocracia que se impõe e de um corpo de gestão nas organizações internacionais; (iv) procedimentalização do âmbito internacional e imposição desses processos à dinâmica doméstica; e (v) inversão de ônus de justificação, da prova e de presunções legais na esfera regulatória internacional.

A partir das experiências dessas organizações internacionais, um movimento teórico no campo de relações internacionais habilitou uma visão menos conflitiva do relacionamento entre os Estados. Trata-se do neoliberalismo, chamado também de institucionalismo liberal.

Essa escola ganhou destaque a partir do trabalho de Keohane e Nye (1989), publicado originalmente em 1977, em que os autores elaboram um modelo de *interdependência complexa* para tratar do relacionamento entre Estados. Esse modelo propõe que (i) múltiplos canais (interestatais, intergovernamentais²⁰ e transnacionais) conectam as sociedades, incluindo contatos entre elites e aqueles realizados por meio de empresas ou instituições financeiras transnacionais; (ii) não há hierarquia de temas na agenda das relações interestatais; e (iii) quando a interdependência prevalece, a força não é utilizada (KEOHANE; NYE, 1989, p. 23-25).

No campo do neoliberalismo, Keohane (1984) argumenta que instituições ou *regimes*²¹ internacionais teriam capacidade de coordenar o sistema internacional na ausência de uma

¹⁹ O conceito de governança se apresenta associado a “governar sem governo” (REINICKE, 1998) ou a formas de regulação mais flexíveis que as normas jurídicas tradicionais. A governança legitima a atuação da “sociedade civil” e reduz o papel do Estado na elaboração, aplicação e fiscalização das políticas (BROWN, 2014, p. 249).

²⁰ A referência é ao contato realizado entre unidades governamentais, como agências de governo, não mediadas pelas chefias de Estado ou pelas chancelarias.

²¹ “[C]onjuntos de princípios, normas, regras e procedimentos de tomada de decisão implícitos ou explícitos em torno dos quais as expectativas dos atores convergem em uma determinada área das relações internacionais.

potência hegemônica. O autor observa que a potência hegemônica pode criar padrões de ordem com os quais os demais atores são instados a cooperar (KEOHANE, 1984, p. 49), mas que os Estados e demais atores podem também atuar na criação de cooperação, ajustando seus comportamentos a preferências imediatas ou mediatas dos demais, coordenando-se politicamente para realizar também seus próprios objetivos (KEOHANE, 1984, p. 51).

A cooperação assim construída emergiria de conflitos ou de potenciais conflitos, em relação aos quais se busca ajuste. A linha política dos regimes internacionais acaba sendo dada pelas entidades mais poderosas, mas, representando um ganho geral até para os Estados menos poderosos, eles podem ter uma estrutura mais flexível e conferem estabilidade e previsibilidade às relações entre Estados, sendo ainda mais úteis em um ambiente de crescente interdependência (KEOHANE, 1984, p. 63).

2.2. A forma regulatória do Direito Internacional

A forma regulatória do Direito Internacional acabou se projetando a partir dos núcleos de produção e difusão do Direito Internacional, dirigindo regras ali produzidas a governos e atores privados, incluindo organizações não governamentais (ONGs) e empresas e associações de negócios, bem como a instituições internas de Estados e a funcionários públicos. Grande atenção tem sido dada à atuação de organizações intergovernamentais e outros tipos de instituições internacionais como centros de formulação, difusão e controle de instrumentos que ganham conteúdo jurídico de Direito Internacional no modelo que opera com base nos padrões de comando da governança. Esses ambientes propiciam os contatos transnacionais em múltiplos níveis, com ou sem intermédio das chefias de Estado ou das chancelarias, em modelo semelhante ao apresentado no modelo de interdependência complexa do institucionalismo liberal (KEOHANE; NYE, 1989).

A linguagem incorporada pelos atores que promovem a governança conversa justamente com a empregada nas teorias neoliberais de Relações Internacionais e apresentam sua dinâmica como sendo marcada pela cooperação. Nesse sentido, pode-se mencionar o trabalho da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (2013, p. 16), que

Princípios são crenças de fato, causalidade e retidão. Normas são padrões de comportamento definidos em termos de direitos e obrigações. As regras são prescrições ou proibições específicas para a ação. Os procedimentos de tomada de decisão são práticas prevaletentes para fazer e implementar a escolha coletiva” (KRASNER, 1983, p. 2 apud KEOHANE, 1984, p. 57).

procurou sistematizar o que havia de produção sobre a dinâmica de estruturação regulatória transnacional, tratando esse fenômeno como *cooperação regulatória internacional*.

O documento trata a emergência da internacionalização das normas como uma necessidade decorrente de uma economia aberta e global, tendo-a como estratégia de maximização dos benefícios da globalização, efetivada pela eliminação de divergências regulatórias consideradas desnecessárias. Igualmente, a regulação transnacional seria positiva para o enfrentamento de questões que se afirmam no nível global, como aquelas relacionadas ao meio ambiente e ao risco sistêmico inerente aos mercados financeiros globais (OCDE, 2013, p. 15).

Sobre a manifestação desse fenômeno de produção de Direito Internacional, a OCDE (2013, p. 16-17) informa que é perceptível a multiplicação de atores com competências regulatórias nos âmbitos público e privado, compreendendo agências subnacionais e partes interessadas, nacionais ou estrangeiras, que atuam no setor privado. No âmbito internacional especificamente, mais do que uma *harmonização* das normas aplicáveis por diferentes jurisdições, a regulação, caracterizada como cooperação, seria voltada ao conjunto do ciclo das políticas públicas, compreendendo, portanto, formulação, implementação, monitoramento e avaliação, empregando mecanismos flexíveis, como *soft law* e promoção de diálogo entre reguladores, promovido por meio de instituições internacionais que sirvam como plataforma para esse contato contínuo.

A OCDE se reconhece como um espaço de promoção de regulação internacional em diversos campos (OCDE, 2013, p. 131). De fato, mesmo configurando um fórum ao qual poucos Estados têm acesso como partes, a organização se constituiu como um dos principais centros de difusão de regras de governança, projetando-se como um “clube das melhores práticas”, de onde partiriam padrões regulatórios e de políticas públicas incorporados até por entidades multilaterais (ALVES, 2021, p. 5). Com efeito, a participação ampla não é um fator determinante para a produção da camada regulatória do Direito Internacional.

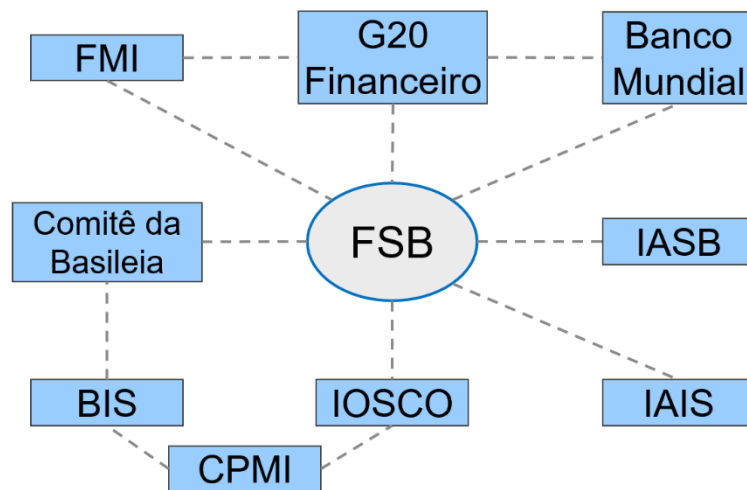
Em verdade, a forma das instituições no nível regulatório muitas vezes consolida um acesso desequilibrado aos canais de realização da agenda política para os diferentes agentes internacionais. As decisões tomadas nesses fóruns ganham projeção em razão de arranjos relacionais hierárquicos e competitivos verificáveis na interação entre os agentes na esfera internacional, inclusive nas questões relacionadas à finança internacional.

Tendo-se em conta particularmente a dinâmica do sistema financeiro internacional, Thorstensen et al. (2019) identificaram como principais veículos difusores de regulação o FMI, o Banco Mundial, o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia e o Banco de Compensações Internacionais (BIS), o G20 Financeiro, que congrega, em nível de chefia de Estado ou ministerial, as 19 principais economias globais, acrescidas da União Europeia, o Comitê de Estabilidade Financeira (FSB), a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), a Associação Internacional dos Supervisores de Seguros (IAIS) e o Conselho Internacional de Padrões Contábeis (IASB). Merecem menção também instituições com atuação mais restrita nos mercados financeiros como a própria OCDE, o Grupo de Ação Financeira Internacional (GAFI), o Comitê de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado Financeiro (CPMI), a Associação Internacional de Seguradoras de Depósitos (IADI) e a Federação Internacional de Contadores (IFAC).

As instituições que compõem esse quadro não se caracterizam por terem uma natureza jurídica ou uma forma de organização específica. Brummer (2015, p. 18) identifica que elas podem variar entre: universais a exclusivas no grau de acesso; voltadas à participação geral ou de apenas uma elite na tomada de decisões; abertas ou fechadas à participação do setor privado na formulação de regras; e setoriais ou abrangentes quanto ao escopo de atuação de seus membros.

Como um todo, o arcabouço regulatório do sistema financeiro internacional seria fragmentado e formado por instituições com diferentes especializações e atuação setorial (THORSTENSEN et al., 2019, p. 11). O argumento é ilustrado a partir do seguinte esquema, que mostra algumas instituições com mais conexões, mas sem implicar uma ordem ou hierarquia:

Figura 1



Arcabouço do Sistema Financeiro Internacional

Fonte: Adaptado de Thorstensen et al. (2019, p. 11)

Em complemento, Pistor (2019) e Partnoy (2009) incluem na lista a Associação Internacional de *Swaps* e Derivativos (ISDA), que atua no *advocacy* para regulação desses instrumentos junto aos parlamentos nacionais (PISTOR, 2013, p. 318). No final, tem-se uma rede difusa de instituições internacionais que integram atores de diferentes níveis da burocracia e associações privadas atuando na formulação de normas com caráter de *soft law*.

Cabe aqui mencionar que uma definição de *soft law* tem sido objeto de uma discussão ainda não encerrada na doutrina de Direito Internacional, em razão do caráter não vinculante dos arranjos a que se atribui essa caracterização. Por exemplo, Kdhir (1997, p. 895) situa a *soft law* a partir da *forma* do arranjo que é feito entre Estados, destacando o caráter informal e não vinculante dessas formas. Outra linha é oferecida por Salmon (2001, p. 1039), para quem *soft law* equivale às “regras cujo valor normativo seria limitado ou porque as disposições em questão, embora constem de instrumento vinculante, não criariam obrigações de direito positivo, ou apenas criariam obrigações fracamente vinculantes”, estabelecendo a análise sobre o *soft law* no nível da interpretação da eficácia dos instrumentos de Direito Internacional.

Do ponto de vista do presente trabalho, será adotada a concepção que parte da consideração sobre a forma do arranjo de interação internacional em que tal norma foi produzida. Isso significa considerar *soft law* todos os instrumentos negociados em âmbito internacional fora do procedimento típico de tratados e, conseqüentemente, alheios à mediação em nível de chancelaria e chefia de Estado, do processo de internalização no ordenamento

nacional e da executoriedade jurídica dos instrumentos reconhecidos como fonte do Direito Internacional no art. 38 do Estatuto da CIJ. A seção a seguir mostra que, mesmo com esse caráter de informalidade, há espaço para a análise da efetividade dessas normas no que se refere à sua observância.

2.3. Teorias jurídicas sobre a finança internacional

As características próprias e a estrutura do padrão regulatório do Direito Internacional são trabalhadas por algumas linhas de teorias jurídicas, incluindo as que tratam do Direito da Finança Internacional. Esses esforços teóricos tentam dar maior concretude ao fenômeno de produção normativa a partir desses centros que não necessariamente operam com base em tratados ou emitem disposições cogentes, mas que pretendem incidir sobre os ciclos de políticas públicas das áreas às quais se dedicam.

2.3.1. Direito Administrativo Global

O esforço de teorização do Direito Administrativo Global (DAG) é um que merece atenção nessa seara. As teorias que o conformam decorrem da observação da formação de um movimento de regulamentação de matérias de Direito Público por meio de tratados internacionais e outros mecanismos mais flexíveis de regulação fora do âmbito estatal. As normas produzidas nesses espaços escapavam aos padrões típicos de internalização nos Direitos nacionais, fazendo com que autores lhes percebessem como um fenômeno próprio (KINGSBURY et al., 2005, p. 16).

É importante mencionar que o DAG *não* tem por objeto o estudo da estrutura de produção das normas criadas no âmbito internacional ou a identificação de sua aplicabilidade. O foco do DAG, em verdade, é, percebendo-se a existência de normas elaboradas em espaços alheios ao dos Estados, compreender as formas de responsabilização das entidades que operam nos espaços normativos dos regimes internacionais, ou seja, o DAG é um esforço que se dedica

não ao estudo da produção do Direito nesses espaços, mas aos mecanismos de controle dessa produção jurídica²²:

“Essas constatações nos levam a definir o direito administrativo global como o conjunto de mecanismos, princípios, práticas e compreensões sociais de apoio que promovem ou de alguma forma afetam a *accountability* dos órgãos administrativos globais. Isso para que se assegure, em particular, que eles obedeçam a padrões adequados de transparência, participação, decisão motivada e legalidade, com a possibilidade de revisão efetiva das normas e decisões adotadas. Entre os órgãos administrativos globais estão os organismos reguladores intergovernamentais formais, as redes e arranjos de coordenação intergovernamentais informais, órgãos híbridos público-privados e alguns organismos reguladores privados que exercem funções de governança transnacional com o devido reconhecimento público” (KINGSBURY et al., 2005, p. 17).

Pressupõe-se, dessa forma, a existência de um ordenamento que é construído à margem do Estado, a partir de fontes não estatais, mas com capacidade de disciplinar temas usualmente ligados ao interesse público. Para cumprir com sua agenda, o campo do DAG procura descrever, categorizar e normatizar o sistema de governança (VENTURINI, 2020, p. 24).

Vê-se, portanto, que, embora não trate da produção das normas no sistema internacional, tampouco da estrutura do próprio sistema, o DAG tem o mérito de reconhecer que há fenômenos normativos de fonte não estatal, mas dotados de interesse público e de objeto tipicamente público (VENTURINI, 2020, p. 189). A normatividade e a própria eficácia das normas são percebidas como não necessariamente vinculadas aos procedimentos formais de incorporação do Direito Internacional nos ordenamentos jurídicos nacionais, mas sim decorrentes do entendimento de que as normas produzidas no âmbito extraestatal podem ter *status* de Direito (VENTURINI, 2020, p. 197). O reconhecimento da pluralidade de fontes de Direito Público no espaço transnacional é parte da razão de ser do DAG (BINENBOJM, 2016, p. 324).

²² Segundo Sanchez Badin (2016, p. 89-91) a análise do DAG se dá em torno de três eixos principais: (i) apresentação de características, princípios e postulados do Direito Administrativo intraestatal que sejam também úteis à compreensão da governança global, compreendendo transparência, responsividade e *accountability*, duplo grau de jurisdição, *rule of law*, abuso de poder, decisões fundamentadas, legalidade, participação, entre outras; (ii) identificação do conjunto de regras que compõem a regulação global, sendo essas regras produzidas em instituições internacionais, redes informais de funcionários públicos, agências estatais competentes para administração dos regimes globais (“administração compartilhada”) – como no caso de promoção de acordos de reconhecimento mútuo –, instituições de caráter público-privado e outros entes privados que assumam funções de governança; e (iii) a discussão de princípios normativos para a regulação global, tendo funções efetivas de governança e Estado conectados à normatividade democrática, sob os princípios de legitimidade, transparência e *accountability*. Esse último eixo busca suprir o déficit democrático inerente à produção de normas nesse espaço fora da estatalidade convencional (VENTURINI, 2020, p. 24). Os eixos acabam refletindo os objetivos de descrever, categorizar e normatizar a governança.

Cabe, por fim, mencionar que o DAG não considera como seu objeto os mecanismos relativos de freios e contrapesos compostos por pressões de mercado e de pares, controles financeiros e avaliações quanto à reputação pública, aplicáveis a atores que operam no âmbito internacional ou transnacional. Esses mecanismos de controle são, no máximo, entendidos como variantes ou complementos dos mecanismos de controle tradicional, como hierarquia, supervisão e revisão (KINGSBURY et al., 2005, p. 58).

2.3.2. Redes regulatórias

Um ponto de partida comum para a descrição e teorização sobre aspectos regulatórios do sistema internacional tem sido a teoria das redes regulatórias (BRUMMER, 2015, p. 67). Segundo essa teoria, que é fortemente influenciada pela teoria da interdependência complexa, o movimento de agências estatais participarem em fóruns temático com seus pares e outros agentes interessados, dentro ou fora de estruturas de organizações internacionais pode ser melhor compreendido a partir de um modelo que enxergue essas interações como redes informais dedicadas a temas específicos, nas quais a atuação de cada parte não está vinculada à autoridade central dos governos de que essas agências são parte.

Um marco teórico na organização desse campo foi a contribuição de Raustiala (2002). A teoria das redes regulatórias reconheceria que os Estados em geral preservam sua centralidade, estruturando as agências e essas agências se relacionam, formando redes, ou seja, estruturas descentralizadas não-formais e transgovernamentais – na medida em que o relacionamento entre agência não é mediado por chefias de Estado ou chancelarias – que têm por base a cooperação regulatória (RAUSTIALA, 2002, p. 3-5).

Alguns aspectos da teoria apresentada pelo autor merecem atenção. Em primeiro lugar, ele alega que os teóricos das redes transgovernamentais veem um Estado não que estava em declínio, mas que se *desagregava*, com o propósito de cooperação (RAUSTIALA, 2002, p. 10). O argumento não se dedica, no entanto, a definir se todos os Estados se desagregariam da mesma forma ou se os Estados mais poderosos poderiam manter linhas políticas mais claras, mantendo a coerência do conjunto da atuação de suas agências.

As redes transgovernamentais são apresentadas como um fenômeno histórico²³, mas que teria se intensificado no final do século XX, com a emergência de novos problemas comuns. As redes transgovernamentais seriam úteis para assuntos em que as regulações domésticas são muito diferentes entre os Estados ou em que as assimetrias de poder regulatório dificultam a negociação dos termos do compromisso (RAUSTIALA, 2002, p. 11-16).

A cooperação por meio das redes serviria também para tornar as autoridades mais efetivas no enfrentamento às questões prementes da globalização. A necessidade de fazer valer as normas leva a um contato que difunde ideias, regras e práticas, abrindo espaço para que as nações com mais contato e pioneiras exerçam *soft power* na formação de redes (RAUSTIALA, 2002, p. 51-53). Por outro lado, os países que apenas aderem à regulação difundida pelas redes o fazem para reduzir custos regulatórios, terem acesso às oportunidades de formação de pessoal que os países mais ricos oferecem como estratégia de *soft power*, além de prestígio perante seus cidadãos, a comunidade internacional e as firmas (RAUSTIALA, 2002, p. 59-60).

Raustiala (2002, p. 23-24) argumenta que as redes têm a característica de serem flexíveis e adaptáveis e terem por base o *soft power*, diferentemente das instituições internacionais, formais e procedimentalizadas, mas o autor não entra na discussão se a falta de um estatuto e essa base em *soft power* favoreceria os países mais desenvolvidos, que detêm mais recursos e mais presença e conexões, afirmando ser esse aspecto “difícil de avaliar” (RAUSTIALA, 2002, p. 24).

Um desenvolvimento da teoria das redes regulatórias foi objeto do trabalho de Slaughter (2004). De maneira semelhante ao feito por Raustiala, a autora afirma que o Estado não estaria desaparecendo, mas sim se desagregando, com suas diferentes agências descobrindo sua dimensão internacional na interação com suas contrapartes (SLAUGHTER, 2004, p. 31).

A autora aduz à ideia de governança em vez de governo de Reinicke (1998) para afirmar que, como os governos estão perdendo poder diante da globalização, restam como alternativas a construção de um improvável governo global ou a atuação conjunta com o setor privado e organizações públicas internacionais, com ou sem fins lucrativos. No modelo proposto por Slaughter (2004, p. 262-263), as burocracias de Estados desagregados interagem com seus pares estrangeiros, organizações internacionais existentes, corporações, ONGs e outros atores da

²³ O autor aponta como marco inicial do fenômeno a Convenção para a repressão do tráfico ilícito das drogas nocivas, de 1936, incorporada ao ordenamento brasileiro por meio do Decreto nº 2.994 de 17 de agosto de 1938, que, na forma de seu art. XI, exigia de cada país a criação de uma repartição central encarregada de fazer cumprir os termos do tratado (RAUSTIALA, 2002, p. 11).

sociedade transnacional e implementam práticas não vinculantes, negociadas entre eles, como solução coordenada para problemas comuns. Se os problemas não podem ser resolvidos assim, os Estados delegam poderes a autoridades supranacionais, ou seja, a construção de organizações formais se torna subsidiária à criação de redes regulatórias.

Trata-se de um modelo que, essencialmente, equipara o papel de governos e de entes não estatais na elaboração de regulação aplicável a cidadãos e firmas. Para legitimar esse modelo, a autora faz referência à dinâmica dos atores privados transnacionais:

“O que as redes transgovernamentais podem fazer e as organizações internacionais tradicionais não podem, no entanto, é combater e envolver redes transnacionais corporativas, cívicas e criminosas. Elas permitem uma estrutura adaptável e flexível que pode mobilizar burocratas de uma ampla gama de diferentes países, conforme necessário, para tratar de problemas específicos. Elas podem tratar das raízes dos problemas, suprir lacunas nas jurisdições nacionais e reagir a fluxos transfronteiriços de bens, pessoas e ideias. Seus membros podem educar, apoiar e regular uns aos outros essencialmente das mesmas maneiras que tornam as redes transnacionais privadas tão eficazes” (SLAUGHTER, 2004, p. 264).

Em obra posterior, a autora afirma que a influência de um país demanda que ele tenha conexões, sendo “que quanto mais densa a teia de relacionamentos, maior será a influência” (SLAUGHTER, 2017, p. 2). O trabalho de Castells (2002) é colocado como referência no sentido de que as diferentes dimensões da atividade humana estariam sendo organizadas a partir de linhas de comunicação e redes que ignoram fronteiras, ao passo que os formuladores de política ainda olhariam o mundo a partir do modelo vestfaliano, focado em “nações” (SLAUGHTER, 2017, p. 7-9).

A autora entende que formar redes, conectando pessoas e instituições para propósitos específicos, seria a melhor estratégia para dissuasão, cooperação ou coordenação com outros governos (SLAUGHTER, 2017, p. 13). Reafirmando a ideia de anos antes, de que múltiplos atores, estatais e não estatais, podem ser envolvidos na formulação de políticas, ela encerra a obra afirmando que:

“Resolver problemas públicos se tornará uma questão de quem e o que conectar e desconectar, quando, onde e como. Os agentes aptos a solucionar problemas públicos serão os diplomatas, os funcionários públicos, ativistas, CEOs e líderes cívicos, atores de uma teia exercendo poder e exercendo liderança ao lado dos governos. Todos eles precisarão de estratégias de conexão” (SLAUGHTER, 2017, p. 231).

Embora haja uma notória percepção positiva do fenômeno das redes por parte desses autores, com uma disposição de valorizar o papel de atores não estatais nos processos de regulação, é certo que a visão deles descreve a forma como governos, organizações internacionais e atores privados interagem no sistema internacional, sendo um grande exemplo nesse sentido no âmbito da regulação do sistema financeiro o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia que, embora desde 2013 conte com uma Carta²⁴ que orienta seu funcionamento, consiste em um fórum de autoridades ligadas a Bancos Centrais e não decorrente de tratado, cujas decisões são tomadas e internalizadas nas ordens jurídicas sem a intermediação de chefias de Estado ou chancelarias. Essa descrição se coloca em linha com aspectos descritos pela abordagem estratégico-relacional e dialoga bastante com as teorias da interdependência complexa. Por fim, a teoria dos espaços de fluxo parece ter influenciado na construção do modelo.

A ideia geral de uma rede regulatória ou mesmo o modelo de uma teia ajuda a refletir sobre a arquitetura do sistema financeiro global. Nele interagem agentes de caráter estatal ou não estatal, que podem ser ou não voltados a fins lucrativos.

2.3.3. *Teoria do Direito da Finança Internacional*

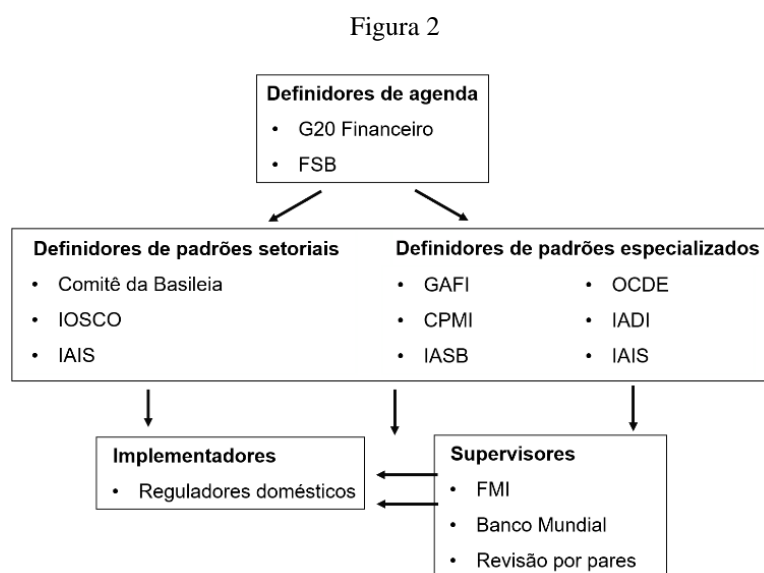
Uma última contribuição que merece ser abordada é a feita por Brummer (2015), no sentido de propor uma teoria para um Direito da Finança Internacional baseada na percepção quanto à observância dos instrumentos que disciplinam o sistema financeiro. O autor considera que as análises sobre os fundamentos jurídicos do sistema financeiro tendem a considerá-lo um subproduto das posições de poder dos Estados, desconsiderando o papel de entes não estatais. Mesmo aqueles que conseguem descrever o sistema o fazem a partir de modelos exportados de outras áreas, como é o caso da teoria das redes (BRUMMER, 2015, p. 4).

O autor concorda que os padrões e regras que orientam o mercado financeiro internacional provêm de arranjos institucionais informais baseados em estatutos, cartas e acordos não vinculantes, diversos dos instrumentos tradicionais de Direito Internacional, mas, ao contrário dos teóricos das redes regulatórias transgovernamentais, ele considera que, entre as instituições internacionais, há um sistema hierárquico de influência e poder, que contraria a

²⁴ Carta do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia. Disponível em: < <https://www.bis.org/bcbs/charter.htm> >. Acesso em 2 de janeiro de 2023.

ideia de certo igualitarismo presente na teoria das redes (BRUMMER, 2015, p. 63). A teoria das redes regulatórias infere haver conexão entre os agentes, mas acaba sendo de pouca serventia para entender-se *como* os atores estão conectados e quais as implicações disso (BRUMMER, 2015, p. 63 e 69).

Diante disso, o autor desenvolve um modelo próprio, por meio do qual procura esquematizar estruturalmente as instituições envolvidas na normatização do sistema financeiro internacional:



Uma visão geral (simplificada) da arquitetura financeira global

Fonte: Adaptado de Brummer (2015, p. 70).

O modelo se destaca por concatenar suas partes. Na cúpula, estão as intuições encarregadas do estabelecimento da agenda regulatória global. Tem-se o G20 Financeiro e o FSB, que conta com representações de autoridades de 25 jurisdições, bem como representantes de organizações internacionais. A essas entidades caberia definir os objetivos principais de política e as áreas sobre as quais a regulação deve incidir para que esses objetivos sejam alcançados (BRUMMER, 2015, p. 70)

Abaixo na cadeia, viriam as entidades responsáveis pelo estabelecimento de padrões. São entidades setoriais, com corpos tecnocráticos que fazem o “trabalho de efetivamente conceber orientações prescritivas para os participantes do mercado” (BRUMMER, 2015, p. 70). No terceiro nível, encontram-se as autoridades nacionais, que implementarão a regulação

exarada pelas entidades responsáveis pelo estabelecimento de padrões, e os mecanismos de supervisão e monitoramento, representados pelos instrumentos de revisão por pares, bem como pelo FMI e o Banco Mundial, organizações intergovernamentais que dispõem de adesão universal pelos Estados sobre os quais produzem relatórios e monitoram.

Brummer sinaliza que os Estados que têm mais potencial para exportar regulação por meio dessa estrutura são aqueles que têm os maiores mercados financeiros, são estratégicos para os atores do mercado em razão de seu crescimento ou em que são ofertados produtos financeiros únicos (BRUMMER, 2015, p. 45). Aqueles que detêm posições de maior privilégio na participação nas instituições que conformam a arquitetura do sistema também estão aptos a fazer valer suas preferências regulatórias.

Alguns Estados detêm posições mais relevantes ainda: sendo estruturalmente importantes para os mercados ou financeiramente importantes para as instituições, eles têm um poder de veto, dado que podem simplesmente ameaçar sair de cena caso as entidades não atendam aos seus interesses (BRUMMER, 2015, p. 111).

O outro ponto alto do modelo de Brummer é a formalização de uma teoria sobre o que leva os Estados e as autoridades estatais a observarem as regras e padrões desenvolvidos pelas organizações que compõem o sistema financeiro internacional, mesmo eles não tendo caráter vinculante. É observado que, embora configure um tipo de *soft law*, a regulação financeira internacional, elaborada na forma de melhores práticas, princípios-chave, relatórios e procedimentos de compartilhamento de informações, vem acompanhada de uma série de mecanismos que garantem sua observância (BRUMMER, 2015, p. 120-123).

O primeiro desses instrumentos é o efeito reputacional. A reiterada inobservância às regras demonstra aos demais Estados com quem a autoridade interage que ela não está comprometida com os objetivos acordados, reduzindo as chances de a autoridade ser vista como formadora de opinião na instituição e fazer avançar sua própria agenda política. Um segundo fator é a disciplina imposta pelo mercado. Nesse caso, os agentes do mercado financeiro demandam certos padrões de observância cujo descumprimento em uma jurisdição resulta na elevação do custo de captação de capital para o Estado e suas firmas, com efeito sobre sua capacidade produtiva. Por fim, há sanções das próprias instituições internacionais, que podem impor condicionalidades para que os países acessem seus recursos, tornar públicos aspectos regulatórios não observados pelos países, restringir o acesso de firmas de determinados Estados

que não estão observando as normas com que se comprometeram a mercados de capitais e reduzir direitos de Estados no âmbito da própria instituição (BRUMMER, 2015, p. 145-161).

Portanto, a inobservância às regras e padrões no sistema financeiro internacional causa reações por parte de outros Estados, atores do mercado e das próprias instituições internacionais. Opera-se um jogo posicional entre as partes relacionadas. Quem tem vantagem é quem tem poder regulatório para influenciar a agenda da regulação ou vetar eventual movimento contrário ao seu interesse.

Os governos se engajam nessa estrutura, em que a produção de regras se dá fora das instituições domésticas tradicionais e as sanções podem partir de outros Estados, dos mercados ou das instituições internacionais, por, ao menos, duas razões. Uma delas é uma justificativa competitiva e a outra tem um caráter mais cooperativo.

O lado competitivo diz respeito ao fato de que os Estados adotaram medidas de abertura e liberalização de seus mercados tentando atrair recursos de diferentes atores da finança global, em uma competição pela riqueza, utilizando-se de instrumentos de persuasão como diferenciais de taxas de juros, facilidade de conversibilidade e taxações específicas para certos investimentos (COHEN, 2014, p. 191). A adoção de regulamentação voltada a garantir baixo risco e maiores retornos e liquidez aos agentes do mercado financeiro tem o propósito de dar mais liquidez ao mercado financeiro local e, conseqüentemente, a possibilidade de financiamento em modalidades menos intermediadas e a taxas de juros mais baixas para firmas sediadas no país. Brummer assim trata o fenômeno:

“Ao longo da década de 1990, a maioria dos países procurou aumentar o investimento estrangeiro interno. Para tanto, muitos países introduziram uma série de medidas que permitiram a investidores ‘sofisticados’, entre eles instituições financeiras estrangeiras, levantar capital ou se envolver em transações financeiras complexas com supervisão governamental leve. Regras institucionais mais permissivas também foram introduzidas, especialmente nos Estados Unidos, que permitiram uma maior afiliação entre bancos comerciais e corretoras de valores e, no processo, geraram maiores incentivos para as instituições depositárias tradicionais buscarem retornos mais lucrativos em empreendimentos no exterior. Enquanto isso, as regras sobre a conversibilidade da moeda foram flexibilizadas, facilitando a capacidade dos investidores estrangeiros de repatriar capital e, assim, reduzir o risco de investimento. E milhares de tratados de investimento foram celebrados entre países nos quais governos, ávidos por capital estrangeiro, prometeram compensar as empresas caso seus investimentos fossem confiscados ou expropriados” (BRUMMER, 2015, p. 10).

Por outro lado, a importância da cooperação, tão enfatizada pelos autores da teoria das redes transgovernamentais não deve ser de todo descartada. A cooperação regulatória, com o

estabelecimento de padrões e regras de conduta, pode ajudar a preservar a estabilidade do mercado financeiro, sujeito a riscos sistêmicos e a proteger a poupança do público em geral. Nesse sentido, os reguladores são tanto competidores quanto parceiros no sistema financeiro internacional (BRUMMER, 2015, p. 16-17).

O engajamento dos Estados no sistema financeiro não significa que eles fiquem esvaziados de poder. Paralelamente às estratégias de persuasão, o Estado segue detendo instrumentos jurídicos de coerção para atrair e preservar recursos financeiros em suas jurisdições, como leis de curso legal e curso forçado, provisões prudenciais e controles de capital e de câmbio (COHEN, 2014, p. 194-195). Cabe aos Estados manejarem esses instrumentos de maneira a, considerando o tamanho e a importância de seus mercados financeiros e seu poder regulatório no sistema financeiro internacional, ampliarem sua incidência sobre os espaços de fluxo da finança global e alcançarem seus objetivos nacionais da maneira mais efetiva o possível. Nesse sentido, mesmo aquilo que se vê como desregulamentação é um instrumento da dinâmica relacional:

“Portanto, não existem mercados financeiros ‘não regulamentados’, e desregulamentação é um equívoco (...). Significa não a ausência de regulamentação, mas a delegação implícita da criação de regras para diferentes atores, tipicamente não estatais, com o entendimento de que em todos os outros aspectos eles gozam da proteção total da lei” (PISTOR, 2013, p. 321).

Dessa forma, a teorização realizada por Brummer consolida aspectos de outras teorias correntes e torna melhor visível o sistema financeiro internacional e seu conjunto de regras como efetivamente são: uma estrutura coerente, que edita instrumentos de *soft law* cuja efetividade é possível por conta da atuação relacional de Estados, agentes de mercado e instituições internacionais. Trata-se de um quadro efetivamente jurídico e com especificidades de um Direito da Finança Internacional.

Outros autores de teoria jurídica têm buscado desenvolver teorias sobre a dinâmica existente no campo da finança global. Pistor (2013) chama atenção para diversos aspectos que caracterizariam as relações jurídicas no mercado financeiro internacional, afirmando que (i) a organização dos mercados de câmbio reflete a hierarquia do mercado financeiro internacional; (ii) não é apenas o tamanho do mercado ou as ações de um Estado que definem seu lugar na hierarquia do mercado; e (iii) os sistemas financeiros não são estatais ou de mercado, privados

ou públicos, mas têm sempre e necessariamente um caráter dual (PISTOR, 2013, 319, 322 e 324).

A visão de Pistor parece em concordância com a de Brummer, bem como reforça a percepção de que a dinâmica do mercado financeiro é hierárquica e relacional. Como traço distintivo, a autora sustenta que o aspecto hierárquico da finança internacional produz um direito “elástico”, cuja aplicabilidade dependeria do interesse de quem detém poder. O direito tenderia a ser mais elástico nas instâncias mais altas da hierarquia, de modo a não colocar em risco o conjunto do sistema (PISTOR, 2013, 320 e 323).

Igualmente, Ferreira Lima (2022, p. 424-425), valendo-se do reconhecimento da relação hierárquica entre as diferentes moedas, desenvolve um argumento segundo o qual a capacidade de um Estado dar conta de suas obrigações em moeda estrangeira dependeria de seu acesso à liquidez. Por sua vez, esse acesso seria condicionado àquilo que a autora chama de *poder monetário*, atributo derivado (i) da localização da moeda daquele Estado na hierarquia de moedas e (ii) da capacidade do Estado emitir dívida em sua própria moeda (FERREIRA LIMA, 2022, p. 431-432).

No entanto, esse poder monetário parece perfazer efetivamente a condição que um Estado tem de se afirmar no espaço de fluxo da finança internacional. Sendo assim, seria até mais adequado que a teoria se fiasse por fatores mais concretos como o tamanho, especificidade ou caráter estratégico de um mercado, como na proposta de Brummer.

Por fim, cabe notar que a efetivação da observância às regras e padrões do sistema por meio da abertura ou fechamento a fluxos financeiros não é a única forma de controle vinculada à dinâmica relacional no sistema internacional. Esse controle é ladeado por outras linhas, como a projeção militar, a influência regulatória em outros fóruns plurilaterais ou multilaterais que tratam de outras matérias de alcance internacional, bem como outras formas mais evidentes de dominação política, manejadas pelos Estados e outros agentes que têm condições de reforçar suas agendas por meio desses mecanismos, mas essas linhas não pertencem especificamente à dinâmica de regulamentação dos fluxos financeiros do espaço de fluxo da finança internacional.

CONCLUSÃO PARCIAL – UMA TEORIA SOBRE PADRÕES NORMATIVOS DO CÂMBIO

A revisão teórica realizada na primeira parte deste trabalho foi feita na intenção de servir de base para a construção de um modelo de análise do quadro normativo da Política Cambial brasileira, englobando, nesse sentido, tanto o arcabouço legal quanto o regulatório ligado à matéria. Quer-se construir um modelo capaz de classificar os momentos do desenvolvimento das normas cambiais no Brasil a partir de considerações de fundo relacional, observando-se a extensão da agência do Estado e de agentes extraestatais na definição da taxa de câmbio da moeda brasileira em relação a outras moedas nos diferentes períodos e qual a estrutura que propiciou essa agência. A taxonomia a ser proposta no modelo tem por base essa análise da agência.

O modelo está estruturado nas premissas resultado do esforço teórico até aqui empreendido. Em primeiro lugar, foi preciso chamar atenção para o papel chave da moeda na viabilização das trocas, ocupando o papel de denominador da produção, da riqueza e dos desejos. Em decorrência disso, a veiculação da moeda no mercado expressa a distribuição do poder de influenciar fluxos financeiros e a produção na jurisdição na qual ela tem curso legal. O Direito Financeiro é a matéria que incide sobre essa distribuição de poder, tendo por objeto a organização do espaço político-econômico da acumulação (MASSONETTO, 2006, p. 6-7).

Com efeito, tem-se que os instrumentos da normatização monetária pertencem ao Estado, que atua no domínio econômico de sua jurisdição, mas não se pode perder de vista que o Estado está em ininterrupto relacionamento com outros Estados e com atores privados no espaço internacional, sobre o qual não tem jurisdição. Trocas comerciais e financeiras, bem como interações de caráter extraeconômico no sistema internacional hierárquico ocorrem nesse ambiente extraestatal, com repercussões na ordem nacional, representando flutuações no poder de compra da moeda nacional em relação às moedas estrangeiras, que são expressas na forma das taxas de câmbio, cujo caráter é sempre relacional na medida em que são definidas a partir da interação de uma jurisdição em relação à outra ou, no agregado, ao resto do mundo.

Por fim, nota-se que, além de Estados e atores privados, há instituições que atuam no espaço da finança internacional, estabelecendo um quadro normativo extraestatal que opera sobre os fluxos financeiros e acaba por influenciar a atuação de Estados, atores do mercado e

das próprias instituições que desenvolvem e monitoram a observância a esse arcabouço normativo.

Tendo isso em mente, a presente conclusão é composta por duas partes além desta breve afirmação de premissas. A primeira, retrospectiva, serve para retomar, reorganizar e detalhar o quadro teórico que fundamenta as premissas mencionadas. A parte final, prospectiva, se dedica a apresentar o modelo de análise que será aplicado no restante deste trabalho, com o fim de classificar os desenvolvimentos do quadro normativo da Política Cambial brasileira na história, a partir da perspectiva relacional.

Fundamentos para uma taxonomia do quadro normativo da Política Cambial

O paradigma usualmente utilizado para o exame de validade de uma norma jurídica se volta à sua dedução a partir de outra norma jurídica mais geral e assim sucessivamente até que se chegue a uma Constituição estatal, que serve de fundamento de validade a todas as normas em determinada jurisdição e tem como seu fundamento de validade uma norma fundamental pressuposta ao conjunto das normas postas, incluindo a Constituição (KELSEN, 2006, p. 223). A formulação que introduz essa regra holística característica do positivismo jurídico foi introduzida por Kelsen, fazendo-se notar que:

“Nas páginas que se seguem começaremos por considerar apenas a ordem jurídica estadual, quer dizer, uma ordem jurídica cuja validade é limitada a um determinado espaço, o chamado território do Estado, e é tida como soberana, quer dizer, como não subordinada a qualquer ordem jurídica superior” (KELSEN, 2006, p. 222).

Dessa forma, Kelsen identificou o Estado com a ordem normativa (PACHUKANIS, 2017, p. 229), avançando em uma corrente que qualifica o poder do Estado como poder jurídico, da qual ele mesmo é o principal expoente (DALLARI, 2011, p. 115). Por sua vez, Jellinek (1954, p. 135) estabelece que, juridicamente, o Estado é “[a] *corporação formada por um povo, dotada de um poder de mando originário e assentada em um determinado território*; ou, para aplicar uma terminologia corrente, *a corporação territorial dotada de um poder de mando originário*”.

A vinculação entre explícita jurisdição e território, que aparece em Kelsen e Jellinek, serviu também, conforme mencionado, para que Schmitt afirmasse que o Direito é fundado pela

conjugação de local e ordem (SCHMITT, 2014, p. 65) e todas essas noções decorrem da ideia de estatalidade construída a partir da paz de Vestfália. Nesses termos, o Estado seria caracterizado por ter um território sobre o qual é soberano e por ser visto como igual entre seus pares, os quais se reconhecem e mantêm relações mútuas. Esses entes são titulares de personalidade jurídica de Direito Público Internacional e celebram entre si tratados, cujos conteúdos incorporam a suas ordens jurídicas internas.

Na forma da Convenção de Montevideu, de 1933, da qual o Brasil é signatário, estão estabelecidos direitos e deveres dos Estados no sistema internacional, estando definidas como condições de estatalidade a existência de população permanente; território determinado; governo; e capacidade de entrar em relações com os demais Estados.

Além de seu domínio jurídico e das características que lhe garantem reconhecimento no campo externo e que conformam os critérios de estatalidade, o Estado dispõe de um certo caráter imaterial, que se expressa em um campo simbólico, na forma, por exemplo, da bandeira, da língua nacional, da religião oficial em alguns casos e também na moeda²⁵. Todos esses símbolos exercem um papel de integração da população e do território ao Estado, fomentando um sentido de comunidade.

O caso da moeda nacional acaba tendo excepcionalidade porque, além do elemento simbólico, ela é imbuída também de características que concedem poder ao Estado. Esse caráter múltiplo da moeda é o que Cohen (2014, p. 49-62) procura reforçar quando destaca os eixos de sustentação do modelo de adoção de uma moeda própria por cada Estado. O simbolismo político de se ter uma moeda associada àquela autoridade, com a criação do sentido de coletividade, viria acompanhado do poder de senhoriagem, capacidade de direcionar a liquidez dos mercados internamente e menor grau de vulnerabilidade externa. Em outras palavras, além do simbólico, dispor de uma moeda própria, sem lastro ou referenciais externos, garantiria maior flexibilidade, ou *policy space*, para que as autoridades atuassem na Política Econômica em todas as suas dimensões, de Política Fiscal, Monetária e Cambial, exercendo certo grau de controle sobre a dinâmica econômica de seus territórios.

Por meio da definição de uma moeda própria, ou seja, de uma unidade de conta com curso legal, e do poder de emitir moeda e fazer pagamentos nela denominados, o Estado amplia sua capacidade de atuação e ordenação da dinâmica de acumulação. Regulamentações

²⁵ Exemplo da força simbólica da moeda em relação à criação de comunidade reside no fato de que uma união econômica e monetária é reconhecida como etapa mais avançada da integração entre Estados.

relacionadas a gastos, investimentos e compras públicas, taxa de juros de títulos públicos e taxas de redesconto, normas de gerenciamento de fluxos de capital e gestão de taxas de câmbio são todos instrumentos de Direito Financeiro que se fazem mais disponíveis ao Estado que procura ter uma moeda própria.

Na essência de todo esse ferramental de Direito Financeiro que o estabelecimento de uma moeda própria concede ao Estado está a sua capacidade de realizar trocas. A moeda é o elemento que efetivamente permite a existência de comércio, inviável se necessária fosse a dupla identidade dos desejos em todas as transações. Nesse sentido, as funções classicamente associadas à moeda, como meio de troca e reserva de valor, que costumam acompanhar a função de unidade de conta que integra a definição aqui adotada de moeda, ganham destaque nos títulos e lançamentos contábeis utilizados para trocas no mercado.

Na função de meio de troca, a posse de moeda é pressuposto do acesso à parte equivalente da produção posta à disposição nos mercados da jurisdição em que a moeda tem curso legal. Sendo a moeda um signo da riqueza, ela pode conferir acesso a qualquer bem desejado por seu portador quando transacionada. Da mesma forma, quem leva uma mercadoria ao mercado, tem interesse em obter o valor em moeda a ela equivalente para poder satisfazer um desejo próprio a partir da mobilização de moeda em momento posterior à comercialização da mercadoria.

Como reserva de valor, a posse de moeda permite a extensão no tempo de sua mobilização para realização de desejos, bem como sua acumulação até que seja possível, dispendo-se de mais títulos ou de registro escritural maior, acessar mercadorias de valor monetário mais alto ou mesmo, a depender o do grau de dominação, influenciar preços no mercado, provocando fluxos financeiros a partir dos efeitos nas escolhas feitas por terceiros.

Em uma perspectiva macroeconômica, esse efeito da mobilização de moeda para realização de trocas no mercado resulta na quantificação da produção de determinada jurisdição em que uma moeda possui curso legal. Na formulação clássica sobre demanda agregada e levando-se em conta uma economia fechada, considera-se haver uma relação entre o produto da economia (Y), de um lado, e o agregado do consumo (C), dado em função da renda (π), dos investimentos (I), em função da taxa de juros do mercado (r), e dos gastos, investimentos e compras governamentais (G), que, em uma jurisdição em que o Estado definiu sua própria moeda, não é função de nenhum outro elemento, de outro: $Y = C(\pi) + I(r) + G$.

Do ponto de vista jurídico, a troca instrumentalizada por moeda representa um tipo próprio de negócio jurídico, referido como compra e venda, justamente por conta dos efeitos que esse tipo de transação produz sobre todas as demais transações dos mercados em que a moeda mobilizada para aquela troca detém curso legal. Considerando-se que, quando ocorrida uma troca instrumentalizada por moeda, uma das partes resulta na posse da mercadoria de seu desejo e a outra parte se investe na posse de moeda, tem-se que a parte investida de moeda deverá ir novamente ao mercado a fim de obter a mercadoria objeto de seus desejos. Assim sendo, uma troca instrumentalizada por moeda acarreta a realização de outra, conferindo à pessoa que fica na posse do instrumento monetário capacidade de influenciar o mercado na medida de seu poder de compra.

Deve-se, de todo modo, considerar que as trocas se dão em uma dimensão não apenas doméstica. Há um fluxo incontornável de trocas de bens e serviços entre territórios nos quais moedas diversas possuem curso legal, envolvendo não apenas mercadorias destinadas a consumidores finais, mas também insumos para a produção de novas mercadorias que podem ter por destino os mercados locais onde se termina de agregá-los e também ainda mercados de outras jurisdições.

O acesso a bens e serviços produzidos em uma jurisdição com moeda diversa daquela em que se encontra seu consumidor final demanda que haja algum tipo de arranjo que expresse a equivalência entre a moeda que possui curso legal em cada uma das jurisdições envolvidas na troca. Essa equivalência é dada na forma da taxa de câmbio, que expressa não a quantidade de bens que uma moeda pode adquirir em relação à outra, mas sim quantas unidades de determinada moeda dada quantidade de outra moeda pode adquirir.

Um dos elementos que essa relação expressa diz respeito à capacidade de produção das diferentes jurisdições nas quais residem ou estão domiciliadas as partes envolvidas na transação. A moeda confere determinado poder de compra a seu portador na jurisdição em que tem curso legal. Apesar da moeda ter curso legal restrito a certa jurisdição, seu poder de compra tende a se afirmar quando da comparação com as moedas instituídas em outras ordens jurídicas.

Outra forma de considerar-se essa relação se dá diretamente em uma correlação com a dinâmica de oferta e demanda por determinada moeda nos mercados onde são transacionadas moedas estrangeiras. Pensando-se nesses termos, a taxa de câmbio expressaria a demanda por portar títulos representativos ou escriturações contábeis de determinada moeda. Não se apresenta aqui uma equivalência entre poderes de compra, contrapondo diretamente

capacidades de produção, como no caso anterior, mas sim uma equivalência seguindo um mecanismo de preço.

O primeiro dos casos de formação de taxa de câmbio, que correlaciona poder de compra, corresponde a uma taxa de câmbio *real*, ao passo que o segundo caso, que apresenta uma relação de moedas marcada por uma definição de preço via o mecanismo de oferta e demanda, expressa uma taxa de câmbio *nominal*. As equivalências resultantes desses dois métodos não são idênticas e cada uma dessas métricas têm usos específicos, que serão mais bem aproveitados a depender do propósito da definição da taxa de câmbio.

As transações relativas a câmbio no sistema financeiro costumam ter por base a taxa de câmbio nominal. A relação de oferta e demanda que ela expressa como preço acaba incorporando fatores decorrentes do relacionamento entre os Estados emissores de moeda na ordem internacional e pode ser modulada, a partir da utilização, por parte dos Estados, de ferramentas de Política Cambial. Essa atuação dos Estados tem o propósito de manter a taxa de câmbio de suas próprias moedas em patamares que sirvam a seus objetivos de desenvolvimento nacional. A Política Cambial é exercida com instrumentos de Direito Financeiro, como leis que reservam transações no mercado doméstico à utilização de moeda nacional e restrições a remessas de capital, bem como medidas regulatórias e prudenciais de gerenciamento de fluxos de capital.

Essa taxa de câmbio definida por meio de instrumentos de preços relacionados à oferta e à demanda não é dada apenas pela dinâmica dos mercados de bens e serviços e pelo relacionamento e atuação dos Estados. A cada três anos, o BIS realiza um levantamento sobre o volume de negócios nos mercados cambiais e a edição mais recente desse estudo, referente a 2022, mostrou que o volume diário de transações no mercado cambial alcançou, em abril de 2022, a marca de 7,5 trilhões de Dólares diários (BIS, 2022, p. 4). Para comparação, o volume global do comércio de mercadorias e serviços apurado pela Organização Mundial do Comércio (OMC) para o mesmo ano de 2022 foi 27,3 trilhões de Dólares no ano (OMC, 2022, p. 11). O BIS (2022, p. 5-6) aponta que 94% do volume das transações no mercado de câmbio se dá em operações entre instituições financeiras²⁶.

²⁶ A definição que o BIS adota para instituições financeiras engloba bancos, bancos de investimento e corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, bem como fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de *hedge*, fundos cambiais, fundos do mercado monetário, sociedades de construção, sociedades de arrendamento mercantil, companhias de seguros, outras subsidiárias financeiras de empresas e bancos centrais (BIS, 2022, p. 18).

As operações de câmbio viabilizam o comércio internacional, mas são também fundamentais para o desempenho da Política Cambial pelos Estados, além de acompanhar operações de crédito e financiamento cursadas no mercado financeiro internacional e serem utilizadas em contratos de derivativos que garantem o *hedge* dessas operações e em operações de arbitragem entre moedas por parte de agentes do mercado financeiro, sem terem necessariamente um negócio jurídico subjacente. Os atores desses mercados desempenham um papel fundamental na mobilização de recursos que se reflete na dinâmica das taxas de câmbio nominais.

Os negócios financeiros que envolvem moedas de mais de uma jurisdição têm nas moedas seu objeto específico, estabelecendo taxas de juros e outras taxas acessórias ao negócio jurídico, além da definição das taxas de câmbio aplicáveis em cada operação. O mercado de câmbio não se caracteriza por ser um mercado centralizado ou por suas transações se darem em mercados organizados, como bolsas. Trata-se de um conjunto de mercados de balcão operacionalizados por instituições financeiras e outras entidades que atuam de forma institucionalmente dispersa.

No âmbito dos mercados financeiros, o mercado de câmbio, particularmente, se caracteriza por seu caráter de vincular múltiplas jurisdições, operacionalizando transações envolvendo suas moedas, levando em consideração taxas de juros de cada jurisdição e definindo as taxas de câmbio de cada negócio jurídico. Esse caráter faz com que, embora as instituições que nele atuem tenham domicílio e residência em uma jurisdição específica, a atuação desses entes tenha efeito sobre os mercados das jurisdições das moedas que esses agentes operam, tornando essa atuação relevante para o Direito Financeiro.

A ação desses atores não se vincula necessariamente ao espaço territorial das normas do Direito Financeiro. Uma instituição financeira sediada nos Estados Unidos pode realizar uma transação de câmbio envolvendo moeda brasileira e argentina sem que o Brasil ou a Argentina regulem essa entidade. A lógica de sua regulação, em muitos sentidos, diz respeito a uma noção de projeção de efeitos sobre um espaço que é diverso do espaço territorial. Isso porque o território é um *espaço de lugar*, marcado pela contiguidade, ao passo que as operações cambiais se dão em um *espaço de fluxo*, caracterizado pela continuidade de práticas em um tempo compartilhado.

Se é na ordenação de um espaço que o Direito se produz, deve haver também um Direito sobre os espaços de fluxo, como o espaço das transações cambiais. A estrutura normativa que

as regula escapa à soberania de um Estado em particular e também não decorre apenas da atuação de instituições de intermediação financeira. Com efeito, a ordem jurídica que se estabelece influencia a atuação tanto de Estados quanto das instituições de intermediação financeira nesse espaço.

O arcabouço normativo do sistema financeiro internacional tem por base instituições internacionais que compreendem organizações intergovernamentais, redes regulatórias informais e entidades privadas que emitem padrões e boas práticas. Não há uma coordenação central dessas instituições, embora seja perceptível que haja entidades com capacidade de direcionar a agenda regulatória, entidades que se ocupam da produção de padrões e ainda outras cujo foco está no monitoramento da observância das normas.

No que diz respeito à sua efetivação, o sistema financeiro internacional não conta com órgãos jurisdicionais capazes de garantir a observância às suas normas por meio de mecanismos de sanção. Efetivamente, não há tratados que obriguem os Estados a incorporar ou respeitar os padrões que são estabelecidos pelas instituições produtoras de normas, sendo esse Direito da finança internacional regido por instrumentos regulatórios de *soft law*.

A observância às regras que conformam o quadro jurídico nesse espaço da finança global é garantida pela atuação das instituições de intermediação financeira que têm atuação transnacional. O que se tem de fato é um interesse dos Estados acessarem o sistema financeiro internacional a fim de obter financiamento em moeda estrangeira para seus próprios projetos e financiamento em condições mais favoráveis para as firmas instaladas em seus territórios.

Para tanto, os Estados internalizam padrões regulatórios e prudenciais produzidos pelas instituições internacionais, bem como fornecem informações a essas instituições e, na medida de seu poder regulatório (dado basicamente pelo tamanho, potencial de crescimento e especificidade de seus mercados), engajam-se na construção de agenda regulatória. Paralelamente, os Estados adotam medidas para incrementar o retorno, a segurança e a liquidez do capital internacional que ingressa em suas jurisdições. Em troca de melhores condições de financiamento, o Estado transige em relação à sua própria agência e à agência de instituições que operam a partir de fora de sua jurisdição, podendo a margem dessa transigência variar em grau a depender das condições estruturais que o Estado encontra no arcabouço normativo que conforma o Direito da Finança Internacional.

Dessa forma, tem-se que o padrão regulatório estrutural se reflete no padrão de agência estatal e dos agentes que operam na intermediação financeira no nível transnacional. Essa

cadeia de transposição regulatória permite que seja feita uma taxonomia de padrões normativos de temas relativos à finança internacional, incluindo as normas cambiais de uma jurisdição.

Método para análise de padrões normativos do câmbio

Nos próximos capítulos, a construção teórica aqui apresentada será objeto de demonstração, tendo por base o caso brasileiro. Entende-se que a observação da estrutura que conforma o Direito da Finança Internacional define o espaço para o grau de agência Estatal e de instituições que operam a partir de fora de sua jurisdição.

O caso da regulação cambial acaba sendo particularmente representativo dessa dinâmica de transmissão que concatena a estrutura internacional e a agência de Estados e de outros entes do sistema internacional. O objeto do mercado de câmbio expressa o direito de acesso a bens e serviços em cada jurisdição e submete um aspecto econômico relevante para a disciplina do Direito Financeiro, que é o poder de compra de uma moeda, de modo que as taxas de câmbio devem ser objeto da atuação de qualquer Estado que se dedique a seus objetivos de desenvolvimento. Com base na teoria apresentada, entende-se que a ação do Estado nessa seara deve ser estratégica em relação a seus pares, às instituições internacionais e às instituições de intermediação financeira com capacidade de atuar de maneira decisiva no mercado de câmbio.

A pergunta a ser feita para o estabelecimento de uma taxonomia dos padrões normativos do câmbio é: quem efetivamente define a taxa de câmbio? A partir disso, é possível perceber que ora ela é definida pelos Estados, ora pelas instituições de intermediação financeira que atuam no mercado cambial, a depender da estrutura dada pelo Direito da Finança Internacional, conformando dois tipos de padrão normativo. A transição entre um e outro padrão é expressa na incorporação da forma estrutural a partir do quadro de agência da regulação local para a definição da taxa de câmbio.

O Brasil já teve os dois tipos de padrão normativo. O momento da transição entre eles é também nítido na regulação. A fim de mostrar como se estruturaram os padrões normativos do câmbio no Brasil e como se deu a transição entre eles, o restante da exposição feita neste trabalho irá dedicar a expor, para cada um dos dois períodos da regulação cambial brasileira quem detinha agência para a definição da taxa de câmbio, qual a base normativa dessa agência e quais eventos levaram à transição entre os padrões normativos, dando conta das questões apresentadas na introdução do presente trabalho.

PARTE II

3. ANTECEDENTES DO PRIMEIRO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO

Antes da apresentação do primeiro padrão normativo do câmbio no Brasil, é preciso fazer-se uma reconstituição do ambiente do qual ele parte. O primeiro padrão não surge de um vácuo normativo ou institucional, mas, pelos motivos que serão apresentados ao longo deste capítulo, não se vê conformado nessa etapa um outro padrão normativo prévio específico para a regulação cambial.

O período que será objeto dessa parte do trabalho é particularmente longo. Ele engloba desde as décadas de formação do Estado brasileiro até o estabelecimento de marcos legislativos dedicados à criação do mercado de câmbio no Brasil, dando conta de eventos ocorridos desde a década de 1840 até o pós-Segunda Guerra Mundial.

Nesse período, o Brasil passou por processos de organização e reorganização social e econômica extensos, com a consolidação de institucionalidade, desenvolvimento de burocracia e obtenção de fundos para o funcionamento da estrutura estatal. Em um aspecto econômico e social, houve um período de particular incremento da acumulação a partir do trabalho de escravizados, especialmente na lavoura cafeeira, bem como uma recomposição da economia e da sociedade por conta da abolição da escravatura, além do início do processo de industrialização no século XX.

Em grande medida, esse foi o período em que o Brasil ficou exposto aos ciclos de liquidez do Padrão Ouro-Libra e buscou adequar-se a essa dinâmica, nem sempre com sucesso. O País conseguiu em alguns momentos efetivar uma conversibilidade entre a moeda nacional e a Libra Esterlina, mas a manutenção das regras associadas a essa conversibilidade ou durou pouco ou não teve aplicabilidade prática na maior parte do tempo.

De todo modo, é difícil notar a existência de um padrão normativo do câmbio no período, porque não se verifica de fato uma Política Cambial sendo autonomamente posta em prática pelo Estado. Do ponto de vista normativo, o manejo da taxa de câmbio era mais uma decorrência da emissão monetária do que uma frente de atuação própria do Estado brasileiro.

O presente capítulo se propõe a cobrir todos esses pontos, estando dividida em três partes além desta breve introdução. A primeira lida com o processo de formação do Estado

brasileiro e com os desenvolvimentos socioeconômicos internos relevantes para a gestão da moeda nacional no período de interesse deste capítulo. Em seguida, serão destacados os momentos nos quais mais se buscou a conversibilidade entre a moeda nacional e algum referencial externo. Por fim, será retomado o argumento sobre a não verificação de um padrão normativo do câmbio nesse período histórico.

3.1. Relacionamento com o resto do mundo na formação do Estado brasileiro

As primeiras décadas do Segundo Reinado, iniciado com o Golpe da Maioridade em 1840, foram de grande importância para a institucionalização do Estado no Brasil, com a modificação de alguns marcos herdados do período colonial e do período da Independência. Houve, nesse sentido, uma estratégia que buscou dar conta de reformar as relações de comércio exterior e antecipar os efeitos do fim da escravidão.

No campo do comércio exterior, o principal movimento foi a edição do Decreto nº 376, de 12 de agosto de 1844, que instituiu um conjunto de alíquotas que majoravam as tarifas de importação, com base no critério da existência de “similar nacional”, criando a chamada Tarifa Alves Branco. A falta de capilaridade da estrutura fiscal brasileira tornava vitais as tarifas alfandegárias, que representavam 80% das receitas do Tesouro (BETHELL, 2018, p. 138). A adoção dessa medida protecionista tinha um caráter de incremento da arrecadação pública, mas não deixava de estar calcada também em um pensamento industrialista (CERVO; BUENO, 2015, p. 80-82). Sua efetivação foi possível na sequência da caducidade do tratado anglo-brasileiro de 1827, que previa privilégios alfandegários para a Inglaterra (GOYENA SOARES, 2016a, p. 65 e 124).

No ano de 1850, concentraram-se um conjunto de reformas importantes levadas a cabo pelo gabinete conservador da Trindade Saquarema. A primeira delas se deu com a efetiva proibição do Tráfico de Escravos, na forma da Lei nº 581, de 4 de setembro de 1850, que levou o nome do à época Ministro da Justiça, Eusébio de Queiróz. A Lei Eusébio de Queiróz foi uma reação ao *Slave Trade Suppression Act*, aprovado no parlamento britânico em 1845, conhecido como *Bill Aberdeen*, que havia concedido à marinha britânica direito de apreender e afundar embarcações negreiras no Atlântico Sul e vinha justificando uma série de violações a

embarcações com bandeira brasileira – mesmo aquelas não envolvidas no trato negreiro – e a portos brasileiros (GOYENA SOARES, 2016a, p. 98)²⁷.

Duas semanas após a edição da Lei Eusébio de Queiróz, foi aprovada a Lei nº 601, de 18 de setembro de 1850, conhecida como Lei de Terras. Esse diploma dispunha sobre as terras devolutas, ou seja, aquelas não destinadas a algum uso público e não contempladas por algum justo título particular²⁸. De forma geral, a Lei de Terras estabeleceu a compra e venda como única forma de alienação das terras no País.

A racionalidade que vincula a Lei de Terras à Lei Eusébio de Queiróz diz respeito ao fato de que o fim do trato negreiro tornou previsível o escasseamento de mão-de-obra escrava no período subsequente. Procurando garantir a disponibilidade desse fator de produção necessário à grande lavoura, a Lei de Terras tornava proibitivo o acesso à terra no Brasil aos imigrantes pobres que viessem a ingressar no país (GOYENA SOARES, 2016a, p. 99).

Um terceiro diploma articulado à consolidação institucional nacional no ano de 1850 foi o Código Comercial, promulgado na forma da Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. Esse Código organizou a legislação de Direito Comercial do Brasil em torno da teoria dos atos de comércio, que, na forma de seu art. 4, associava a mercancia ao profissionalismo e à habitualidade da atuação comercial.

Ao longo do período imperial, o Brasil ocupou uma posição periférica no comércio internacional, tendo sido uma economia de caráter escravista e agrário-exportadora. Essa condição já estava presente, na verdade, desde a inserção do território brasileiro no comércio internacional, quando sujeito ao sistema colonial, e os ciclos da produção agrícola submetiam a liquidez da economia nacional²⁹.

²⁷ Apesar da proximidade das datas, Bethell (2018, p. 138) sustenta que o Bill Aberdeen não teria sido uma reação britânica à não renovação do tratado anglo-brasileiro de 1827, tendo-se em conta que o tratado não seria necessário para que a Inglaterra mantivesse o predomínio no comércio exterior brasileiro.

²⁸ Sobre o conceito de terras devolutas introduzido pela Lei de Terras, Bercovici (2005, p. 130) destaca que “O seu art. 3º, modificou o conceito de ‘terra devoluta’. Durante o período colonial ‘terras devolutas’ eram as terras concedidas de sesmaria que voltavam para a coroa devido ao fato de o concessionário não ter preenchido as condições da concessão. Com a lei, “terra devoluta” passou a ser terra vaga, inculta. A aquisição das terras devolutas foi proibida por outro meio que não a compra’ sesmarias ou concessões que se achassem cultivadas seriam revalidadas, mesmo que outras condições estabelecidas originariamente não tivessem sido cumpridas (art. 4º) as posses mansas e pacíficas – isto é, as não-contestadas ou impugnadas judicialmente – seriam legitimadas desde que tivessem sido cultivadas ou houvesse princípio de cultura e morada do posseiro ou representante (art. 5º)”.

²⁹ É preciso notar, no entanto, que a escravidão no século XIX teve caráter diverso do que havia sido anteriormente. A produção escravista era a base dos setores da economia brasileira mais dinâmicos e mais integrados ao capitalismo global, como era o caso da lavoura cafeeira. No sistema colonial, a produção de *commodities* com uso de mão-de-obra escravizada estava associada à lógica de uma competição mercantilística de Impérios em disputa por espaços exclusivos. No século XIX, a escravidão esteve associada aos processos econômicos mundiais

Em grande medida, o Brasil teve seus primeiros anos de história marcada pelo embate entre a pressão por liquidez e a necessidade de adimplir com o compromisso do Padrão Ouro-Libra, caracterizado pela adoção, pelos diferentes Estados, de um sistema de câmbio fixo com lastro comum, o ouro, em que as unidades monetárias eram denominadas na moeda britânica, a Libra Esterlina, o que vinculava a emissão de moeda com lastro em ouro à disponibilidade de reservas dessa moeda.

A perspectiva de substituição do trabalho de escravizados pelo trabalho assalariado a partir da Lei Eusébio de Queiróz tornou o trabalho, ao lado da própria sazonalidade de uma economia agrária, fonte de pressão por liquidez em um momento em que a emissão monetária estava sujeita à disponibilidade de um ativo em Libras Esterlinas ou à emissão monetária, representando uma redução do valor relativo de cada unidade monetária, no sentido de uma desvalorização cambial em relação à Libra Esterlina.

Abreu e Lago (2014, p. 13) indicam que a própria produção cafeeira gerou outros tipos de pressão por liquidez ao demandar o desenvolvimento de infraestrutura adequada para a exportação da produção, na forma da construção de ferrovias, portos, cabos telegráficos submarinos e empresas de navegação a vapor. Em um período posterior, a modernização dos núcleos urbanos exigiu também investimentos em serviços públicos como água, esgoto, gás e, mais adiante, transporte público, energia elétrica e telefones.

Entre as décadas de 1850 e 1860, no sentido de garantir a liquidez no mercado, casas bancárias ofereciam desconto de títulos de crédito que circulavam no comércio (CORRÊA, 2014, p. 20). No caso da cafeicultura, cadeias de letras de câmbio viabilizavam a liquidez necessária para a atividade e vinculavam fazendeiros, casas comissárias, casas bancárias, bancos de emissão e o Tesouro (CORRÊA, 2014, p. 33).

Nos primeiros anos da década de 1850, presenciou-se ainda eventos que foram fundamentais para o mercado financeiro brasileiro nos anos subsequentes. Em primeiro lugar, está o Decreto nº 801, de 2 de julho de 1851, que autorizou a organização do Banco do Brasil (BB), iniciativa do empresário Irineu Evangelista de Souza, que viria a se tornar o Barão de Mauá e que havia sido membro da comissão organizadora do Código Comercial

e na lógica de desigualdade do desenvolvimento capitalista (TOMICH, 2004, p. 58). Blackburn (2016, p. 13 e 17) aponta que escravidão do século XIX representava um regime escravista mais autônomo, mais duradouro e, em termos de mercado, mais “produtivo”, intensificado e difundido por conta da industrialização dos centros consumidores das mercadorias produzidas com mão-de-obra escravizada, para atender à crescente demanda pelos produtos das *plantations*.

(GUIMARÃES, 1997, p. 67). O primeiro BB, fruto do Alvará de 12 de outubro de 1808, havia sido extinto pela Lei de 23 de setembro de 1829.

Dois anos depois, no contexto de uma crise bancária (GUIMARÃES, 2003, p. 2), o governo operou uma reforma no setor, com a edição da Lei nº 683, de 5 de julho de 1853, autorizando a criação de um banco de depósitos, descontos e emissão, estabelecido na cidade do Rio de Janeiro, ato substanciado por meio do Decreto nº 1.223, de 31 de agosto de 1853, que fundiu o BB e o Banco Comercial do Rio de Janeiro, outra instituição financeira existente à época, mantendo o nome de “Banco do Brasil”, na forma de seu art. 1º. O art. 39 do Decreto previa que o presidente e vice-presidente do Banco seriam nomeados pelo Imperador. Segundo Levy e Andrade (1985, p. 35-36) a criação desse banco decorreu do interesse do Estado brasileiro de atuar de maneira mais pronunciada sobre o volume de crédito em circulação no território.

Abreu e Lago (2014, p. 21) ressaltam a atuação acomodativa do BB em crises ocorridas em 1857 e 1864, destacando que o sistema financeiro existente no Brasil à época ficava vulnerável por conta do descompasso entre os prazos de liquidação das operações ativas e passivas das casas financeiras brasileiras, o que acabava tornando-as vulneráveis aos efeitos dos ciclos de liquidez do centro do sistema financeiro internacional.

De maneira geral, nessas condições de falta de liquidez necessária para o financiamento, o Brasil, como outras economias periféricas, era forçado a tomar empréstimos do Centro, em moeda estrangeira. O pagamento dos juros e rolagem das dívidas que eram fruto dessas obrigações geradas com os países centrais eram fonte de outro fluxo sazonal de capital da Periferia para o Centro. Ou seja, a forma como estava estruturado o processo produtivo no Brasil confluía, de modo geral, à sazonalidade, com o efeito de aumentar a vulnerabilidade aos ciclos de liquidez.

É importante notar também que a dependência de liquidez externa foi reforçada no nível estadual no período da Primeira República. A Constituição Republicana de 1891, ao não vedar, facultava aos Estados a competência para emitir títulos próprios e contrair empréstimos mesmo no exterior, conforme seu art. 65, 2º, aumentando a pressão da demanda por moeda nos momentos em que era necessário realizar-se os pagamentos.

Maia e Sombra Saraiva (2012, p. 115) destacam que no período entre a promulgação da Constituição da República e o início da Primeira Guerra Mundial “sucederam-se pelo menos 31 operações de crédito externo firmadas por estados de todas as regiões do País”, a partir de

bancos europeus. Os recursos contratados tinham diferentes destinações, destacando-se a rolagem de dívidas anteriores, o financiamento de obras públicas de infraestrutura e ações de valorização do café (MAIA; SOMBRA SARAIVA, 2012, p. 119).

Os autores demonstram também que, ainda que tenha havido redução da liquidez disponível para os Estados brasileiros durante a guerra, os fluxos foram retomados a partir de 1919. De 1914 a 1929, as destinações dos recursos obtidos seguiram bastante similares e a grande novidade foi o início do aparecimento de instituições financeiras sediadas nos Estados Unidos e de empréstimos tomado em Dólares (MAIA; SOMBRA SARAIVA, 2012, p. 121-129), mostrando que o espaço norte-americano já se apresentava como centro hegemônico emergente.

Em linhas gerais, até a Primeira Guerra Mundial, a dívida pública, centrada em instituições financeiras europeias, serviu à construção do básico da infraestrutura pública. Também se dependia da disponibilidade de moeda com lastro em ouro para a importação de bens de consumo ainda não produzidos localmente.

Como questão política, a liquidez foi também o fundamento da controvérsia entre metalistas e papelistas no século XIX, sendo que os metalistas, mais ligados aos interesses dos setores exportadores, entendiam que a prioridade da Política Econômica deveria ser a estabilidade e a manutenção da taxa de câmbio, associando-se ao Padrão Ouro-Libra. Por outro lado, vinculados a uma burguesia nascente, “a preocupação maior dos papelistas, dos mais moderados aos mais radicais, era com o nível de atividade econômica” (FONSECA, 2008, p. 7).

Esse embate entre metalistas e papelistas criava uma peculiar situação em que os proprietários do setor exportador acabavam sendo beneficiados quando a posição de seus adversários políticos prevalecia, por conta da dinâmica que Furtado (2000, p. 169-171) apresentou como a “socialização das perdas”. No caso, dadas a abundância de terras e de mão-de-obra, os proprietários de terras retinham para si os lucros nos ciclos de liquidez do centro do sistema, mas não eram prejudicados nos momentos de restrição cíclica, aos quais o país reagia com emissão monetária e consequente redução da taxa de câmbio, preservando os ganhos dos proprietários rurais e difundindo as perdas pela sociedade. Conforme explica o autor, a racionalidade dessa operação dizia respeito à preservação da atividade econômica:

“Se à baixa dos preços de exportação se transformasse, como seria de esperar pela lógica do sistema, em redução dos lucros dos empresários, é evidente que, conforme fosse o grau dessas perdas, muitos deles teriam que interromper a produção de café, ou as compras desse produto aos pequenos produtores locais. Não sendo praticável uma redução do custo a curto prazo através de uma compressão dos salários, cujo nível não se elevava na alta cíclica, a única solução que ficaria ao empresário, ou àqueles financeiramente menos resistentes, seria reduzir a produção. Dessa forma, tenderia a paralisar-se uma grande parte da atividade econômica. Dada a natureza dessa atividade, a paralisação acarretaria a maior de todas as perdas” (FURTADO, 2000, p. 170).

Em quase todo esse período prévio ao primeiro padrão normativo do câmbio, houve ainda um reforço da permeabilidade do sistema financeiro e de toda a cadeia do comércio brasileiro pelas definições políticas estabelecidas a partir do centro do sistema capitalista. Isso porque a Lei nº 401, de 11 de setembro de 1846, que, na forma de seu art. 3º, previa que as condições dos pagamentos deveriam observar o convencionado pelas partes, o que dizia respeito inclusive à moeda a ser utilizada. Essa liberdade foi um pouco relativizada pelo Decreto nº 625, de 28 de julho de 1849, que passou a exigir consentimento para pagamentos em moedas de prata entre particulares a partir de um determinado valor.

O Código Civil, instituído com a Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916, continha também a disposição da chamada cláusula ouro, na forma de seu art. 947, § 1º, permitindo às partes envolvidas em um negócio jurídico em que ao menos uma das obrigações dissesse respeito a pagamento em dinheiro estipularem que esse pagamento seria feito em moeda nacional ou estrangeira. O diploma continha ainda a disposição do art. 1.258, que previa a possibilidade de celebração de mútuo em moedas de ouro e prata, com seu pagamento observando a flutuação de valor desse lastro.

O trabalho de Teixeira de Freitas, contratado em fevereiro de 1855 pelo Império para “coligir e classificar toda a legislação pátria e consolidar a civil” (POUSADA, 2006, p. 6), resultando na Consolidação das Leis Civis (CLC) apresentada em 1858, a qual nunca chegou a ser convertida em Lei, revela que o último diploma que havia limitado a liberdade das convenções quanto à moeda de pagamento havia sido o Título XXI, do Livro 4º das Ordenações Filipinas³⁰ (TEIXEIRA DE FREITAS, 2003, p. 495).

A primeira legislação a efetivamente buscar impor algum controle sobre as operações de câmbio no Brasil veio apenas no século XX, primeiro na forma do Decreto nº 13.110, de 19

³⁰ O texto do Título XXI, do Livro 4º das Ordenações Filipinas “Em que moedas se farão os pagamentos do que se compra, ou deve” encontra-se disponível em: < <http://www1.ci.uc.pt/ihiti/proj/filipinas/l4p802.htm> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

de julho de 1918, que, no contexto da Primeira Guerra Mundial, estabeleceu uma proibição geral às remessas de câmbio que não destinadas a alguns fins específicos que listava. Outro marco com sentido mais duradouro da época foi a edição do Decreto nº 4.182, de 13 de novembro de 1920, cujo art. 5º se dedicava a prever que o governo instituiria um corpo de fiscalização voltado à atividade bancária, com o propósito de prevenir e coibir o “jogo sobre o câmbio”, assegurando a legitimidade das operações realizadas.

No que diz respeito ao conteúdo efetivo do Decreto nº 4.182/1920, o item 2º do art. 5º trazia um exemplo de conduta que poderia ser tratada como jogo sobre câmbio, ao proibir as liquidações por diferença das operações sobre letras de câmbio e moeda metálica, restringindo operações análogas ao *swap* cambial referenciado na flutuação do lastro metálico das moedas. De todo modo, faltou uma tipificação mais precisa da conduta de modo que uma interpretação assentada do dispositivo pudesse existir³¹.

O art. 5º do Decreto nº 4.182/1920 só foi recentemente revogado pela Lei nº 14.286/2021, mas, na prática, a jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)³², desde muito antes, já apontava que o jogo sobre o câmbio não encontrava tipificação adequada³³. Dessa forma, sua revogação apenas sinalizou o reconhecimento da dificuldade de aplicação da disposição.

Tentativas mais substanciais de formação de um arcabouço normativo no sentido de estruturar uma regulação cambial, que permitisse inclusive a atuação do Estado em uma Política Cambial só vieram a ser feitas na década seguinte. A quadra que vai de 1930 até o final da Segunda Guerra representa um primeiro ensaio de institucionalidade que permitiria uma Política Cambial efetiva no Brasil.

Em 24 de outubro de 1930, uma junta militar depôs o Presidente Washington Luís e, em 3 de novembro, Getúlio Vargas assumiu a chefia de governo, encerrando o período da Primeira República no Brasil. Nesse contexto, foi editado o Decreto nº 19.398, de 11 de novembro de 1930, instituindo o Governo Provisório que exerceria discricionariamente as funções e

³¹ Costa (2009, p. 153-154) aponta que o BCB tratou como jogo sobre câmbio a arbitragem entre as taxas de câmbio dos mercados de câmbio de taxas livres e de taxas flutuantes no período em que esses dois segmentos de mercado conviveram, ou seja, entre os anos de 1988 e 2005, conforme encontra-se mais bem desenvolvido nos capítulos 6 e 7 a seguir.

³² O CRSFN foi criado por meio do Decreto nº 91.152, de 15 de março de 1985, com a finalidade de julgar, em segunda e última instância, os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativas por algumas autoridades incluindo o BCB. Atualmente o órgão é regido pelo Decreto nº 9.889, de 27 de junho de 2019.

³³ Vide, por exemplo, Recurso nº 4.298. Relator: Conselheiro Valdecyr Maciel Gomes. Julgado em 14 de dezembro de 2004.

atribuições do Poder Executivo federal e do Poder Legislativo de todos os níveis da federação até a edição de uma nova Constituição, o que veio a ocorrer apenas em 1934. Na forma de seu art. 4º, o Decreto nº 19.398/1930 apontava que a Constituição de 1891 seguiria em vigor, mas sujeita a modificações e restrições por meio de atos normativos do Governo Provisório.

Durante o período do Governo Provisório, foram editados o Decreto nº 20.451, de 28 de setembro de 1931, que conferiu ao BB o monopólio das operações de câmbio, e o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, que classificou as operações de câmbio como legítimas ou ilegítimas, sendo ilegítimas aquelas que não transitassem pelos bancos habilitados a operar câmbio ou realizadas em moeda brasileira por entidades domiciliadas no país, por conta e ordem de entidade brasileiras ou estrangeiras domiciliadas ou residentes no exterior.

A alteração mais significativa se deu em linha com o abandono do Padrão Ouro-Libra que já vinha ocorrendo nas economias centrais desde a década de 1920 no contexto de crises e teve a forma da edição do Decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933, que declarou 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 da moeda nacional sem lastro em ouro³⁴. Por meio desse Decreto, o Governo Provisório revogou a cláusula ouro do Código Civil e dotou a moeda nacional de curso forçado, fazendo prevalecer a expressão nominal do instrumento monetário e impedindo a sua conversão em metal precioso (DE CHIARA, 1986, p. 39)³⁵.

No início da Ditadura do Estado Novo, instaurada a partir da outorga de uma nova Constituição em 10 de novembro de 1937, o governo procurou disciplinar as operações de câmbio com ainda mais rigor. O incremento da industrialização brasileira que vinha ocorrendo desde o Governo Provisório demandava a importação de bens de capital e tendia a gerar algum desequilíbrio no balanço de pagamentos. Logo em seguida à mudança de Constituição, o governo anunciou a suspensão do serviço de todos os empréstimos externos por três anos (ABREU, 2002, p. 531).

Nesse contexto, foi editado o Decreto-Lei nº 97, de 23 de dezembro de 1937, que concentrou no BB as vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro.

³⁴ Cabe mencionar que, antes mesmo do Decreto nº 23.501/1933, o Decreto nº 21.316, de 25 de Abril de 1932, já havia proibido a abertura de contas correntes em moeda estrangeira, em Bancos e Casas Bancárias estabelecidas no país. Verçosa (1981, p. 36) aponta que essa medida também se deu no sentido do resguardo da obrigatoriedade do curso da moeda nacional.

³⁵ Atualmente, disposições no sentido do nominalismo compõem o art. 1º da Lei nº 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, e o art. 315 do Código Civil instituído na forma da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

O Decreto disciplinava a distribuição diária dos títulos pelo BB, que já tinha o monopólio das operações de câmbio, priorizando as necessidades da Administração Pública e estabelecendo uma ordem de preferência para as coberturas restantes.

Em 1939, houve uma guinada no sentido da legislação quando foi editado o Decreto-Lei nº 1.201, de 8 de abril de 1939, que seguiu vigente ao longo de toda a Segunda Guerra Mundial. Essa norma reliberalizou as operações de câmbio, permitindo que as letras de exportação e os valores transferidos do exterior fossem vendidos livremente aos bancos estabelecidos no Brasil, desde que habilitados a operar em câmbio. Impunha-se aos bancos alguns limites prudenciais que não alcançavam o BB e previa-se que eles ficariam obrigados a vender, ao BB, 30% da importância de cada cambial comprada.

3.2. Padrão Ouro e a conversibilidade da moeda brasileira

Uma constante na história brasileira que antecedeu o primeiro padrão normativo do câmbio foi o esforço despendido para estabelecer-se uma conversibilidade entre a moeda nacional e algum referencial externo. Esse objetivo foi de particular relevância no período do Padrão Ouro-Libra, em que foi fundamentada a posição dos metalistas, mas seguiu existente mesmo com o abandono desse modelo de organização do sistema internacional e com a adoção do nominalismo como regra a partir de 1933, fazendo-se notar até mesmo no contexto do pós-Segunda Guerra Mundial.

A relação do Brasil com a conversibilidade da moeda antecedeu inclusive o período que vem sendo tratado aqui como de formação do Estado brasileiro. Com efeito, na década de 1840, já ocorria no país a adoção de um padrão de conversibilidade conhecido como o *terceiro padrão monetário*.

Nesse sentido, o primeiro padrão havia sido adotado seis meses após o estabelecimento da corte de Portugal no Rio de Janeiro. Nesse momento, o valor da moeda em circulação no território brasileiro foi estabelecido em relação a um referencial externo: o ouro no qual essa moeda estava lastreada. O instrumento jurídico que introduziu essa definição foi o Alvará de 1º de setembro de 1808, cujo item VI continha a determinação de que 1.200 Réis equivaleriam a uma oitava de onça de ouro, valor reafirmado no preâmbulo do Alvará de 12 de outubro de 1808. O segundo padrão foi instituído durante o Período Regencial, por meio da Lei nº 59, de 8 de outubro de 1833. Na forma de seu art. 1º, previa-se que, no novo padrão monetário, uma

oitava de onça de ouro equivaleria a 2.500 Réis. Na primeira década do Segundo Império foi instituído enfim o terceiro padrão monetário que perduraria até o final do período imperial. Esse padrão foi adotado a partir da Lei nº 401/1846, que estabeleceu a equivalência de 4.000 Réis por oitava de onça de ouro. Dessa forma, houve um contínuo aviltamento ou redução do lastro de ouro da moeda até o final do Império. Em termos de Libra Esterlina, o conteúdo metálico da moeda nacional no primeiro padrão monetário era de 67,5 pence³⁶/mil-Réis, tendo passado para 43,5 pence/mil-Réis no segundo padrão monetário e restando fixado em 27 pence/mil-Réis no terceiro padrão monetário.

Embora fixado em lei, apenas uma pequena parte dos títulos circulantes eram conversíveis, sendo os demais títulos circulantes compostos por cédulas de emissão bancária. Por conta disso, para o público, a taxa de câmbio flutuou mais ao longo do tempo do que revelam os diplomas normativos, com a desvalorização do mil-Réis perante a Libra até a década de 1840 e em outros períodos de desvalorização marcada, como durante a Guerra do Paraguai e em outros contextos de crise. Nos anos finais do Império houve um momento de revalorização do mil-Réis, mas que veio a ser interrompido com o começo da República (ABREU; LAGO, 2014, p. 19-20). No contexto de liquidez restrita, os títulos inconversíveis foram de fundamental importância e, na emissão desses títulos, teve especial destaque a atuação dos bancos.

A Constituição de 1824, na forma do art. 15, XVI, conferia ao Legislativo a atribuição de legislar sobre a moeda, mas os gabinetes do Império transigiram para contemplar a possibilidade da emissão bancária a fim de dar conta da demanda por liquidez.

Sobre o início dessa atuação do Poder Executivo, Calógeras (1960, p. 94) faz notar que, ao aprovar, em 1842, os estatutos do Banco Comercial do Rio de Janeiro – que viria, em 1853, a ser fundido com o BB de Mauá – o governo reconheceu um poder de emissão à instituição, mas restringiu o prazo dos títulos por ela emitidos e sua circulação também foi restrita ao banco reembolsante e a suas filiais, criando um tipo de circulação regional. Esse foi o expediente que guiou a criação de outros bancos emissores com autorização executiva em diversas praças do Império no período subsequente. Nesse sentido, Levy e Andrade (1985, p. 20) se referem à duplicidade de “moedas” em circulação, chamando atenção para o fato de haver títulos com base em crédito privado circulando em determinadas regiões geoeconômicas ao lado da moeda do Estado.

³⁶ “Uma Libra Esterlina pré-1970 continha 20 xelines (shillings). Um xelim continha 12 pence. Portanto, uma Libra continha 240 pence” (ABREU, 2014, p. 20).

As restrições impostas à circulação dos títulos bancários levaram à formação de uma cadeia de descontos interbancários e ao estabelecimento de deságios para a transação desses títulos entre praças financeiras, por conta do caráter regional da circulação dos títulos bancários. A situação só veio a ser alterada com a criação do BB em 1853, que, seguindo o Decreto nº 1.223/1853, teve seus títulos dotados de “curso legal em tôdas as repartições fiscais da cidade do Rio e da província do mesmo nome, e nas províncias em que fôsse instalada uma de suas sucursais” (CALÓGERAS, 1960, p. 100), tornando-se moeda. Dessa forma, o BB assumiu o centro do sistema de emissão inconvertível e pôde exercer um papel integrativo no sistema financeiro.

Nos anos seguintes, o Estado voltou a atuar nesse tema. Em que pese ter sido voltada a dar liquidez atendendo às necessidades do comércio, a emissão do BB alimentou também especulação (CALÓGERAS, 1960, p. 113). O gabinete adotou uma abordagem mais cuidadosa, que culminou na aprovação da Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860. Esse diploma incorporava modulações à capacidade de emissão do BB, anteriormente testadas pelo Decreto nº 2.411, de 30 de abril de 1859. Além disso, conforme o art. 2º, § 2º, o Legislativo expressamente afirmava sua competência em matéria de autorização para criação e organização ou incorporação de bancos. As emissões foram limitadas ao BB e a outras seis instituições (CALÓGERAS, 1960, p. 126-127).

As pressões orçamentárias causadas pela Guerra contra Aguirre no Uruguai e a Guerra do Paraguai levaram o governo a reverter a capacidade emissão dos bancos com a edição da Lei nº 1.349, de 12 de setembro de 1866, que, na forma de seu art. 1º, § 1º, tornava o BB uma instituição voltada a receber depósitos e realizar descontos de títulos e empréstimos hipotecários (CALÓGERAS, 1960, p. 118, 150 e 154-156). Conforme o art. 1º, § 7º, da Lei, a emissão passou a ser feita exclusivamente por meio da Caixa de Amortização³⁷, situação que seria preservada até o final do Império.

Na medida que seguiam havendo pressões por liquidez, assistiu-se ainda no período imperial a edição da Lei nº 2.565, de 29 de maio 1875, da Lei nº 3.263, de 18 de julho 1885, e do Decreto nº 3.403, de 24 de novembro de 1888, permitindo novas emissões. No caso das leis de 1875 e 1885, era o Tesouro autorizado a emitir moeda com o propósito de “auxiliar os bancos”³⁸, criando um sistema análogo a uma linha de redesconto.

³⁷ Instituição independente do Tesouro, criada pela Lei de 15 de novembro de 1827, para pagar capitais e juros dos títulos da dívida pública

³⁸ Art. 1º, § 1º, da Lei nº 2.565/1875 e art. 1º da Lei nº 3.263/1885.

A década final do Império foi um momento em que o objetivo político de se alcançar a conversibilidade da moeda nacional se fez particularmente notado. É certo que essa meta não decorria apenas de uma vontade em abstrato de se adequar ao Padrão Ouro-Libra. Confluíam para esse interesse também características da fiscalidade do próprio Estado.

Ocorria que, conforme pontuam Abreu e Lago (2014, p. 22), a “participação do imposto de importação na receita ordinária do governo central depois de 1833 foi sempre superior a 50%”, sendo esse número ainda mais expressivo quando combinado às tarifas de exportação, de modo que “a receita ainda dependia essencialmente do comércio exterior” (ABREU; LAGO, 2014, p. 22). Essas tarifas eram cobradas *ad valorem*, tendo-se por base a taxa de câmbio de 27 pence/mil-Réis definida na Lei nº 401/1846, ou seja, qualquer depreciação cambial do mil-Réis representava uma menor arrecadação para o Império em termos de lastro metálico, necessário para fazer pagamentos da dívida pública junto às instituições financeiras europeias. Nesse sentido:

“Sendo o imposto ad valorem pago em moeda nacional a uma taxa de câmbio fixa (27 d. por mil-réis), resultava que, ao depreciar-se a moeda, a parte do imposto permanecia estável enquanto aumentava o valor em moeda nacional da mercadoria importada. Dessa forma, a receita governamental proveniente do imposto de importação permanecia estacionária, enquanto crescia o valor em moeda nacional do que se importava e ainda mais o valor das divisas”³⁹ (FURTADO, 2000, p. 186).

Entre 1888 e 1889, foi alcançado o objetivo de conversibilidade à paridade de 27 pence/mil-Réis (ABREU; LAGO, 2014, p. 20), substanciada na forma do Decreto nº 3.403/1888, que permitia a emissão, pelos bancos, de títulos conversíveis em moeda, com lastro em títulos da dívida pública ou em ouro. Essa “conquista” se deu em troca de um modelo que escasseava os meios de pagamento e dificultava a prestação de serviços públicos (FURTADO, 2000, p. 174-175). De todo modo, essa situação não foi duradoura, tendo se desfeito com a Proclamação da República e com a reforma bancária conduzida na forma do Decreto nº 165, de 17 de janeiro de 1890.

Na Primeira República, houve dois momentos em que a conversibilidade da moeda foi alcançada. A primeira ocasião em que isso ocorreu foi entre os anos de 1906 e 1914, em um período de crescimento econômico e estabilidade que antecedeu a Primeira Guerra Mundial.

³⁹ O autor informa que chegou a haver uma reforma em 1886 para fixar em 24 pence/mil-Réis o câmbio para fins de arrecadação (FURTADO, 2000, p. 186). Essa alteração tarifária foi feita com base no art. 9º da Lei nº 3.313, de 16 de outubro de 1886.

Confluíram para a formação desse ambiente favorável o ciclo da borracha e um fluxo de investimentos europeus na periferia. O ingresso líquido de divisas no Brasil levou a que se pensasse um mecanismo para prover ativos domésticos líquidos suficientes para conter a apreciação cambial, ou seja, para estabilizar o lastro em moeda estrangeira correspondente a cada unidade representativa de moeda. A solução para essa questão veio na forma da Caixa de Conversão, que intermediava o ajustamento tipicamente associado ao Padrão Ouro-Libra (FRITSCH, 2014, p. 50-51).

A Caixa de Conversão foi criada na forma do Decreto nº 1.575, de 6 de dezembro de 1906. Conforme seu art. 1º, o mecanismo se destinava a emitir moeda em troca de ouro e vice-versa a uma taxa fixa de 15 pence/mil-Réis. Seguindo o art. 1º, § 2º, do diploma, o ouro que a Caixa de Conversão recebesse em troca dos bilhetes que emitisse seria mantido em depósito e não poderia ser destinado a outro fim que não sua reconversão. Mais tarde, o Decreto nº 8.512, de 11 de janeiro de 1911, elevaria essa taxa para 16 pence/mil-Réis.

A Caixa da Conversão foi fator preponderante para a estabilidade da taxa de câmbio entre os anos de 1906 e 1914, vendendo notas conversíveis a taxa estável abaixo da taxa nominal que seria dada pelo mercado. Paralelamente, o BB⁴⁰ ajudava nesse controle praticando taxa de câmbio idêntica (COSTA, 2014, p. 47).

A experiência da Caixa de Conversão teve fim com a reversão do fluxo líquido das divisas iniciado em 1913. Um primeiro movimento nesse sentido se deu com a queda dos preços da borracha a partir de 1910, complementado por uma ação antitruste nos Estados Unidos contra políticas de administração dos preços do café que envolviam a formação de estoques em Nova Iorque, postas em prática pelo governo brasileiro anos antes (FRITSCH, 2014, p. 52-53). Com a redução das reservas, a Caixa de Conversão foi inicialmente fechada pelo Decreto nº 11.036, de 3 de agosto de 1914, e foi formalmente encerrada pelo Decreto nº 14.066, de 19 de fevereiro de 1920, que a incorporou à Caixa de Amortização.

No período subsequente ao encerramento da Caixa de Conversão, o BB assumiu um papel de emissor de moeda e reforçou sua posição no sistema financeiro (COSTA, 2014, p. 48). Para tanto, o art. 9º do Decreto nº 4.182/1920 instituiu para ele uma carteira de Carteira de Emissão e Redesconto.

⁴⁰ Desde 1905, o BB havia passado ao controle direto da União e se tornado o único agente do governo em transações com moeda estrangeira (COSTA, 2014, p. 46).

O segundo momento se deu no contexto do governo de Washington Luís, último Presidente da Primeira República. No caso, novamente o país se viu em uma condição de melhora de sua posição externa derivada das condições do mercado de café e da expectativa de um novo ciclo de investimentos a partir dos países centrais. Havia também demanda pela retomada de um mecanismo de ajustamento automatizado de oferta de moeda, à moda do que havia sido a Caixa de Conversão (FRITSCH, 2014, p. 65-66).

Nesse sentido, pouco mais de um mês após a posse do novo Presidente, ocorrida em 15 de novembro de 1926, foi editado o Decreto nº 5.108, de 18 de dezembro de 1926, que, na forma de seu art. 5º, criou a Caixa de Estabilização. Engajou-se no projeto e assinou também o Decreto Getúlio Vargas, então Ministro Fazenda e futura liderança do movimento que viria a depor o próprio Washington Luís.

Nos mesmos moldes de sua predecessora encerrada em 1920, a Caixa de Estabilização converteria ouro em títulos e títulos em ouro a uma taxa fixa, definida em duzentos miligramas por mil Réis, que, segundo Fritsch (2014, p. 65), equivalia a aproximadamente 6 pence/mil-Réis. Tal qual ocorria com a Caixa de Conversão, todo o ouro recebido pela Caixa de Estabilização seria mantido em depósito e somente poderia ser utilizado para fazer frente à conversão de títulos.

A experiência da Caixa de Estabilização foi bastante mais curta que a da Caixa de Conversão. Já a partir de 1928, uma reversão das condições do balanço de pagamentos por conta de importações e da redução do fluxo de crédito externo começou a dificultar sua atuação. A partir de meados de 1929, as condições do mercado de crédito e os preços do café se deterioraram de vez, criando uma crise que comprometeu a Caixa de Estabilização e o sistema político como um todo, encerrando a Primeira República (FRITSCH, 2014, p. 69-71). A Caixa de Estabilização foi extinta logo após a Revolução de 1930, por meio do Decreto nº 19.423, de 22 de novembro de 1930.

A Caixa de Estabilização foi a última tentativa brasileira de adesão ao Padrão Ouro-Libra. Com efeito, a condição para o funcionamento dos mecanismos de ajustamento automático da oferta de moeda com lastro em ouro era a manutenção de um superávit permanente no balanço de pagamentos. O comprometimento das condições de liquidez com a Primeira Guerra Mundial e a Crise de 1929 encerraram qualquer possibilidade de continuidade das experiências brasileiras (COSTA, 2014, p. 49). Nesse sentido, em relação ao final da experiência de conversibilidade após a Crise de 1929, Furtado (1982, p. 716) nota que “[o]

controle de câmbio não surgiu de uma escolha e sim da necessidade de sobreviver face à brutal baixa da entrada de divisas”.

O período anterior ao estabelecimento do primeiro padrão normativo do câmbio seria ainda palco de um momento liberalizante dos fluxos de capital em uma paridade definida e administrada, no caso já em relação ao Dólar. Esse desenvolvimento se deu no contexto de reordenação do sistema financeiro internacional ao final da Segunda Guerra Mundial.

Com a perspectiva do final do Guerra, os Estados se articularam com a pretensão de estabelecer, no vácuo deixado pelo Padrão Ouro-Libra, um novo sistema monetário internacional, capaz de acomodar as transformações pelas quais o mundo tinha passado desde a Primeira Guerra Mundial (EICHENGREEN, 2012, p. 130).

Os termos desse novo sistema foram estabelecidos nas Conferências de Bretton Woods, em 1944. Esse processo será objeto de maior atenção no capítulo 4 a seguir, mas cumpre destacar que a mudança institucional mais notável pela qual passou o Brasil no contexto do início do sistema de Bretton Woods foi a criação, por meio do Decreto-lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, editado ainda no Estado Novo, da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e de um Conselho que orientaria sua atuação. Em grande medida, a SUMOC foi criada para cumprir com a determinação constante do Convênio Constitutivo do FMI, que exigia que o relacionamento entre o Fundo e seus membros fosse mediado por uma autoridade monetária⁴¹.

Durante a Guerra, o Brasil pôde acumular reservas internacionais em volume considerável, fundamentando o movimento de liberalização do Decreto-Lei nº 1.201/1939. Buscando manter um controle dessas disponibilidades, o Governo Dutra editou o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, que instituiu um registro de operações de câmbio não originárias de importações ou exportações e criou limites para remessa de capital ao exterior.

Entretanto, havia no início do governo Dutra uma percepção de que o Brasil estaria em posição de credor dos Estados Unidos por conta da colaboração durante a Segunda Guerra Mundial e que a adoção de uma política liberal, respaldada pelas instituições de Bretton Woods, ajudaria a garantir investimento estrangeiro (VIANNA; VILLELA, 2011, p. 3). Esse período é

⁴¹ Na forma do Convênio Constitutivo do FMI: “Cada membro deverá negociar com o Fundo somente por meio de seu Tesouro, banco central, fundo de estabilização ou outro órgão fiscal similar, e o Fundo somente negociará com ou através das mesmas agências”.

comumente identificado como o de “ilusão de divisas”, dado que o governo se achava em condição mais favorável do que de fato estava em relação às suas disponibilidades de divisas.

Nesse contexto, foi editado o Decreto-Lei nº 9.602, de 16 de agosto de 1946, que conferiu à SUMOC o poder para alterar as alíquotas referentes aos limites para remessa de capital do Decreto-Lei nº 9.025/1946 que de fato permitiriam o controle dos fluxos de capital. Naquele momento, a tendência da SUMOC foi de liberalização, podendo-se mencionar, por exemplo, a Instrução SUMOC nº 20, de 27 de agosto de 1946, que aboliu as restrições de remessa de capitais (MALAN et al., 1977). O que ocorreu no período seguinte foi a rápida erosão das reservas internacionais que levou o Governo a estabelecer um regime de prioridades para a destinação de divisas para cobertura cambial na forma da Instrução SUMOC nº 25, de 3 de junho de 1947, e adotar um sistema de licenças prévias de importação, com a edição da Lei nº 262, de 23 de fevereiro de 1948, baseando-se também em uma ordem de prioridade, conforme o art. 2º da Lei.

Dessa forma, nota-se que o Brasil teve uma longa história de tentativas de atribuição de conversibilidade da moeda nacional com base em um referencial externo que lhe servisse de lastro. A motivação dessas tentativas variou no tempo, sendo ligadas a necessidades de arrecadação no Império, contenção de valorizações cambiais indesejadas na Primeira República ou como primeiro exercício de estratégia de desenvolvimento em um teste das possibilidades abertas pela criação das instituições de Bretton Woods. Todas acabaram sendo interrompidas por reversões no saldo líquido do balanço de pagamentos, atestando o caráter cíclico do arranjo que sustentava o Padrão Ouro-Libra e a vulnerabilidade que por longo tempo caracterizou a economia brasileira.

3.3. A ausência de um padrão normativo do câmbio

Entre os anos de formação do Estado brasileiro em meados do século XIX e o final da Segunda Guerra Mundial, a taxa de câmbio certamente foi tema presente no debate político. Ela influenciava a capacidade de arrecadação de um Estado que tomava dívida em moeda estrangeira com lastro em ouro e que emitia moeda com base nesse mesmo lastro. Igualmente, era variável relevante para uma economia voltada à exportação e que precisava que seu nível de atividade interna fosse sustentado.

Em que pese essas considerações, o conjunto de normas e institutos apresentados nesta seção não deve ser considerado parte de um padrão normativo específico para o câmbio. A experiência de regulação cambial desse período histórico teve por base elementos normativos demasiadamente precários, limitados e associados à Política Fiscal e monetária para que possa colocá-los no mesmo patamar do que viria a ocorrer no momento posterior. Além disso, essa experiência se deu sob uma estrutura global marcada pelo arranjo informal do Padrão Ouro-Libra.

Esses elementos servem para descaracterizar a experiência tida até a década de 1940 no Brasil como um padrão normativo do câmbio próprio. É certo que a partir de Bretton Woods houve um avanço na capacidade de regulação, mas o refinamento dos instrumentos de Política Cambial só veio a partir da década de 1950.

O referencial do câmbio ao longo da maior parte do tempo nesse período prévio ao primeiro padrão normativo do câmbio tinha por base o ouro e o conteúdo metálico da Libra Esterlina por conta da proeminência política e econômica da Inglaterra. Essa hegemonia fora construída no século XVIII, com a emergência da indústria britânica e com sua afirmação em disputas travadas com a França no campo político e com os Países Baixos no campo econômico, superando esse que havia sido um centro econômico dominante da Europa Ocidental no período anterior (ARRIGHI, 2016, p. 163-164).

Essa hegemonia estabeleceu a Inglaterra como esteio do sistema internacional, sendo a Libra Esterlina um dos instrumentos da integração a esse sistema. Os demais países queriam acessar a produção inglesa e, para permitir trocas diretas, alinharam o lastro de suas moedas ao lastro da moeda britânica, inclusive tratando-a como coincidente com seu lastro em ouro declarado. Os ingleses ganharam acesso aos mercados do mundo todo com sua moeda, na medida que os países buscavam também adquirir Libra Esterlina para poderem acessar a produção britânica. Nesse sentido, a expansão do capitalismo se deu juntamente com a expansão do Padrão Ouro-Libra e com base no endividamento da Inglaterra com a emissão de sua moeda para o mundo todo (ARRIGHI, 2016, p. 165-166).

De todo modo, em que pese a atratividade da conversibilidade das moedas em um lastro e a formulação dos modelos teóricos relacionados aos padrões metálicos⁴², fato é que o Padrão

⁴² O trabalho de Hume (1752) se apresenta como a mais influente exposição teórica do mecanismo do padrão ouro (EICHENGREEN, 2012, p. 51). A questão era apresentada a partir de duas suposições. A primeira era de um cenário em que a quantidade de meios de troca no Reino Unido fosse reduzida substancialmente em uma noite, em consequência do que os preços do trabalho e das mercadorias se reduziriam internamente em igual proporção, colocando a nação em vantagem no comércio internacional até que a quantidade de meios de troca voltaria a ser a

Ouro-Libra institucionalizado no sistema monetário internacional a partir do século XVIII tinha problemas estruturais. O arranjo que possibilitava sua operacionalização era distante da tendência de equilíbrio dos fluxos de entrada e saída de ouro em um movimento *natural* de ajuste preconizado na teoria.

Eichengreen (2012, p. 52) explica que o funcionamento do sistema do Padrão Ouro-Libra na prática só chegou a ser formulado ao final da Primeira Guerra Mundial, no relatório da Comissão Cunliffe, formada com fins de analisar os problemas monetários do pós-guerra. A Comissão apresentou uma descrição dos fluxos muito próxima da proposta teórica, mas que ilustrava um movimento de notas representativas do lastro metálico no comércio e um intercâmbio de ouro feito apenas pelos Banco Centrais.

No entanto, o modelo descrito pela Comissão não retratava bem a prática. Com efeito, os Bancos Centrais atuavam nos fluxos monetários por meio de operações de redesconto buscadas pelas instituições do sistema bancário. Ocorre que os bancos comerciais realizavam ou descontavam operações de crédito para o público e ficavam sujeitos aos prazos dados para pagamento desses créditos. Eles tinham à disposição a possibilidade de descontar essas operações junto ao Banco Central, cedendo seu direito de crédito. O Banco Central impunha uma taxa sobre essa antecipação, chamada de taxa de redesconto. Controlando a taxa de redesconto, o Banco Central tinha o condão de incentivar ou desincentivar essas operações, regulando a liquidez disponível nas praças financeiras, sem que ocorresse entrada ou saída de ouro (EICHENGREEN, 2012, p. 53-54).

A posição econômica privilegiada da Inglaterra lhe conferia também a capacidade de influenciar o sistema econômico global segundo seus próprios interesses de expansão de mercado ou de fomento à atividade interna. Essa influência sobre o sistema financeiro em âmbito internacional não demandava a edição de tratados que definiam tarifas diferenciadas para os produtos ingleses, como foi o caso do tratado anglo-brasileiro de 1827, mas sim com a definição de fluxos de liquidez com o controle das taxas de redesconto no centro (EICHENGREEN, 2012, p. 53-54; BELLUZZO, 2012, p. 93).

mesma de antes. Caso se verificasse, por outro lado, aumento repentino da quantidade de meios de troca, o efeito seria a exorbitância dos preços do trabalho e das mercadorias em comparação com aquilo que é produzido em outros países e um consequente fluxo de meios de troca para as outras nações até que a situação se normalizasse (HUME, 1752, p. 82-83). O autor afirma que tais cenários de desequilíbrio da balança comercial não se dariam no curso comum do comércio, sendo que as nações manteriam quantidades de meios de troca alinhadas a sua capacidade produtiva (HUME, 1752, p. 83).

Não havia igualmente nenhuma organização intergovernamental, organização internacional ou entidade produtora de padrões regulatórios que efetivamente conferisse uma forma jurídica formal à dinâmica do sistema financeiro nessa escala. Faltava ao sistema como um todo um nível de institucionalidade ou organização que lhe conferisse um caráter formal e permitisse enxergar sua dinâmica de maneira mais direta.

A cadeia de descontos de títulos certamente foi um elemento importante nesse ciclo da finança internacional, secundado pela emissão e negociação de títulos de dívida e operações de garantia fidejussória (BELLUZZO, 2012, p. 93), mas a dinâmica financeira apenas não teria sido capaz de preservar o Padrão Ouro-Libra. O que sustentava de fato o sistema era a crença que as autoridades dos países centrais manteriam um compromisso com a conversibilidade da moeda (EICHENGREEN, 2012, p. 57; BELLUZZO, 2012, p. 95).

Esse compromisso era traduzido em coordenação informal das taxas de redesconto, que deveriam seguir movimentos comuns. Nos casos em que houvesse maior atividade econômica e uma tendência de déficit na balança comercial, as taxas de redesconto deveriam ser elevadas, restringindo a liquidez e atraindo capital estrangeiro. Quando se anunciava um ciclo recessivo, uma redução da taxa teria efeito de ajuste. O Banco da Inglaterra liderou esses movimentos, sinalizando o sentido da harmonização até a Primeira Guerra Mundial (EICHENGREEN, 2012, p. 60-61; BELLUZZO, 2012, p. 95).

Esses ajustes coordenados das taxas de redesconto nem sempre eram adequados às situações dos países em particular, mas garantiam a preservação do sistema e da conversibilidade. Eichengreen (2012, p. 58-59) argumenta que os Bancos Centrais tinham liberdade para agir dessa forma, porque o compromisso com a conversibilidade lhes conferia credibilidade e os trabalhadores, que mais sofriam as consequências dos ciclos econômicos não tinham como vocalizar institucionalmente eventual descontentamento. Belluzzo (2012, p. 92 e 98) afirma que o arranjo do Padrão Ouro supunha a exclusão das massas trabalhadoras do processo político, a partir da inexistência de sufrágio universal, mas destaca também que mesmo entre trabalhadores havia convicção que os ajustamentos eram naturais, incontornáveis e mesmo benéficos.

No começo do século XX, as rivalidades nacionais que vinham se manifestando desde meados do século XIX afloraram e a Inglaterra deixou de ser um núcleo hegemônico capaz de garantir a cooperação necessária ao Padrão Ouro-Libra. A crise de 1929 inaugurou um período de ainda maior descoordenação, com desvalorizações, abandono do Padrão Ouro-Libra e

adoção de alternativas políticas extremistas, como o nazifascismo, pelas elites do centro do capitalismo (BELLUZZO, 2012, p. 97-98).

Novamente, ainda que houvesse uma coordenação e um compromisso com a manutenção da conversibilidade, que produzia certas expectativas nos atores que operavam nos mercados financeiros, isso não estava positivado na forma de um tratado ou mesmo de um documento informal de boas práticas. Não poderia haver um modelo de observância ou sanção, porque a existência do próprio Padrão Ouro-Libra dependia da boa vontade das autoridades e do grau de domínio político delas sobre as próprias populações que efetivamente sofriam com os efeitos dos ciclos econômicos, mas que ainda não tinham como se manifestar dada a ausência da conquista do sufrágio universal.

Se as próprias populações dos países centrais do capitalismo, como Inglaterra, França e Alemanha, tinham pouca capacidade de se oporem à dinâmica cíclica do Padrão Ouro-Libra, menos ainda podia ser feito a partir da periferia. Nessas localidades, sequer havia instituições com a forma de um Banco Central como os que já existiam nas principais praças financeiras. No Brasil, por exemplo, apenas na década de 1920 o BB ganhou uma carteira de redesconto e, mesmo assim, não deixou de atuar como banco comercial e de varejo. Além disso, simplesmente coordenar-se à atuação dos Bancos Centrais dos países do centro não surgia como uma opção. Os ajustamentos “eram muito mais dramáticos na periferia, onde as reversões cíclicas vinham acompanhadas de quedas de preços dos produtos primários, crise aguda do balanço de pagamentos e, muito frequentemente, do abandono do padrão-ouro” (BELLUZZO, 2012, p. 95).

Os ciclos de ajustamento coordenavam basicamente as autoridades de Londres, Paris e Berlim (BELLUZZO, 2012, p. 96) e raramente a cooperação incluía regiões mais distantes como a América Latina, onde sequer havia Bancos Centrais ou mercados de títulos com liquidez suficiente para modular os fluxos de ouro, ficando essas regiões dependentes de endividamento junto às praças financeiras do centro apenas para tentar manter a conversibilidade da moeda (EICHENGREEN, 2012, p. 67-68; BELLUZZO, 2012, p. 93). Com efeito:

“As economias periféricas funcionavam, na verdade, como áreas de expansão comercial e financeira dos países centrais nas etapas expansivas do ciclo e como uma ‘válvula de segurança’ para o ajustamento das economias desenvolvidas nas fases de contração” (BELLUZZO, 2012, p. 93).

Cabe voltar a Furtado (2000) para se ter uma melhor dimensão da situação negativa enfrentada pela gestão brasileira no Padrão Ouro-Libra:

“Ao depreciar-se o câmbio, o governo era obrigado a dedicar uma parte muito maior de sua receita em moeda nacional ao serviço da dívida externa. E, em consequência, para manter os serviços públicos mais indispensáveis, via-se obrigado a emitir moeda-papel. (...) Por outro lado, para “defender o câmbio” o governo contraía sucessivos e onerosos empréstimos externos, cujo serviço acarretava uma sobrecarga fiscal incompressível. O aumento da importância relativa do serviço da dívida na despesa pública tornou mais e mais difícil ao governo financiar seus gastos com receitas correntes nas etapas de depressão. Dessa forma, estabelecia-se uma íntima conexão entre os empréstimos externos, os déficits orçamentários, as emissões de papel-moeda - em boa parte efetuadas para financiar os déficits - e os desequilíbrios da conta corrente da balança de pagamentos, através das flutuações da taxa de câmbio” (FURTADO, 2000, p. 174).

Mesmo sob essa condição que comprometia a atuação estatal fosse na depreciação cambial, fosse no esforço de preservação da taxa de câmbio, o Brasil não abria mão oficialmente da paridade. Chama atenção como em nenhum momento de 1808 a 1933 deixou de estar positivada a taxa de conversão entre a moeda nacional e o ouro ou a Libra Esterlina. Esse expediente de vinculação era necessário para que o país, que não tinha capacidade de produção interna, pudesse acessar a produção dos outros países integrados ao sistema com centro na Inglaterra.

A conversibilidade ou a busca pela conversibilidade não contavam com normas ou instituições, mas acabavam sendo um pressuposto do acesso à produção global. Países da periferia, como o Brasil, não tinham como participar de um sistema tão informal, e acabavam nem mesmo conseguindo criar uma institucionalidade nessa frente. Essa é a razão estrutural para a ausência de um padrão normativo do câmbio até a década de 1950.

Do ponto de vista interno, o período foi marcado pela busca da adequação ao Padrão Ouro-Libra a partir de um desenho institucional que era variável, mas que nunca chegou a ter no centro um corpo dedicado à realização da Política Cambial. Mais do que isso, é bastante difícil abordar a Política Cambial como uma frente própria de atuação do Estado na época.

É certo que se tinha preocupações com a taxa de câmbio, mas elas não deixavam de estar fortemente atreladas a aspectos da fiscalidade do Estado e, principalmente, a discussões sobre a disponibilidade de moeda. O que a história normativa do país mostra no período é um movimento contínuo de redução do conteúdo metálico da moeda no sentido de acompanhar as necessidades de provisionamento monetário de suas atividades comerciais e econômicas.

Muitas vezes, esse movimento era represado, com uma definição legislativa do conteúdo metálico da moeda descasado da taxa de câmbio efetivamente praticada, levando que essa definição oficial convivesse com uma cadeia de deságios envolvendo a moeda emitida pelo Tesouro por meio da Caixa de Amortização e os títulos denominados em moeda emitidos pelas instituições bancárias, que circulavam suprindo a demanda por liquidez.

Não é que esse sistema de emissão bancária fosse contrário a uma vontade estatal de fazer valer o lastro fixado em moeda metálica. O sistema de bancos emissores foi criado e, depois, concentrado ou expandido por força da atuação estatal, levando em conta a necessidade de liquidez para preservação do nível de atividade econômica.

De todo modo, ainda que já estivessem presentes e interagindo uma estrutura internacional, autoridades nacionais e atores financeiros locais e estrangeiros, a taxa de câmbio, fosse a taxa normativamente definida ou a praticada no comércio, acabava consistindo muito mais em um reflexo da marcada vulnerabilidade externa que caracterizava o Brasil como economia periférica e do convívio com as necessidades de liquidez da economia do que produto de um arranjo político decidido. Nesse sentido, não cabe considerar que houve no período um efetivo padrão normativo do câmbio.

Entende-se, assim, que um padrão normativo demanda mais que a existência de alguma norma disciplinando fluxos e estoque de capital em dada jurisdição. Um padrão normativo do câmbio se conforma quando efetivamente o Estado congrega condições para incidir sobre o espaço de fluxo do Direito da Finança Internacional de maneira estratégica, por meio de representação nesses espaços, refletindo na legislação e regulamentação doméstica a dinâmica estrutural. Não se trata como padrão normativo o estado de inércia em relação a determinações externas em que a normatização elaborada no Brasil em relação ao câmbio se encontrava até meados do século XX.

Conforme mencionado, o primeiro ensaio de uma formalização da atuação do Estado brasileiro sobre a taxa de câmbio veio a partir do final da Segunda Guerra Mundial, com a criação da SUMOC e a edição do Decreto-Lei nº 9.025/1946, que conferiram condições para que o Estado atuasse nas definições cambiais, mas o sistema só se aperfeiçoaria na década seguinte, momento em que passa a ser possível falar da instituição de um primeiro padrão normativo do câmbio no Brasil.

4. O PRIMEIRO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO

Ao final da Segunda Guerra Mundial, foram criadas condições estruturais para o estabelecimento de um padrão normativo para o câmbio no Brasil. O rearranjo negociado para a reestruturação do sistema financeiro internacional retirou o caráter de informalidade que marcou o Padrão Ouro-Libra e permitiu o ingresso de países da periferia, incluindo o Brasil, na institucionalidade do novo sistema, dotando-lhes de direito de participação e voto, ainda que ponderado.

O modelo adotado teve um foco alinhado ao papel que se dava aos Estados como atores habilitados à efetiva participação em organizações internacionais e, por isso, foi constituído a partir de organizações intergovernamentais, com a particularidade de não estarem necessariamente vinculadas à participação de chefias de Estado ou chancelarias. Foi criado um modelo que conversava com o paradigma realista das relações internacionais, acordado em nível supranacional, mas mediado pelos quadros normativos de cada país, sem maior ingerência ou interferência extraestatal.

Esse arcabouço estrutural permitiu que as autoridades brasileiras fossem adotando e aprimorando procedimentos de controle e direcionamento de divisas alinhados a objetivos de desenvolvimento nacional. Conforme tratado no capítulo 3 acima, a primeira dessas experiências se deu a partir da edição do Decreto-Lei nº 9.025/1946, mas esse primeiro esforço normativo foi efetuado em um cenário de ilusão de divisas e ainda não foi apto a impedir a deterioração do balanço de pagamentos no período subsequente.

A partir da década de 1950, o Estado brasileiro estruturou um quadro jurídico que lhe garantiu uma condição de controle considerável sobre sua posição externa que perdurou até a década de 1980. Mesmo que não tenha sido eliminada toda a restrição externa percebida na necessidade de divisas para importação de produtos como petróleo, trigo e bens de capital, é notável a baixa necessidade de acesso, por parte do Estado, a linhas de financiamento externo junto ao FMI ao longo desse período.

O presente capítulo se dedica a estudar a estruturação do primeiro padrão normativo do câmbio no Brasil. Para tanto, ele está dividido em três seções além dessas considerações introdutórias. Primeiramente, será relevante situar como estava disposta a estrutura internacional que deu guarida ao quadro normativo do primeiro padrão normativo do câmbio. Em seguida, na seção mais comprida deste capítulo, o próprio quadro normativo que

caracterizou esse padrão será apresentado. Por fim, será discutido de maneira geral o modo de funcionamento do primeiro padrão normativo do câmbio.

4.1. Aspectos estruturais do primeiro padrão normativo do câmbio

No período entreguerras, todo o sistema internacional de comércio e finanças centrado na Europa enfrentou uma turbulência devastadora, sendo que, ao final da Primeira Guerra Mundial, apenas os Estados Unidos mantiveram a conversibilidade de sua moeda. Houve uma tentativa de reabilitação do sistema em 1925, quando a Inglaterra conseguiu que o valor da Libra Esterlina retornasse ao patamar anterior à Primeira Guerra Mundial, mas, com a ocorrência da Crise de 1929 e a propagação de seus efeitos pelos sistemas bancários europeus, o Padrão Ouro-Libra entrou definitivamente em colapso, com a suspensão da conversibilidade da própria Libra em ouro em 1931, evento que marca a saída da Inglaterra do sistema, seguida pelo conjunto de países remanescentes (EICHENGREEN, 2012, p. 90 e 122-123).

O Brasil e muitos outros países adaptaram sua estrutura normativa e institucional às condições abertas pelo colapso do Padrão Ouro-Libra durante a década de 1920. Foi nesse contexto que se deu o estabelecimento do curso forçado da moeda nacional, por meio do Decreto nº 23.501/1933.

Uma recomposição de um sistema monetário internacional só veio a partir de 1944. Com a aproximação do final da Segunda Guerra Mundial, os Acordos de Bretton Woods serviram para organizar uma nova ordem monetária, que novamente esteve calcada na habilitação de um padrão que tinha o ouro como lastro.

Tal reconstrução de um sistema monetário abrangente foi negociada na Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, realizada no Hotel Mount Washington, em Bretton Woods, New Hampshire, em julho de 1944. Ao contrário do arranjo informal do Padrão Ouro-Libra, com sua coordenação a partir dos principais Bancos Centrais, que fazia com que ele escapasse dos mecanismos de ajuste previstos nos modelos, o novo sistema teve base no estabelecimento de tratados construídos por especialistas e negociados em conferências de cúpula (EICHENGREEN, 2012, p. 29).

Seus principais pontos foram a criação do FMI e do Banco Mundial, Instituições Financeiras Internacionais (IFIs). O Banco Mundial foi criado para fornecer recursos

financeiros para a reconstrução de países após a Segunda Guerra Mundial e, mais tarde, tornou-se uma fonte de financiamento de projetos para seus países membros. O FMI, por sua vez, foi organizado para fornecer liquidez a seus membros sempre que enfrentassem desequilíbrios em seu balanço de pagamentos e para criar mecanismos de cooperação internacional na administração do sistema financeiro global (SAYAD, 2015, p. 266). A partir daí, o Brasil passaria a gozar de um respaldo institucional bem maior para desenvolver um padrão normativo para o câmbio.

A fim de preservar os compromissos assumidos durante a conferência, um Acordo foi assinado, dotando o FMI e o Banco Mundial de personalidade jurídica de Direito Internacional Público. Além da criação das duas IFIs, procurou-se estabelecer um sistema monetário baseado em um novo padrão de taxas cambiais estáveis, tendo início um Regime Cambial de paridades fixas, ainda que ajustáveis, não mais atrelado ao ouro ou à Libra Esterlina, mas sim ao Dólar americano (SODRÉ DE OLIVEIRA, 2009, p. 97-98), sendo o Dólar a única moeda cuja emissão estava atrelada à disponibilidade de ouro. Formou-se a partir de então um Padrão Ouro indireto, com o conjunto de moedas nacionais referenciadas em Dólar e o Dólar referenciado em ouro. Tratava-se do Padrão Ouro-Dólar.

Na forma do Art. IV, Seção 1, do Convênio Constitutivo do FMI, o sistema monetário a ser conservado por sua estrutura teria por base paridades entre as moedas de seus membros em termos de peso e quilate em Dólares dos Estados Unidos, no padrão corrente em 1º de julho de 1944, equivalente a 1/35 de onça troy por Dólar⁴³. O Art. IV, Seção 3, previa que as operações de câmbio não deveriam diferir da paridade fixada (admitindo-se variações de até 1% para operações à vista e uma margem que o FMI considerasse razoável para outras operações) e o Art. IV, Seção 5, do documento submetia qualquer mudança de paridade à necessidade de corrigir-se um desequilíbrio fundamental, devendo ser apresentada proposta por parte do membro, sujeita a consulta com o FMI.

A criação desse Padrão Ouro-Dólar expressava o peso geopolítico dos Estados Unidos, que, ao final da Segunda Guerra Mundial detinham 70% das reservas globais de ouro (SODRÉ DE OLIVEIRA, 2009, p. 99). Esse novo equilíbrio monetário internacional já vinha se

⁴³ Essa referência de valor já estava vigente nos Estados Unidos desde o Gold Reserve Act, de 1934, voltado ainda ao enfrentamento dos efeitos da Crise de 1929. O valor do Dólar por onça troy de ouro encontrava-se declarado no *Statement for the press relative to President's proclamation fixing the weight of the gold dollar under the Gold Reserve Act of 1934*, de 31 de janeiro de 1934. Disponível em: < <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/white-house-statement-proclamation-2072> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

produzindo desde a Primeira Guerra Mundial, ao longo da qual os Estados Unidos abasteceram as economias europeias voltadas ao esforço de guerra (EICHENGREEN, 1992, p. 68).

O novo padrão seria coordenado pelo FMI. O fornecimento de liquidez para apoiar seus países membros que estivessem sujeitos a pressões nos balanços de pagamentos compunha um dos propósitos da instituição, disposto no Art. I de seu Convênio Constitutivo, acompanhado de: promover cooperação monetária internacional; facilitar a expansão do comércio internacional; promover a estabilidade cambial contra depreciações a custas de concorrentes; apoiar o estabelecimento de um sistema de pagamentos multilateral; e encurtar desajustes no balanço de pagamentos de seus membros.

O Brasil participou da Conferência de Bretton Woods e figura como um dos membros originais do FMI e do Banco Mundial. A adesão formal do Brasil às IFIs se deu por meio da aprovação de seus atos constitutivos pelo Governo brasileiro conforme o Decreto-Lei nº 8.479, de 27 de dezembro de 1945. Na forma do Art. II, Seção 1, do Convênio Constitutivo do FMI, seria considerado membro original da instituição os países representados em Bretton Woods cujos governos aceitassem a adesão à IFI antes de 31 de dezembro de 1945.

A promulgação desses atos constitutivos se deu seis meses mais tarde, por meio do Decreto nº 21.177, de 27 de maio de 1946. O preâmbulo desse diploma aponta que o dia da edição do Decreto-Lei nº 8.479/1945 foi o mesmo em que a embaixada brasileira em Washington comunicou ao governo dos Estados Unidos a aceitação dos termos dos atos constitutivos das IFIs.

Quando de sua efetiva criação, o Fundo contava com a adesão de 29 países a seu Convênio Constitutivo, incluindo o Brasil (ERLING, 2015, p. 235). Hoje, ele constitui uma organização intergovernamental quase universal, sendo composta por 190 membros, conforme declarado pela própria IFI⁴⁴. Para efeitos de comparação, a ONU conta com 193 Estados-Membros⁴⁵.

Batista Jr. (2019, p. 89-91) explica que o FMI consiste em um *actual reserve pooling arrangement* (arranjo de compartilhamento de reservas efetivo), que nada mais é que um acordo

⁴⁴ Lista de membros. FMI. Disponível em: < <https://www.imf.org/external/np/sec/memdir/memdate.htm> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

⁴⁵ Disponível em: < <https://www.un.org/en/about-us/member-states> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023. Cuba, Coreia do Norte, Liechtenstein e Mônaco são Estados-membros da ONU que não fazem parte do FMI. Por sua vez, Kosovo é membro do FMI, mas não é reconhecido um Estado-membro da ONU.

mediante o qual países se associam para estabelecer um compromisso de socorro mútuo em caso de dificuldades financeiras, segundo regras preestabelecidas.

A participação no FMI não se dá da mesma maneira que em outras organizações intergovernamentais criadas na mesma época, como a ONU, de 1948, em que o poder político é definido com base no reconhecimento que os outros Estados-membros têm de seus pares. Embora goze de personalidade jurídica de direito internacional público, como outras organizações internacionais, o FMI opera como uma instituição financeira estruturada a partir de aportes de capital realizados por seus membros, que passam a representar “quotas” da instituição. A fim de garantir que países sem moeda internacionalmente aceita pudessem se associar à instituição, permitiu-se que a integralização do capital pudesse ser feita nas moedas dos próprios países membros.

As quotas, no contexto do FMI, servem a três propósitos. O primeiro deles é constituir o capital próprio da instituição enquanto arranjo de compartilhamento de reservas. Em segundo lugar, elas servem de referência para o cálculo do acesso de cada país aos recursos do Fundo, sendo que o “acesso normal” de um país aos recursos corresponde a um múltiplo de suas quotas. Por fim, elas definem o poder de voto de um país na instituição, que adota um sistema de votação ponderado (BATISTA JR., 2019, p. 92-93).

Essa ponderação conduz a uma distribuição desigual do poder. Decisões relevantes, dizendo respeito, por exemplo, à própria distribuição das quotas, demandam mais de 85% de apoio em termos de poder de voto, nos termos do Art. III, Seção 2, do Convênio Constitutivo. Os Estados Unidos, sendo o único país detentor de uma quota superior a 15% tem um efetivo poder de veto nessas decisões. A soma do poder de voto dos países da União Europeia também chega ao patamar de veto e a combinação dos BRICS quase alcança essa marca, sendo necessária a articulação com as representações de outras economias emergentes para chegar-se neste patamar.

Outro aspecto que modula o poder de voto no FMI é o fato da Diretoria-Executiva, espaço em que as votações são efetivamente realizadas, contar apenas com 24 cadeiras. Isso significa que a maioria das cadeiras, incluindo a brasileira, representa um conjunto de países, que precisam se alinhar internamente. As representações das economias centrais e de algumas economias emergentes, que contam com cadeiras próprias, agem em nome de suas jurisdições de maneira mais direta, ao passo que os demais países, para se organizar com um poder de voto

relevante, precisam mediar seus interesses com os demais de suas representações antes de tentar fazê-los valer⁴⁶.

Mesmo nesse cenário de prevalência política dos países mais ricos, a criação do FMI representou uma linha de defesa importante para o Brasil contra a vulnerabilidade que o País enfrentava com as movimentações de capital do sistema informal do Padrão Ouro-Libra. Os países da periferia conseguem se manifestar no âmbito institucional do FMI, sendo um caso notável o mencionado por Batista Jr. (2019, p. 66) sobre o veto que esses países produziram em tentativas de modificar ou eliminar a disposição do Art. VI, Seção 3, do Convênio Constitutivo, que autoriza o uso de medidas de gestão de fluxos de capital pelos países membros da instituição, conforme propostas dos países desenvolvidos na década de 1990.

Desse modo, o primeiro padrão normativo do câmbio no Brasil se desenvolveu e se consolidou encampado por uma estrutura que, em oposição ao que ocorria no arranjo anterior, (i) estava elaborado de modo a gerar uma estabilidade dos fluxos ao tratar com maior controle as taxas de câmbio oficiais, que passaram a ser pactuadas perante uma autoridade intergovernamental; (ii) permitia que o Brasil participasse, ainda que com limitações, dos processos agora institucionalizados de tomada de decisão quanto aos fluxos financeiros globais; e (iii) fornecia um mecanismo de liquidez que dava condições para que o país não ficasse sujeito aos ciclos de negócio do centro do sistema, bem como permitia estabilidade para obtenção de crédito e investimento a partir do exterior, com a possibilidade formal de gerenciamento dos fluxos de entrada e saída desses créditos e investimentos.

4.2. O quadro do primeiro padrão normativo do câmbio

O primeiro padrão normativo do câmbio foi a forma jurídica da estabilização dos fluxos e estoques de divisas e capital estrangeiro no Brasil, bem como o capital brasileiro no exterior, disciplinando em última instância as taxas de câmbio. Do ponto de vista formal, ele foi conformado com base particularmente na legislação sobre operações de câmbio, aplicação de capital estrangeiro e remessa de valores para o exterior. Acompanhando essa legislação, encontram-se Decretos regulamentando-a e um corpo de Instruções editadas pela SUMOC, bem

⁴⁶ A distribuição do poder de voto encontra-se disponível em: < <https://www.imf.org/en/About/executive-board/eds-voting-power> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

como outros instrumentos inferiores a Decretos de lavra do CMN e do BCB no período posterior a 1965.

No centro do arranjo do primeiro padrão normativo do câmbio estava o Estado brasileiro, exercendo Política Cambial alinhada com seus objetivos de desenvolvimento nacional. A ele era dado regular os fluxos e direcionar divisas aos atores que melhor representassem a chance de alavancar os setores que o Estado tivesse interesse de fomentar e, principalmente, controlar o mercado de câmbio e as taxas de câmbio o quanto lhe fosse possível diante do ambiente e dos compromissos estruturais.

Note-se que a estruturação do primeiro padrão normativo do câmbio não representou ou demandou o desmantelamento do quadro normativo vigente anteriormente e pôde conviver com alguns dos marcos anteriores, a exemplo do Decreto-Lei nº 9.025/1946, que inclusive instituiu alguns dos procedimentos regulatórios plenamente alinhados e aproveitados no primeiro padrão normativo do câmbio, como o caso da vedação à compensação privada, na forma de seu art. 10, exigindo o ingresso e saída de todo o fluxo de divisas no Brasil, de modo a garantir a capacidade de gestão do Estado brasileiro. Da mesma forma, o novo padrão normativo do câmbio, conforme será visto nos capítulos 6 e 7 a seguir não demandou o abandono dos marcos normativos do primeiro padrão para se desenvolver e se afirmar.

O marco inaugural do primeiro padrão normativo do câmbio se encontra no governo eleito de Getúlio Vargas, quando uma nova norma passou a servir de base para as operações de câmbio. A Lei nº 1.807, de 7 de janeiro de 1953, estabeleceu que seriam efetuadas, a taxas fixadas pelo Conselho da SUMOC, as operações de exportação e importação de mercadorias, com os respectivos serviços de fretes, seguros e despesas bancárias; os serviços governamentais, inclusive os relativos às sociedades de economia mista em que a maioria do capital votante pertencesse ao Poder Público; os empréstimos, créditos ou financiamentos de interesse para a economia nacional, obtidos no exterior e registrados pela SUMOC, sendo essas remessas limitadas a 8% do capital registrado pela SUMOC; e as remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros registrados pela SUMOC, nos casos de investimentos de especial interesse para a economia nacional⁴⁷, limitadas a 10% do capital registrado pela SUMOC. As demais operações ocorreriam a taxas livres.

⁴⁷ Na forma do art. 5º da própria Lei, eram esses os investimentos para a execução de planos, aprovados pelo Poder Público Federal, de aproveitamento econômico de regiões sob condições climáticas desfavoráveis ou áreas menos desenvolvidas; e para a instalação ou desenvolvimento de serviços de utilidade pública nos setores de energia, comunicações e transportes, desde que realizados dentro de tarifas fixadas pelo Poder Público.

Em comparação com o arcabouço trazido pelo Decreto-Lei nº 9.025/1946, que já havia instituído um registro de operações de câmbio não originárias de importações ou exportações e criado limites para remessa de juros, lucros e dividendos, nota-se que, no regime anterior, a limitação para todos os casos era fixada a 8% do valor registrado, sendo que o excedente desse volume deveria ser tratado como capital, cuja remessa estava também limitada a 20% do registrado. Na forma da Lei nº 1.807/1953, o limite para os juros seguiu em 8%, dos lucros e dividendos foi a 10%, sendo esses limites aplicáveis apenas para os casos em que houvesse “interesse para a economia nacional”. Foram revogadas as disposições sobre limites às remessas constantes do Decreto-Lei nº 9.025/1946.

De todo modo, a principal inovação se deu na previsão de que determinadas operações de câmbio seriam feitas a taxas de câmbio fixadas pelo Conselho da SUMOC. A incidência da atuação estatal se afirmaria não apenas sobre os fluxos, mas também arbitrando taxas de câmbio dos fluxos financeiros que o Estado julgasse relevantes para seus objetivos de desenvolvimento. Embora a definição da taxa de câmbio inicialmente incidisse sobre um rol limitado de operações, o art. 2º da Lei previa que a taxa aplicável às demais operações poderia vir a ser definida por via de decreto, em caso de excepcional gravidade, mediante proposta do Conselho da SUMOC.

Outro aspecto relevante do mercado de divisas brasileiro dizia respeito ao regime de direcionamento do comércio internacional que estava vigente. No contexto da ilusão das divisas, o Governo havia adotado o expediente da Instrução SUMOC nº 25/1947, que reafirmava a obrigação contida na Lei nº 1.201/1939 de que os estabelecimentos bancários autorizados a operar câmbio vendessem ao BB 30% da moeda conversível que adquirissem e criava uma ordem de prioridade para os bancos oferecessem cobertura cambial, e a Lei nº 262/1948, submetendo importações e exportações a um regime de licenciamento prévio.

A Instrução SUMOC nº 70, de 9 de outubro de 1953, introduziu o sistema de taxas múltiplas de câmbio no lugar dos procedimentos de licenciamento instituídos com base na Lei nº 262/1948. A Instrução SUMOC nº 70/1953 se destaca por dois aspectos: em primeiro lugar, centralizou no BB a negociação de moeda conversível ao, na forma de seus itens I e II, obrigar a venda de moeda estrangeira ao BB ou aos bancos autorizados a operar câmbio e o repasse de moeda estrangeira pelos bancos ao BB; e também por, à moda do procedimento de priorização inaugurado na Instrução SUMOC nº 25/1947, ter criado cinco categorias de mercadorias de importação e exportação, de acordo com sua essencialidade, sendo que a Carteira de Câmbio do BB teria competência para mandar vender nas Bolsas de Fundos Públicos do País as

disponibilidades de câmbio que pudesse destinar ao pagamento de importações, distribuídas pelas categorias criadas pela Instrução SUMOC nº 70/1953.

Na prática, a Instrução SUMOC nº 70/1953 fazia valer a taxa de câmbio constante do compromisso do Brasil perante o FMI para as operações de venda de moeda estrangeira aos bancos e ao BB, mas seu sistema de leilões de câmbio instituía um regime próprio de taxas de câmbio. A centralização da distribuição de divisas no BB conferia ao Estado a capacidade de definir os setores que teriam maior acesso a importações e possibilidade de realizar exportações, fomentando a capacidade de produção de atores específicos, a quem eram atribuídas maiores disponibilidades de moeda estrangeira.

A Instrução SUMOC nº 70/1953 não deixava de prever que seriam respeitadas as prioridades constantes da Lei nº 1.807/1953. Dessa forma, essa estrutura normativa criada em 1953 disciplinava o lado real das transações internacionais, submetendo importações e exportações a taxas de câmbio específicas que acompanhavam sua essencialidade e, no lado financeiro, restringia os fluxos de capital das operações consideradas de interesse da economia nacional, definindo também a taxa de câmbio aplicável a essas operações. No âmbito interno, a taxa de câmbio definida junto ao FMI servia para referência das operações de venda de moeda estrangeira ao sistema bancário e para o repasse interbancário de cambiais ao BB.

O primeiro padrão normativo do câmbio passou por adaptações ao longo do período em que esteve vigente, sendo especificado para responder à orientação política das autoridades que dispunham do poder para exercer a Política Cambial. Dessa forma, cada governo pôde dar algum tom próprio ao quadro jurídico que foi manejado para atribuição ou redução de acesso a divisas a setores específicos.

Por exemplo, a Instrução SUMOC nº 113, de 17 de janeiro de 1955, permitiu a importação de bens de capital por investidores estrangeiros à taxa “livre” em um Regime Cambial mais favorável, desde que fossem observadas determinadas condicionalidades e a operação contasse com a anuência da Carteira de Comércio Exterior (CACEX) do BB⁴⁸ (PINHO NETO, 2014, p. 146). O procedimento da Instrução SUMOC nº 113/1955 foi

⁴⁸ A CACEX foi criada pela Lei nº 2.145, de 29 de dezembro de 1953, com as funções de emitir licenças de exportação e de importação, aos que o requererem e provarem dispor da cobertura cambial ou dela independerem; exercer a fiscalização de preços, pesos, medidas, classificações e tipos declarados nas operações de exportação e importação, com o fim de evitar fraudes cambiais; classificar as mercadorias, e produtos de importação, de acordo com a sua natureza e grau de essencialidade, fixando as categorias de sua distribuição para efeito da compra do câmbio; financiar, em casos especiais, a exportação e a importação de bens de produção e consumo de alta essencialidade.

amplamente utilizado por empresas multinacionais no contexto do Plano de Metas do Governo de Juscelino Kubitschek.

Nesse período, a Lei nº 3.244, de 14 de agosto de 1957, foi editada em um esforço de simplificação do sistema de taxas múltiplas. O Decreto nº 42.820, de 16 de dezembro de 1957, que regulamentou tanto a Lei nº 1.807/1953 quanto a Lei nº 3.244/1957, efetivamente organizou o mercado de câmbio em dois grupos de taxas: o *oficial* e o *livre*.

A Lei nº 3.244/1957 se dedicava especialmente a dispor sobre tarifa de importação, mas seu Capítulo IX trazia uma série de disposições referentes à regulamentação cambial. Merecem destaque, em primeiro lugar, as disposições do art. 48, que previam efetivamente que a tarifa seria conjugada com medidas de controle cambial para selecionar as importações em função das exigências do desenvolvimento econômico do país. Esse procedimento seria feito por meio do agrupamento das importações na categoria *geral*, em que deveriam ser enquadradas as matérias-primas, os equipamentos e outros bens de capital, assim como os bens de consumo genérico, para os quais não houvesse suprimento satisfatório no mercado interno, e na categoria *especial*, por sua vez, estariam os bens de consumo restrito e outros bens de qualquer natureza, cujo suprimento ao mercado interno fosse satisfatório.

Em complemento, o art. 50 dispunha que nenhuma importação poderia ser feita a custo de câmbio inferior ao relativo às mercadorias da categoria geral, estabelecendo que a elas seriam abarcadas por um câmbio mais favorável que a categoria especial. De todo modo, o § 1º do próprio art. 50 criava ele mesmo um novo patamar de câmbio, ao prever que se excetuariam da regra de vedação à importação à taxa de câmbio inferior ao da categoria geral um número restrito de mercadorias, compreendendo: papel de imprensa e papel importado pelas empresas editoras ou impressoras de livros; importação de fertilizantes, inseticidas e semelhantes, de aplicação exclusiva nas atividades agropecuárias; trigo e petróleo e derivados; equipamentos, peças e sobressalentes sem similar nacional registrado, destinados à pesquisa e produção de petróleo bruto; e equipamentos, peças e sobressalentes, sem similar nacional registrado, destinados às empresas jornalísticas e editoras de livros, assim como a investimentos considerados essenciais ao processo de desenvolvimento econômico ou à segurança nacional.

A Lei nº 3.244/1957 não deixava também de dispor sobre remessas financeiras, especificando o regime estruturado com base na Lei nº 1.807/1953. Como regra geral, o art. 51 previa que as transferências financeiras para o exterior que não fossem de interesse nacional se processariam pelo mercado de taxas livres, dirigido pela Lei nº 1.807/1953. Como inovação, a

Lei nº 3.244/1957 não adicionou novas operações ao rol de prioridades da Lei nº 1.807/1953, mas excluiu do mercado de taxas livres os pagamentos de compromissos financeiros da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, quando não envolvessem cobertura ou financiamento de importações; peças e sobressalentes sem similar nacional registrado, destinados à pesquisa e produção de petróleo bruto; e amortização e juros de certos empréstimos, créditos e financiamentos, colocando-os também a uma taxa de câmbio favorecida.

Por sua vez, o Decreto nº 42.820/1957 dedica seu capítulo I a regulamentar as transações de câmbio, nomeando como *mercado de câmbio* o espaço em que elas ocorrem. Essa norma previa, na forma de seus arts. 2º e 3º a existência de dois mercados separados, sendo um o mercado de taxas oficiais e o outro o mercado de taxas livres. O mercado de taxas oficiais abarcaria as operações feitas a taxas cambiais estabelecidas pelo Conselho da SUMOC, a partir da paridade fixada no FMI, ao passo que no mercado de taxas livres, vigorariam as taxas cambiais livremente convencionadas entre as partes.

Na forma do art. 28, poderiam ser autorizados pelo Conselho da SUMOC a operar no mercado de câmbio de taxas especiais os bancos e casas bancárias. Conforme o art. 29 e seu parágrafo 1º, a operação no mercado de câmbio a taxas livres também dependia de autorização do Conselho da SUMOC, mas podiam obter essa autorização os bancos, casas bancárias e as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos (SCFI), conhecidas atualmente como “financeiras”⁴⁹.

Organizando o disposto na Lei nº 1.807/1953 e na Lei nº 3.244/1957, o Decreto nº 42.820/1957 lista, em seu art. 4º, as operações que deveriam ser cursadas no mercado de taxa de câmbio oficial, compreendendo exportação e importação de mercadorias classificadas em categorias, bem como os fretes, prêmios e indenizações de seguros referentes a essas operações; amortização dos empréstimos, créditos ou financiamentos, em moeda estrangeira, assim como pagamento dos juros correspondentes, relativos a importações; pagamento de compromissos financeiros da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios assim considerados os encargos assumidos em moeda estrangeira para com pessoas físicas ou jurídicas residentes ou sediadas no exterior, quando não envolverem, direta ou indiretamente, cobertura ou financiamento de importação; e pagamento de serviços relativos a pesquisas e produção de

⁴⁹ Cabe notar que a norma em si faz referência às sociedades de crédito de que trata o Decreto-lei nº 7.585, de 25 de maio de 1945, mas o Decreto-Lei mencionado lida com matéria estranha à disposição, cuja referência efetivamente deveria ser ao Decreto-Lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945, que dispõe sobre as SCFI.

petróleo bruto. Além disso, o art. 6º listava novamente as operações a serem feitas a taxas diferenciadas, conforme o art. 51, § 1º, da Lei nº 3.244/1957. As demais operações de câmbio deveriam ser cursadas no mercado de taxa livre, conforme dispunha o art. 11 do Decreto nº 42.820/1957.

O Decreto nº 42.820/1957 trazia ainda disposições gerais sobre contas em moeda nacional de residentes no exterior, bem como sobre moeda estrangeira de residentes no Brasil. O art. 27 conferia ao Conselho da SUMOC competência para autorizar a abertura e movimentação de contas em moeda estrangeira, por parte de pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas ou sediadas no Brasil, junto a bancos autorizados a operar em câmbio. Atualmente, o BCB dispõe de competência geral para regulamentar as contas em Reais de titularidade de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, também conhecidas como Contas de Domiciliado no Exterior (CDE), e regulamentar as contas de depósito em moeda estrangeira no País, conferida na forma dos incisos VIII e IX do art. 5º da Lei nº 14.286/2021 e objeto dos arts. 67, 69 e 70 da Resolução BCB nº 277/2022.

No Governo Jânio Quadros, a SUMOC novamente adotou uma orientação no sentido de limitar a liberdade do Governo exercer controle sobre o câmbio. A Instrução SUMOC nº 204, de 13 de março de 1961, que eliminou categorias de câmbio e mudou o patamar de outras, marcou esse momento. Na forma de seu item I, a Instrução SUMOC nº 204/1961 permitir que quaisquer operações de câmbio para a importação de mercadorias fossem realizadas no mercado de taxa livre, excetuando-se dessa regra as mercadorias objeto do art. 50, § 1º, da Lei nº 3.244/1957, sendo previsto, no item VI da norma, que mesmo essas importações deveriam ter suas taxas progressivamente alinhadas ao mercado de taxas livres. O esforço de unificação cambial a partir da Instrução SUMOC nº 204/1961 será mais bem detalhado no capítulo 5 a seguir.

Antes do final da experiência da República Liberal, houve ainda uma alteração na legislação sobre capitais estrangeiros. O Governo de João Goulart logrou a aprovação da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, conhecida como Lei de Remessa de Lucros (MESQUITA, 2014, p. 186).

A Lei de Remessa de Lucros reeditava um movimento que já havia aparecido na Lei nº 1.807/1953, no sentido não do estabelecimento de uma taxa de câmbio específica para determinadas transações financeiras, mas sim da classificação e estabelecimento de tetos para essas transações. As limitações de remessa estabelecidas pela Lei nº 1.807/1953 não haviam

chegado a se efetivar (GOYENA SOARES, 2016b, p. 131 e 136) e a Lei nº 4.131/1962 criou, na forma de seu art. 3º, um registro obrigatório de capitais estrangeiros, qualquer que fosse sua forma de ingresso no País, bem como de operações financeiras com o exterior, submetendo a remessa de lucros, dividendos, juros, amortizações, *royalties*, assistência técnica, científica, administrativa e semelhantes ao registro junto à SUMOC.

Dessa forma, a regulamentação poderia submeter o conjunto dos fluxos de ingresso e remessa de capitais e incidir diretamente sobre o controle dos fluxos do lucro das empresas multinacionais com filiais no Brasil. Em seus arts. 30, 31 e 32, a Lei limitava as remessas anuais de lucros para o exterior a 10% do valor dos investimentos registrados, tratava como retorno de capital qualquer remissão acima desse limite e considerava como capital suplementar qualquer lucro não remetido, impedindo sua posterior remissão. Com o início da Ditadura Militar, a Lei de Remessa de Lucros foi flexibilizada pela Lei nº 4.390, de 29 de agosto de 1964, tendo sido revogados os arts. 30, 31 e 32 e instituído um imposto suplementar de renda, sempre que a média das remessas em um triênio excedesse 12% sobre o capital e reinvestimentos registrados.

Cabe também mencionar que o art. 28 da Lei de Remessa de Lucros contava com um dispositivo que permitia ao Conselho da SUMOC impor restrições, por prazo limitado, à importação e às remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros e outorgar ao BB monopólio total ou parcial das operações de câmbio sempre que ocorresse grave desequilíbrio no balanço de pagamento ou houvesse sérias razões para prever a iminência de tal situação. Essa disposição acabou sendo revogada apenas pela Lei nº 14.286/2021.

Depois do Golpe de 1964, o regime militar buscou uma ampla reorganização do arcabouço jurídico da economia nacional, editando normas promulgadas desde o primeiro ano de regime e no contexto do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG). Pode-se mencionar a Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964, que criou uma nova espécie de título público denominado Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), cujo valor nominal seria atualizado periodicamente em função das variações do poder de compra da moeda nacional, introduzindo um procedimento de correção monetária que permitia dar uma garantia contra a inflação e o risco cambial a investimentos e financiamentos externos que fossem feitos no Brasil⁵⁰.

⁵⁰ A correção monetária permitiu também que fosse contornada a limitação de juros a 12% imposta desde 1933 pelo Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933, também chamado de Lei da Usura. A inflação alta impedia que os investimentos, cujo retorno era limitado pela Lei da usura, gerassem retorno que os compensasse.

Foi nesse período que ocorreu também a edição da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, também chamada de Lei do SFN, que reestruturou o mercado financeiro no Brasil. A Lei nº 4.595/1964 estabeleceu as instituições que comporiam o SFN e definiu, na forma de seu art. 17, quais seriam as atividades privativas dessas instituições, que passaram a ser definidas como *instituições financeiras*. Na forma desse dispositivo, passou-se a considerar instituições financeiras as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

O regime normativo até então estava assentado a partir da definição de *banqueiro*, contida no art. 119 do Código Comercial, segundo o qual banqueiros eram os comerciantes que tivessem por profissão habitual do seu comércio as operações chamadas de banco. Essa definição circular acabava tendo eco na teoria dos atos de comércio que orientava o Código, que compunha seu art. 4, para a qual a profissionalidade e a habitualidade eram elementos essenciais para caracterizar a atividade comercial.

A composição do sistema financeiro estava também distribuída por legislação esparsa. Nesse sentido, pode ser mencionado, por exemplo o Decreto-Lei nº 7.583/1945 que dispunha sobre as SCFI e, principalmente, o Decreto nº 14.728, de 16 de março de 1921, que, com base no art. 5º do Decreto nº 4.182/1920 havia instituído uma inspetoria para fiscalização das pessoas naturais ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, que exercessem no Brasil atividades de comércio de ouro ou prata em moeda, em pó ou em barra; títulos de empresas ou valores comerciais; empréstimos; operações de câmbio; depósitos de valores; abertura de contas correntes; descontos e redescontos; ou quaisquer operações bancárias atinentes ao movimento de crédito. O Decreto nº 14.728/1921 criava a figura dos *bancos*, qualificados como as pessoas que exercessem essas atividades tendo capital superior a 500 Contos de Réis, e das *Casas Bancárias*, que operariam esses serviços tendo menos capital.

Além de centralizar as disposições sobre atividades das instituições financeiras, a Lei nº 4.595/1964 criou dois órgãos administrativos para gestão do SFN: o CMN e o BCB, que sucederam o Ministério da Fazenda em suas atribuições legais e regulamentares relativamente ao meio circulante e a SUMOC e seu Conselho em suas competências. O BB teve também competências alteradas e redistribuídas entre essas duas novas instituições.

O CMN, órgão de cúpula do SFN, concentraria atribuições legais e regulamentares relativas ao meio circulante e a ele caberia o papel de coordenador geral da Política Monetária

e Cambial do Brasil. Ao BCB, caberiam as funções de emissão de moeda, gestão do meio circulante, fiscalização das instituições financeiras, definição dos depósitos compulsórios das instituições bancárias, depositário do ouro e moeda estrangeira, representação do Brasil perante as IFIs e gestão da Política Cambial. O BB seria instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, perdendo quase todas suas funções típicas de Banco Central e regulador do sistema financeiro, mas preservando, ainda assim, a custódia dos depósitos voluntários das instituições financeiras.

A Lei nº 4.595/1964 abriu também a possibilidade para a Ditadura Militar pudesse comandar de maneira mais marcante os fluxos internos de financiamento. Um primeiro instrumento utilizado nesse sentido foram os orçamentos monetários para estimação das necessidades globais de moeda e crédito previstos em seu art. 4º, III, cuja competência para preparar era dada ao BCB, sendo sua aprovação atribuída do CMN. O orçamento monetário não se confundia com o orçamento fiscal e ficava sempre sujeito a ratificações e suplementações a serem realizadas administrativamente (JALORETTO, 2017).

Em paralelo, a Seção II do Capítulo IV da Lei contém disposições específicas sobre o BB, que, embora integre o SFN como instituição financeira e tenha deixado de ter competências que foram transferidas para o CMN e o BCB, manteve algumas obrigações próprias. Para cumprimento dessas obrigações, o art. 19, § 1º, da Lei nº 4.595/1964 definiu que cabe ao CMN assegurar recursos específicos que possibilitem ao BB o atendimento dessas obrigações e o art. 20 definiu que o programa geral de aplicações e recursos do BB deveria ser elaborado pelo próprio banco em conjunto com o BCB, para inclusão no orçamento monetário.

A fim de dar cumprimento a essas disposições sobre a atuação do BB e permitir que o BCB pudesse começar a funcionar, foi firmada em março de 1965 a Carta Reversal que criou o mecanismo da Conta Movimento, na qual ficariam registrados os fluxos de recursos entre o BB e o BCB para nivelamento de balanço do BB. Esse fluxo era controlado e assegurado pelo CMN por meio dos orçamentos monetários, o que se converteu em um canal direto entre a atividade financeira do BB e a emissão de moeda a cargo do BCB (JALORETTO, 2017, p. 71). Considerando o controle direto do governo sobre o CMN, o BCB e o BB, essa estrutura acabou vindo a ser mobilizada para o controle dos fluxos creditícios internos, ao passo que a estrutura normativa sobre o câmbio mantinha o governo em posição privilegiada também para atuar no controle de fluxos externos.

Na atuação do Estado no domínio econômico no contexto do PAEG, a situação das empresas multinacionais se tornou bastante favorável com a edição da Instrução SUMOC nº 289, de 24 de janeiro de 1965, que permitiu a contratação de empréstimos externos para capital de giro diretamente entre empresas que operavam no Brasil e empresas estrangeiras. Esse mecanismo acabava favorecendo filiais de empresas estrangeiras, que tinham acesso a condições de crédito melhores dentro de seus grupos econômicos, em operações de empréstimo intra-companhia. Anos mais tarde, a Resolução CMN nº 63, de 21 de agosto de 1967, reduziu esse desalinhamento na abertura ao financiamento externo para as empresas brasileiras, permitindo que bancos autorizados a operar em câmbio contratasse diretamente empréstimos externos destinados a ser repassados a empresas no Brasil.

Mesmo essas medidas tomadas no sentido de beneficiar o investimento e o financiamento estrangeiro ao Brasil foram adotadas a partir de uma perspectiva de desenvolvimento nacional. Sua concepção era autoritária e concentradora de renda e de riqueza, mas propiciou um ajuste da demanda, com acumulação de recursos para investimento e correções da estrutura produtiva que encaminhou um novo esquema de expansão (CONCEIÇÃO TAVARES; SERRA, 2000, p. 605).

Cabe notar que também nesse contexto estava presente certa compreensão sobre a necessidade da atuação do Estado sobre os campos da moeda e do crédito, inclusive no âmbito do investimento estrangeiro no Brasil. A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, a partir da qual se buscou estruturar no Brasil um mercado de capitais institucionalizado como mecanismo de financiamento da atividade econômica paralelo ao sistema financeiro, em seu art. 22, previa que, em períodos de desequilíbrio do balanço de pagamentos reconhecidos pelo CMN, o BCB poderia restringir acesso ao sistema financeiro nacional para filiais de empresas estrangeiras, empresas com sede no Brasil cujo capital pertencesse integralmente a residentes ou domiciliados no exterior e sociedades com sede no Brasil controladas por pessoas residentes ou domiciliadas no exterior. Essa disposição só foi revogada por força da Lei nº 14.286/2021.

4.3. Legado do primeiro padrão normativo do câmbio

O primeiro padrão normativo do câmbio no Brasil variou em suas tendências ao longo do tempo, mas o que permite classificar todo o período sob uma mesma qualificação é o fato de que o quadro jurídico que o compunha era caracterizado principalmente por permitir que o

Estado brasileiro pudesse atuar de maneira seletiva em relação aos fluxos transfronteiriços de moeda, crédito e capital, de modo a permitir um controle da taxa de câmbio, inclusive com granularidade setorial. Dessa forma, o Estado podia ampliar ou reduzir acesso de determinados setores da economia aos fluxos globais, considerando seus interesses de desenvolvimento.

Na prática, isso era operacionalizado por meio de um enquadramento jurídico dirigido aos fluxos financeiros e aos fluxos reais do comércio internacional. Embora a base normativa do primeiro padrão normativo do câmbio tenha sido sempre legal, com a regulamentação e até racionalização do sistema e de seus instrumentos podendo ser feita por meio de Decretos, como o Decreto nº 42.820/1957, a microgestão desse quadro jurídico acabou sendo institucionalmente atribuída ao executivo, concentrando-se inicialmente junto à SUMOC e a seu Conselho e, posteriormente, veio a ser abarcada pelas estruturas institucionais do CMN e do BCB, em processo que tornou-se ainda mais intenso no novo padrão normativo do câmbio. O quadro jurídico composto desde 1953 era flexível, fato que não mudou com as adições ou camadas que recebeu em 1957, 1962 ou no contexto do PAEG, e pôde dar conta dessa microgestão, que teve suas tendências próprias a depender do governo em questão.

É certo que essa atuação do Estado no controle e gestão dos fluxos financeiros e de capital e como regulador do acesso a divisas no Brasil não estava descolada da estrutura global de regulação econômica que foi estabelecida em Bretton Woods. Os Estados conseguiram dispor de espaço político para selecionar capital em favor de seus projetos de desenvolvimento porque uma instância institucional sistêmica foi criada em torno de um acordo pelo disciplinamento desses fluxos, com uma construção jurídica que incidia diretamente sobre o espaço de fluxo em que eles operavam.

Se os mecanismos de garantia de observância ao Direito da Finança Internacional nesse espaço de fluxo eram a pressão dos pares e o movimento dos mercados, o FMI enquadrava os pares na direção a um mesmo regime regulatório mínimo, que incluía as políticas de gerenciamento de fluxo de capital, e garantia a proteção contra as variações nos balanços de pagamento que poderiam vir a ser causados pelos movimentos do mercado. Assim, os Estados detinham a maior parcela de agência para influenciar as taxas de câmbio de acordo com suas concepções de desenvolvimento.

O suporte institucional do FMI sequer chegava a ser testado, mas dissuadia a pressão sobre a liquidez dos Estados. Entre os anos de 1958 e 1982, o Brasil e o FMI estabeleceram entre si nove acordos do tipo *stand-by*, voltados à manutenção do equilíbrio no balanço de

pagamento. No período, o Brasil não foi dependente da execução de seus termos (ALMEIDA, 2014, p. 494).

Ainda que não coincida exatamente e não seja necessariamente o fator determinante para os resultados econômicos do período, o primeiro padrão normativo do câmbio foi construído e compôs, com outras políticas, o período da história brasileira normalmente associado ao desenvolvimentismo, entre as décadas de 1930 e 1980. Essa capacidade de controle sobre a taxa de câmbio (ou sobre as taxas de câmbio) foi mais uma ferramenta à disposição do Estado nesse período.

Cabe novamente destacar como, a partir da Lei nº 4.595/1964, a capacidade de atuação mais definitiva sobre os fluxos financeiros se estendeu também para o âmbito interno, contribuindo para o incremento da capacidade de gestão da liquidez da moeda e do crédito no país. Ao contrário da vinculação entre Política Monetária e Política Cambial do período anterior ao primeiro padrão normativo do câmbio, a Política Cambial não só se fez independente da Política Monetária com o quadro de controle de fluxos externos, mas, com o incremento do controle interno, elas puderam se tornar instrumentos de desenvolvimento complementares.

Isso não significa, no entanto, que todos os desafios ao desenvolvimento estivessem resolvidos. Com a elaboração de um quadro jurídico que conferia esse grau de gestão e flexibilidade à atuação estatal, a vulnerabilidade externa deixara de ser o desafio, dando lugar à restrição externa. Isso porque, na medida em que o processo de industrialização se aprofundava, havia menos demanda pelos fatores disponíveis, como mão-de-obra, e passava a ser demandada tecnologia, via de regra concentrada nas economias do centro do capitalismo, que precisam ser importadas, com os projetos a elas associados precisando ser financiados em moeda estrangeira. Conforme explica Furtado, esse foi o caso do processo de industrialização na América Latina:

“A natureza substitutiva de importações constitui uma das causas básicas da especificidade da industrialização latino-americana. A outra causa deriva de que ela se vem realizando numa época em que a tecnologia disponível orienta-se sistematicamente no sentido de poupar mão-de-obra. Ao contrário dos países que se desenvolveram na fase clássica, durante a qual o avanço da técnica estava intimamente relacionado com os demais fatores causantes da aceleração do processo de desenvolvimento econômico e de mudança social, no atual processo de transformação das estruturas subdesenvolvidas a tecnologia constitui um fator exógeno de reduzida flexibilidade” (FURTADO, 1968, p. 8-9).

Foi no sentido de dar conta desse problema que concorrem a Instrução SUMOC nº 70/1953, a Instrução SUMOC nº 113/1955, a Instrução SUMOC nº 289/1965 e a Resolução CMN nº 63/1967, bem como as taxas de câmbio diferenciadas para remessas relacionadas a créditos externos e a bens de capital desde a Lei nº 1.807/1953 e da Lei nº 3.244/1957. Mesmo com todas as nuances do período, havia uma percepção geral que o desenvolvimento nacional poderia ser tolhido caso não se dispusesse de moeda estrangeira para financiar os insumos e bens de capital necessários a ele, sendo relevante incentivar o acesso aos mercados financeiros globais e ao financiamento intra-companhia nas firmas transnacionais.

Por isso, por mais virtude que se possa encontrar no quadro jurídico que caracterizou o primeiro padrão normativo do câmbio, ele não foi capaz de dar conta das restrições econômicas reais. Ao cabo, uma transformação nas circunstâncias viria a levar à emergência de um novo padrão normativo do câmbio, em outras bases.

5. A CRISE DO PRIMEIRO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO

A crise do primeiro padrão normativo do câmbio não foi produto de uma incoerência intrínseca do quadro jurídico que o caracterizava e igualmente não decorreu de uma exaustão estrutural implícita em seu desenho. A crise desse padrão normativo do câmbio foi decorrência de uma transformação na estrutura que o sustentava.

Essa transformação estrutural representou, de fato, uma mudança no relacionamento de Estados, organização internacional e instituições financeiras que atuam no âmbito internacional. Como resultado, a agência dos Estados foi reduzida em relação à dos demais agentes, prejudicando, no Brasil, a reprodução do primeiro padrão normativo do câmbio.

Esse momento de crise é marcado especialmente pelo fim do Padrão Ouro-Dólar e pela mudança da atuação do FMI em relação às economias que recorriam a ele enquanto arranjo de liquidez. Tais processos são eles próprios também motivados por seu contexto histórico e pelo exercício de poder político por parte dos membros mais proeminentes do FMI, notadamente os Estados Unidos.

Nesse sentido, a ideia do presente capítulo é tratar do que propiciou essa reorganização, desde as causas iniciais, que conviveram com a estrutura desde sua conformação original em 1944, até a efetiva produção de seus efeitos na periferia do capitalismo, particularmente na América Latina na década 1980. O quadro normativo da Política Cambial brasileira na década de 1980 não reflete essa transformação estrutural, porque ainda não é capaz de expressar seu novo sentido. O período é marcado pela inocuidade do primeiro padrão normativo do câmbio, sem que se vislumbrasse ainda o novo padrão normativo.

O esforço de evidenciar esse processo, em seus aspectos próximos e estruturais, será feito nas três partes que sucedem esse breve texto introdutório neste capítulo. A primeira terá por objeto as transformações que levaram à mudança da estrutura do padrão monetário internacional e da atuação do FMI, em que estava referenciada o primeiro padrão normativo do câmbio, dando-se atenção também à manifestação dessas mudanças do ponto de vista institucional. Em seguida, será abordada a forma como esse contexto de crise afetou o Brasil, fazendo-se notar a forma do quadro normativo da regulação dos fluxos e estoques de divisa no País. Por fim, será feita uma breve conclusão sobre os temas tratados no capítulo.

5.1. Transformações na estrutura do primeiro padrão normativo do câmbio

As transformações estruturais que afetaram a continuidade e a reprodução do primeiro padrão normativo do câmbio na década de 1980 são produto muito mais de movimentos políticos de Estados que contavam com características de proeminência política em alguns âmbitos, do que de um novo movimento integrativo, como o que havia criado as condições para seu florescimento a partir de Bretton Woods. Tratou-se de eventos identificáveis como causas da reconfiguração estrutural capaz de forçar um rearranjo local do quadro normativo ligado ao fluxo e estoque de divisas.

5.1.1. *O Sistema de Bretton Woods e a expansão do Dólar*

A possibilidade dessas atuações unilaterais já estava presente desde a formação da base estrutural do primeiro padrão normativo do câmbio. Massonetto (2006, p. 66) evidencia como uma das causas dessas transformações estruturais consistiu no projeto hegemônico norte americano que se afirmou no pós-Segunda Guerra Mundial.

Não é que os Estados Unidos não tivessem feito valer desde Bretton Woods o peso de sua proeminência econômica, política e militar, cristalizada, por exemplo, no poder de veto conferido ao país com a definição da supermaioria de 85% das quotas do FMI para as decisões mais relevantes. No entanto, essa posição hegemônica se mostrou ainda mais marcada, fazendo prevalecer uma ordem política centralizada nos Estados Unidos, que instrumentalizavam as IFIs, em vez de uma construção política de uma ordem liberal em torno das instituições supranacionais (MASSONETTO, 2006, p. 72).

Manejando esforços próprios de incremento da liquidez global, como o Plano Marshall e o Plano Colombo, os Estados Unidos fomentaram fluxos comerciais e de capital independentemente do sucesso das IFIs e de outras criações plurilaterais daquele contexto, como o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT), de 1947. O FMI foi sim relevante como suporte institucional para que economias menores pudessem atuar de maneira mais independente, mas foi também mobilizado como instrumento nessa estratégia, expandindo-se no sentido de inserir mais economias na esfera de influência norte americana e do Dólar (MASSONETTO, 2006, p. 73).

Assim sendo, se, de um lado, a existência de um sistema monetário internacional inclusivo e participativo era convidativo à integração de mais autoridades, que buscavam engajar-se nos fluxos de capital, podendo exercer controle sobre eles, de outro lado, essa integração levava a um acúmulo de forças em torno dos Estados Unidos, que já trabalhavam em diversas frentes para reforçar sua centralidade política.

A estrutura do FMI servia à estratégia de construção de hegemonia dos Estados Unidos respaldando institucionalmente o Dólar como moeda de reserva global, conferindo-lhe a posição de moeda principal, lembrando aqui a classificação de Cohen (2014). Juntamente com essa institucionalidade, vinha a condição de acessar, no nível transnacional, os privilégios associados ao poder de senhoriagem. Dessa forma, os Estados Unidos, enquanto emissores da moeda com maior liquidez no âmbito internacional, gozavam da possibilidade de acessar a produção de mercados em todo o mundo a um custo real praticamente nulo, dado que a demanda pelo Dólar que emitia dificilmente encontrava limitação em um ambiente em que os países se encontravam ávidos por recursos para reconstrução e para fortalecimento de sua posição externa⁵¹.

O estabelecimento do Dólar como referencial para a paridade indireta no Convênio Constitutivo da IFI não foi decorrência exclusivamente do fato de que os Estados Unidos possuíam as maiores reservas de ouro, mas foi principalmente uma construção política da potência que vinha se afirmando como nova líder do Ocidente e arquitetando uma nova ordem global que triunfou, na esteira de seu papel decisivo na Segunda Guerra Mundial. Vale lembrar que Bretton Woods é, afinal, uma localidade nos Estados Unidos e que a reunião teve o nome de *Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas* em referência aos Aliados na Segunda Guerra Mundial, tendo-se em conta que a ONU só viria a ser criada no ano seguinte.

Assim sendo, de modo semelhante à forma como a Inglaterra tinha se valido da emissão de Libra Esterlina para a expansão do capitalismo no mundo todo, com base na demanda global de acesso a seus produtos manufaturados, os americanos estruturaram uma estratégia própria, que institucionalizou a intermediação do Dólar para que o conjunto dos países tivessem acesso ao mercado internacional e à conversibilidade de suas próprias moedas à paridade com que haviam se comprometido perante o FMI. Nesse contexto, o déficit americano financiou a reconstrução das principais economias das regiões que foram teatro de guerra no conflito

⁵¹ A essa condição derivada da emissão da moeda internacional de reserva, tornou-se célebre a expressão normalmente atribuída ao Presidente Francês Charles de Gaulle, mas efetivamente cunhada por seu Ministro da Fazenda, Valéry Giscard d'Estaing, no sentido de nela identificar um "privilégio exorbitante" (EICHENGREEN, 2011, p. 4).

mundial e fomentou a atividade econômica da periferia, que buscava comercializar com os Estados Unidos para fortalecer sua posição externa no Padrão Ouro-Dólar institucionalizado.

Essa estratégia americana de expansão de seu déficit em relação ao resto do mundo abasteceu com liquidez a economia global, mas também foi permitindo a formação de reservas, especialmente por parte das economias da Europa Ocidental e do Japão, favorecidas pelos Planos Marshall e Colombo. Esse impulso de liquidez permitiu que essas economias estabelecessem sistemas de conversão monetária menos mediados. Nesse sentido, em 1958, nações da Europa Ocidental conseguiram já estabelecer um sistema de conversibilidade monetária em relação ao Dólar (GILMAN, 1990, p. 32).

Eichengreen (2012, p. 177) chama esse arranjo em relação aos países do Atlântico Norte, indo de 1959 até o início da década de 1970 de período de conversibilidade no sistema de Bretton Woods. Entretanto, esse período marca também um desalinhamento entre o projeto americano de expansão e os interesses das outras economias centrais. Por conta disso, a dinâmica do sistema monetário internacional na década de 1960 acabou sendo marcada por certa tensão em relação ao futuro do sistema de Bretton Woods, envolvendo especialmente as economias centrais do capitalismo.

Ocorre que no sistema de conversibilidade, as economias da Europa Ocidental e do Japão conseguiram se manter mais competitivas que a americana atuando no sentido de manter suas próprias moedas desvalorizadas em relação ao Dólar. A disponibilidade da moeda americana em reservas e a liquidez do sistema permitiam que esses países administrassem suas taxas de câmbio com esse propósito (EICHENGREEN, 2012, p. 177).

Paralelamente, as autoridades americanas sofriam com o problema inverso, de falta de competitividade em relação a seus pares. Essa situação criava um dilema nos seguintes termos: as autoridades americanas viam necessidade de patrocinar uma desvalorização cambial por meio da redução do lastro de ouro do Dólar, mas havia o risco de uma medida nesse sentido ameaçar a posição de moeda principal do Dólar (MASSONETTO, 2006, p. 84-85).

A questão foi se tornando mais premente a partir do estabelecimento do sistema de conversibilidade. Em 1960, o passivo monetário dos Estados Unidos com o exterior ultrapassou as reservas de ouro do país pela primeira vez e, em 1963, o passivo norte-americano apenas com as autoridades monetárias estrangeiras ultrapassou esse patamar (EICHENGREEN, 2012, p. 160). Esse incremento do déficit americano punha em perspectiva uma “corrida bancária”, capaz de inviabilizar a paridade estabelecida em Bretton Woods.

Internamente nos Estados Unidos, o impasse em torno desse dilema acabou levando à adoção de um conjunto de medidas na década de 1960 no sentido de conter a movimentação de capitais americanos para o exterior, tendo sido algumas delas tomadas obrigatórias em 1968 (EICHENGREEN, 2012, p. 175). No resto do mundo, houve movimentações para tentar reduzir o papel do Dólar antes que a paridade estabelecida em Bretton Woods fosse desfeita ou que houvesse uma corrida para conversão de reservas de Dólar em ouro que forçasse uma desvalorização. Nesse sentido, Massonetto (2006, p. 85) menciona o pleito francês por uma maior participação do ouro no sistema monetário internacional⁵² e movimentação em prol da utilização dos Direitos Especiais de Saque (DES)⁵³ em pagamentos internacionais.

Os Estados Unidos acabaram fazendo valer sua posição hegemônica na resolução da questão. Prates (2015, p. 30) aponta um abandono *de facto* da conversibilidade entre Dólar e ouro já em 1968, em razão das medidas restritivas de movimento de capital adotadas pelos Estados Unidos, mas foi em 1971 que o Governo americano decidiu suspender a conversibilidade, além de impor uma tarifa de importação, visando a incentivar a construção de um novo “consenso”. Logo no ano seguinte, já houve um notável aumento de preços em Dólares de matérias-primas no mercado internacional (MASSONETTO, 2006, p. 85).

O FMI registra que, em 15 de agosto de 1971, os Estados Unidos informaram à IFI que não comprariam ou venderiam Dólares livremente para liquidar transações internacionais e que, a partir daí, a paridade nominal e a conversibilidade do Dólar – duas características principais do sistema de Bretton Woods – deixariam de existir⁵⁴. Houve uma tentativa de resgate da conversibilidade na forma do Acordo Smithsonian no final de 1971, mas, conforme nota o FMI no relatório anual de 1973, esse acordo “produziu poucas evidências de que a confiança no sistema de paridades nominais fixas foi restaurada” (FMI, 1973, p. 2).

A taxa de câmbio do Dólar em relação ao ouro passou a ser flutuante a partir de 1973 (SAYAD, 2015, p. 267). Em relação a essa ocasião, o FMI aponta que, em 19 de março de

⁵² Eichengreen (2012, p. 163) oferecesse narrativa de como isso foi proposta pela delegação francesa na reunião anual do FMI de 1964.

⁵³ Unidade contábil estabelecida no âmbito do FMI e emitida pela entidade, cujo valor é dado a partir de uma cesta de moedas, atualmente composta por Dólares, Euros, Renminbi, Yen e Libras Esterlinas. Os DES foram incorporados ao Convênio Constitutivo do FMI por força da primeira emenda, de 1967.

Menções aos DES foram incluídas na Lei nº 4.595/1964, por meio do Decreto-Lei nº 851, de 14 de maio de 1969, no sentido de dotar o CMN de competência para fixar diretrizes para operações com DES, tornar o BCB depositário das reservas oficiais de DES e competente para utilizar DES na Política Cambial.

⁵⁴ Cronologia do FMI. Disponível em: < <https://www.imf.org/external/np/exr/chron/chron.asp> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

1973, teve início a “flutuação generalizada”, a partir de quando os países da Comunidade Europeia adotaram conjuntamente o câmbio flutuante para suas moedas em relação ao Dólar⁵⁵.

5.1.2. O fim do suporte estrutural do primeiro padrão normativo do câmbio

No mesmo ano de 1973, em outubro, Egito, Síria e Iraque se engajaram em uma investida militar contra Israel naquela que ficou conhecida como Guerra do Yom Kippur. Israel acabou prevalecendo no conflito, com o apoio de países ocidentais, mas, na esteira do final da Guerra, os países árabes atuaram por meio da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no sentido de boicote ao Ocidente, levando o preço do petróleo a subir no mercado internacional.

Massonetto (2006, p. 85) aponta que esse episódio, chamado de primeiro choque do petróleo, quase quadruplicou o preço do produto. Aliado ao aumento de preços das matérias-primas desde 1972, o primeiro choque do petróleo comprometeu o crescimento da economia mundial. Esse evento levou à aceleração da inflação nos países industrializados, redução da liquidez do mercado financeiro internacional e a problemas de balanço de pagamentos nas economias periféricas, que passaram a depender de maiores reservas para acessar o mercado internacional.

No caso brasileiro, por exemplo, o primeiro choque do petróleo exacerbou o problema da restrição externa. À época, o Brasil era dependente da importação de petróleo e a mudança do patamar de preço dessa *commodity* contribuiu para encerrar o período de crescimento econômico acelerado identificado como o “Milagre Econômico”, iniciado em 1968, na sequência das medidas do projeto autoritário e concentrador de renda do PAEG, e que seguiu até 1973.

Mesmo com o fim declarado da conversibilidade desde 1971, o abandono formal da paridade cambial entre o Dólar e o ouro se deu com a edição da Segunda Emenda ao Convênio Constitutivo do FMI adotada na forma da Resolução nº 31-4, de 30 de abril de 1976, em vigor a partir de 1º de abril de 1978. Essa emenda incorporou recomendações constantes dos Acordos da Jamaica e alterou o Artigo IV do Convênio, no sentido de substituir a determinação de que cada membro deveria apontar a paridade cambial de sua moeda em relação ao Dólar por uma

⁵⁵ Cronologia do FMI. Disponível em: < <https://www.imf.org/external/np/exr/chron/chron.asp> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

obrigação mais aberta, prevendo que “cada membro se comprometeria a colaborar com o FMI e com os demais membros para assegurar arranjos cambiais funcionais e promover um sistema estável de taxas de câmbio” na forma da redação adotada para a Seção 1 do Art. IV⁵⁶, devendo ser destacado o compromisso dos membros com a não manipulação de taxas de câmbio para ajuste de balanço de pagamento ou para a obtenção de vantagem competitiva sobre os demais membros.

Vale notar que a regra contida na Seção 3 do Art. IV do Convênio, que previa que as operações de câmbio não deveriam diferir da paridade fixada, deu lugar a um mandato de supervisão das Políticas Cambiais e do balanço de pagamento dos membros do Fundo. Dessa forma, o controle rígido foi convertido em um mecanismo de supervisão flexível (THORSTENSEN; MÜLLER, 2014, p. 382).

Não há definição expressa sobre a necessidade de adoção de regimes cambiais de câmbio flutuante, mas a concepção das alterações apontava para isso. Nesse sentido:

“Se alguém perguntar quais são os aspectos mais importantes da Segunda Emenda, poucos observadores deixariam de mencionar as disposições sobre arranjos cambiais. Ao legalizar a liberdade para os membros escolherem seus arranjos cambiais, incluindo o câmbio flutuante, a Segunda Emenda representa um afastamento completo da característica central dos Convênio Constitutivo original, o sistema de paridade. Um objetivo das novas disposições, no entanto, é ‘um sistema estável de taxas de câmbio’. A ênfase nessas disposições muda de taxas de câmbio estáveis para condições econômicas e financeiras ordenadas que promoverão um sistema estável de taxas de câmbio. O pensamento que inspirou as disposições é a conhecida teoria de que as taxas de câmbio flexíveis, embora livres para variar, são um sistema altamente estável, a menos que a instabilidade neles seja produzida por tensões e incertezas econômicas subjacentes” (GOLD, 1978, p. 13).

Com a adoção de regimes cambiais de câmbio flutuante por parte de seus membros, a atuação do FMI deixou de ter foco nas paridades cambiais e a IFI passou a acompanhar mais de perto os balanços de pagamento de seus membros, baseando-se em mecanismos de supervisão em nível sistêmico e no condicionamento de financiamentos. Com o passar dos anos, o Fundo agregou várias considerações macroeconômicas à supervisão que exercia sobre os

⁵⁶ Cabe notar que, na legislação doméstica, as definições sobre a utilização do ouro como instrumento cambial constantes da Lei nº 4.595/1964 não foram alteradas em razão da Segunda Emenda ao Convênio Constitutivo do FMI. A utilização de ouro com esse propósito pelo BCB e pelas demais instituições do SFN autorizadas a operar com ouro instrumento cambial encontra-se regulada pela Lei nº 7.766/1989. Além disso, as instituições autorizadas pelo BCB a operar no mercado de câmbio podem operar também com ouro no papel de instrumento cambial no mercado e podem constituir posições de câmbio com esse ativo, nos termos do art. 66, da Resolução BCB nº 277/2022.

países (THORSTENSEN et al., 2013, p. 361-362). Boughton (2001) chamou de “revolução silenciosa” essa mudança do controle cambial estrito para um sistema de supervisão pela qual o FMI passou depois da edição da Segunda Emenda ao Convênio Constitutivo.

O primeiro padrão normativo do câmbio foi conformado a partir de uma estrutura que garantia a incidência e participação de Estados com mercados menores na formulação do Direito da Finança Internacional e a redução da vulnerabilidade ao disciplinamento pelo mercado, por conta das taxas de câmbio estáveis e do acesso ao FMI como arranjo de reservas. A Segunda Emenda ao Convênio Constitutivo removeu grande parte do suporte estrutural, deixando a possibilidade de condução de um projeto de desenvolvimento por parte do Estado brasileiro em condições de execução muito mais difíceis.

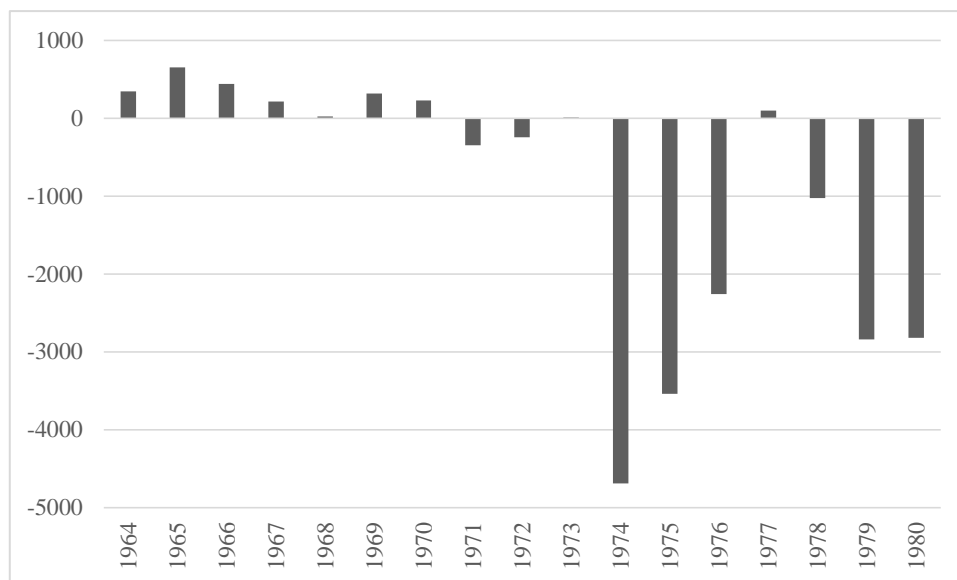
Acompanhando a disseminação de regimes cambiais de câmbio flutuante, houve o estabelecimento de novas formas de controle e limitação da atuação estatal por meio de instâncias não mediadas pela negociação política, ainda que ponderada, a que os países membros tinham acesso no âmbito do FMI. Afirmava-se, nesse sentido, um ambiente em que passaria a haver (i) uma competição interestatal pelo estabelecimento de taxas de câmbio capazes de atrair capital e (ii) a possibilidade de disciplinamento pelo mercado, por meio da redução de liquidez disponível para mercados em que a taxa de câmbio não garantisse a realização do capital externo que viesse a ser neles aplicado. Evidentemente, esse controle não se aplicava de forma linear a todas as economias, devendo-se ter em mente que, conforme explicitado por Brummer (2015, p. 45 e 111), mercados maiores, com maior potencial de crescimento e com produtos ou acessos específicos tendem a ter vantagem, bem como os mercados daqueles Estados com alguma capacidade de dominância sobre o conjunto do sistema.

O estabelecimento de regimes cambiais de câmbio flutuante era acompanhado também da criação e do incremento da liquidez de mercados derivativos de câmbio, abrindo espaço para o desenvolvimento de operações de arbitragem e especulação com diferentes moedas e da necessidade de ferramentas de salvaguarda contra a variação cambial (SODRÉ DE OLIVEIRA, 2009, p. 100). Esses espaços amplificavam as fontes de potenciais pressões cambiais e ampliavam o escopo do disciplinamento pelo mercado em relação aos Estados.

Houve também a ampliação da restrição externa, sendo certo que o aumento dos preços internacionais de matérias-primas na sequência do abandono da conversibilidade dificultou que o Brasil tivesse acesso a insumos como petróleo e a produtos de consumo básico como trigo,

concorrendo com a restrição que o Brasil já enfrentava para obter os bens de capital necessários a seu desenvolvimento. No período, houve deterioração das contas externas brasileira e perda de reservas (CARNEIRO NETTO, 2014, p. 251). Pode-se notar que o saldo da balança comercial foi bastante afetado a partir de 1973, registrando resultados negativos expressivos na maioria dos anos:

Gráfico 1



Saldo da balança comercial (anual) em milhões de Dólares - Brasil (1964-1980)

Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil - Departamento de Estatísticas (BCB-DSTAT)

Dessa forma, com a Segunda Emenda ao Convênio Constitutivo do FMI, restava do respaldo estrutural do qual gozava o primeiro padrão normativo do câmbio apenas a possibilidade de acesso ao arranjo de compartilhamento de reservas no caso de desequilíbrios no balanço de pagamentos, ou seja, aos recursos do próprio Fundo. No entanto, mesmo esse último pilar de sustentação sobre o qual foi construído o quadro jurídico desde 1953 viria a ser inviabilizado.

Ocorre que, em 1979, acompanhando os eventos que levaram à Revolução Islâmica no Irã e à consequente redução da produção de petróleo por parte daquele país, bem como a posterior ocorrência da Guerra Irã-Iraque, os preços globais da *commodity* novamente foram afetados, produzindo o segundo choque do petróleo. Os efeitos do segundo choque do petróleo foram no mesmo sentido do que havia ocorrido após o choque anterior: incremento da inflação

nos países industrializados, redução da liquidez e aumento da restrição externa para os demais países.

Nesse contexto, a maneira como os Estados Unidos particularmente lidaram com a inflação no final da década de 1970 e no início da década de 1980 teve repercussões tanto em países centrais quanto para a periferia. A atuação norte-americana novamente precipitou a necessidade da emergência de novos arranjos para a resolução dos problemas que se apresentaram, mas as formas como essas soluções se apresentaram para os países centrais e periféricos foi bastante diferente.

A estratégia adotada pelos Estados Unidos para combater a inflação se pautou pelo aumento da taxa de juros interbancária de curto prazo (*Fed Funds Rate*) por parte do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (FED), o Banco Central dos Estados Unidos, juntamente com a redução do ritmo de expansão da base monetária nos Estados Unidos (EICHENGREEN, 2012, p. 195). A taxa de juros básica dos Estados Unidos, que constantemente havia sido negativa durante em momentos em que a inflação nos Estados Unidos ultrapassou 10% a.a. na década de 1970, tornou-se positiva e a taxa de juros nominal foi elevada até alcançar valores próximos de 20% a.a. em meados de 1981 (HARVEY, 2009, p. 23).

No que diz respeito aos países centrais, a acomodação veio na forma dos Acordos de Plaza. A elevação das taxas de juros básicas dos Estados Unidos a partir de 1979 tiveram o efeito de apreciar a moeda americana em relação às demais moedas, gerando pressões sobre a balança comercial americana e atraindo capital financeiro. Os Acordos de Plaza tiveram propósito de realinhar as taxas de câmbio das moedas da França, Alemanha Ocidental, Reino Unido, Japão e Estados Unidos, bem como conter a tendência de valorização do Dólar em relação às demais moeda derivadas das alterações das taxas de juros básicas praticadas pelos Estados Unidos desde a década anterior e redefinir as tendências de fluxos comerciais e financeiros entre os países desenvolvidos, para garantir que as taxas de câmbio refletissem os fundamentos econômicos (KENEN, 1988, p. 677). No caso de Plaza, houve uma solução negociada perante os efeitos da Política Monetária americana, mas o acesso a essa negociação foi limitado e não houve intermediação por parte do FMI, espaço em que os Estados com economias em desenvolvimento poderiam incidir, mostrando que o suporte estrutural do primeiro padrão normativo do câmbio, de fato, já não mais subsistia.

Por sua vez, a solução do problema de incremento da restrição externa por conta das crises da década de 1970 que enfrentavam os países periféricos foi menos convidativa e participativa. Ela envolveu o FMI, em sua posição de arranjo de compartilhamento de reservas, mas que passou a demandar a adoção de políticas públicas de tendência liberal por parte dos Estados que a ele recorriam. Stiglitz (2002, p. 13) chega a afirmar que, na década de 1980, influenciado pelos governos americano e britânico de ocasião, liderados respectivamente por Ronald Reagan e Margaret Thatcher, o FMI teria deixado de servir à sua missão de fornecer fundos para países que enfrentavam recessões para se tornar uma instituição pregadora de uma linha ideológica, mais alinhada aos agentes do mercado financeiro internacional, para os países em desenvolvimento que procuravam seu apoio.

Na América Latina, após as crises do petróleo de 1974 e 1979, o México se viu em uma situação na qual não conseguiria rolar ou pagar a dívida que contraía junto a instituições financeiras internacionais no período anterior, de maior liquidez, e precisou buscar o FMI em 1982. Diante disso, o Fundo utilizou sua posição para exigir do México reformas, impondo ao país a adoção de uma forte política de austeridade, reduzindo despesas públicas e desvalorizando câmbio, para obter receitas exclusivamente destinadas ao serviço da dívida, na forma de resultados primários, ou seja, considerados antes do pagamento de juros e despesas financeiras (CAMARA; SALAMA, 2005, p. 212-213).

A partir do episódio envolvendo o México em 1982 e no espírito de sua “revolução silenciosa”, o FMI adotou o protocolo de rolar a dívida dos países periféricos em troca do compromisso com reformas. A reação dos mercados financeiros internacionais passou a ir no mesmo sentido, negando crédito aos países da América Latina e a outras economias da Periferia, a menos que assinassem uma *Carta de Intenções* com o FMI. A estrutura passou a conferir uma porção maior de agência ao FMI, enquanto organização internacional, e aos agentes do mercado financeiro internacional que o acompanhavam.

A Carta de Intenções é uma condição para a obtenção de crédito junto ao FMI. Ela deve ser encaminhada, ao Fundo, pelo Estado que pleiteia os recursos e refletir os termos da negociação entre o Estado e o FMI, descrevendo as políticas que o Estado adotou ou está disposto a adotar durante o período do empréstimo de maneira suficientemente precisa para que a IFI possa monitorar esses compromissos (POLAK, 1991, p. 24). O próprio FMI aponta que o acesso ao crédito normalmente demanda a apresentação de um instrumento com esse teor,

contendo as condições de Política Econômica, detalhadas em um memorando de entendimentos⁵⁷.

Essa mudança de postura do FMI representou uma quebra significativa em relação à maneira como a organização se relacionava com seus Estados-membro. Altamura e Kedar (2021, p. 27) chamam atenção para o fato de que o FMI havia adotado, para sua atuação, os princípios da universalidade, igualdade de tratamento e neutralidade política, no sentido de implementar uma prática não discriminatória para que a instituição atuasse em relação aos Estados e aos regimes adotados por cada Estado. A adoção de uma agenda política específica afastou essa tradição, dotando os técnicos do fundo de uma incidência maior na definição da Política Econômica de seus membros.

Com o estabelecimento desse procedimento, até a possibilidade de acesso ao arranjo de reservas, que servia como um dos pilares estruturais do primeiro padrão normativo do câmbio, foi removido. Nesse sentido, a redução de liquidez nos mercados internacionais desde o final da década de 1970 desorganizou o padrão de relacionamento entre os Estados e abriu espaço para uma reorganização estrutural da incidência do Direito sobre o espaço de fluxo do sistema financeiro internacional, favorecendo o FMI e os agentes do mercado financeiro internacional que o acompanhavam.

Cabe verificar como as transformações dispostas nesta seção se refletiram na Política Cambial brasileira.

5.2. Aspectos domésticos crise do primeiro padrão normativo do câmbio

Nem todas as transformações estruturais abordadas na seção anterior levaram a transformações na dinâmica da gestão do fluxos e estoques de divisas no Brasil, sendo que, com efeito, só cabe falar-se de crise do primeiro padrão normativo do câmbio no país a partir da década de 1980, quando, após a crise mexicana, o FMI deixou de figurar como um fundo de reservas acessível a seus membros com problemas de balanço de pagamentos, e degradaram-se efetivamente as condições de acesso a crédito internacional por parte dos países da periferia para rolares suas dívidas, a não ser que assumissem determinados compromissos de política pública a partir da atuação do próprio FMI e das pressões de mercado.

⁵⁷ Disponível em: < <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Lending> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

Dessa forma, o período anterior à crise mexicana é, do ponto de vista da Política Cambial brasileira, um tempo de razoável continuidade do primeiro padrão normativo do câmbio. A década de 1980, por sua vez, acaba refletindo um quadro de incerteza e de certo apego a um quadro normativo que não mais se sustentava, dado que toda sua base estrutural havia sido removida, mas que apenas viria a dar lugar a outro – com a construção do novo padrão normativo do câmbio – a partir do ano de 1990.

Para se entender a atuação da Ditadura Militar em relação à Política Cambial após o PAEG, cabe detalhar o esforço de unificação cambial do início da década de 1960. Nesse sentido, logo no momento anterior ao Golpe Militar, a Instrução SUMOC nº 263, de 19 de fevereiro de 1964, retomou o movimento de unificação das taxas de câmbio da Instrução SUMOC nº 204/1961 e incrementou o alinhamento geral das taxas de câmbio ao segmento de taxas livres. A Instrução SUMOC nº 263/1964 não deixava, no entanto, de estabelecer taxas incentivadas para trigo; petróleo e derivados; equipamentos, peças e sobressalentes, sem similar nacional, destinados à Petrobras; papel de imprensa, remessas financeiras para pagamentos da dívida externa brasileira e exportação de café.

No período do PAEG essa orientação foi reforçada antes mesmo da criação do BCB e do CMN. Nesse sentido foram editadas, logo nos primeiros meses de ditadura militar, a Instrução SUMOC nº 270, de 9 de maio de 1964, e a Instrução SUMOC nº 272, de 2 de junho de 1964.

A Instrução SUMOC nº 270/1964 passou ao mercado de taxas livres as importações de petróleo, trigo e papel de imprensa (SODRÉ DE OLIVEIRA, 2009, p. 250). Cabe notar que essas mercadorias compunham o rol de mercadorias de taxa de câmbio privilegiada em relação à taxa geral, nos termos do art. 50, § 1º, da Lei nº 3.244/1957.

A Instrução SUMOC nº 272/1964 se dedicou a passar para o mercado de taxas livres as exportações de café, mas estabeleceu um regime de retenção de valores por saca, sendo a safra o elemento definidor da quantia retida. A unificação patrocinada pela Instrução SUMOC nº 270/1964 e pela Instrução SUMOC nº 272/1964 não alcançava, no entanto, as mercadorias da categoria especial da Lei nº 3.244/1957 (SODRÉ DE OLIVEIRA, 2009, p. 250). A categoria especial viria a ser eliminada apenas em março de 1967, por força da Resolução CMN nº 41, de 22 de novembro de 1966, sendo, de todo modo, mantida a previsão legal que a criara.

Embora tenha se produzido esse movimento de unificação das taxas de câmbio em torno das taxas livres, definidas, nos termos do Decreto nº 42.820/1957, como aquelas

convencionadas entre as partes, o governo utilizou sua posição de dominação no mercado de divisas⁵⁸ para atuar na definição da taxa de câmbio. Com essa atuação, em que se buscou tratar o mercado de câmbio como um único, procurou-se eliminar o “mercado paralelo”, sobre o qual o governo não tinha controle (FGV, 1967, p. 52 e 55).

Tendo-se esse quadro de unificação cambial conduzida no início da década de 1960, os governos da ditadura não variaram muito em sua maneira de conduzir o câmbio, sendo destacáveis dois períodos. O primeiro deles, foi marcado pelo exercício da Política Cambial por meio de grandes desvalorizações cambiais, que, juntamente com incentivos fiscais e creditícios, buscavam fomentar as exportações (MAGELA SIQUEIRA, 2016, p. 54). De acordo com Suplicy (1974, p. 44), “entre dezembro de 1964 e janeiro de 1968, o cruzeiro foi desvalorizado três vezes, em 19, 23 e 18%, a intervalos de 323, 454 e 325 dias respectivamente”.

Essa sistemática de ajustamento foi mantida até 21 de agosto de 1968, ocasião em que a 111ª Sessão do CMN deliberou sobre a adoção de uma nova dinâmica de ajustamento cambial. Conforme exposto na ata da referida Sessão do CMN, o racional que serviu de base ao novo sistema seguiu sendo notadamente relacionado à preservação das exportações, como parte da estratégia de desenvolvimento nacional:

“À medida que os preços se elevam internamente, por força da inflação – ainda que controlada – as exportações brasileiras se tornam progressivamente mais caras e, como é óbvio, as importações mais baratas, desde que não se altere a taxa de câmbio. Durante períodos inflacionários, não haveria, para solução do problema, senão a alternativa de se alterar a taxa cambial. Passível de discussão é apenas o período dentro do qual deve ocorrer a mudança. A experiência brasileira tem sido a de realizar reajustamentos em períodos espaçados, de tal forma que, para fazer face às pressões acumuladas sobre os preços internos, essas variações se processam bruscamente, na ordem de 20 a 30% e a cada 12 ou 15 meses, apresentando sérios inconvenientes. A adoção de uma política de reajustes menos espaçados evitaria as disparidades substanciais entre os preços internos e externos.

A adequação da nova sistemática para a taxa de câmbio à política de desenvolvimento econômico do Governo, com inflação progressivamente cadente, será o complemento decisivo para o sucesso do elenco de medidas que se vêm adotando com o fim de estimular as exportações brasileiras. A garantia de uma taxa permanentemente satisfatória – em substituição ao atual regime, em que se alternam fases favoráveis e adversas – permitirá uma utilização mais racional da produção atualmente devotada ao setor exportador. Mais do que isso, a diminuição da incerteza quanto ao comportamento da taxa de câmbio irá constituir estímulo para os investimentos no setor das exportações nacionais. Êste aspecto de continuidade de incentivos econômicos – preocupação permanente do Governo – é fator fundamental para uma mudança de escala no volume das exportações de produtos manufaturados” (CMN, 1968, p. 2-3. Grifos nossos).

⁵⁸ Dada, por exemplo, pelo art. 10, VIII, da Lei nº 4.595/1964, do qual De Chiara (1986, p. 156) diz decorrer o “princípio regulador das operações cambiais” ao conferir ao BCB o monopólio dos depósitos de moeda estrangeira.

A partir de então, passou-se a adotar uma política de minidesvalorizações cambiais com base na variação da Paridade de Poder de Compra (PPC) da moeda (ALMEIDA; BACHA, 1999, p. 9). Esse sistema perdurou até o fim do primeiro padrão normativo do câmbio em 1989. Sua base normativa repousava sobre instrumentos inferiores a Circulares do BCB ou Resoluções do CMN, a exemplo de Comunicados da Gerência de Operações de Câmbio (GECAM) do BCB. Note-se que sequer há ato normativo específico do CMN referente à decisão tomada na 111ª Sessão.

A operacionalização da definição das taxas de câmbio era feita com base no art. 36 do Decreto nº 42.820/1957, que vedava aos estabelecimentos autorizados a operar no mercado de taxa livre manterem posições, compradas ou vendidas, acima dos limites fixados pelo Conselho da SUMOC, sucedido nessa competência pelo CMN. Dessa forma, na prática, as instituições do SFN autorizadas a operar com câmbio eram obrigadas a ajustar sua posição de câmbio diretamente entre si ou com o BCB, nos prazos e margens que a autoridade estabelecia.

Esse ajuste, quando feito diretamente junto ao BCB, recebia o nome de *repassse* quando o banco ultrapassava o limite diário permitido para compra de moeda estrangeira e era obrigado a entregar ao BCB a moeda estrangeira adquirida e de *cobertura* quando a instituição precisava recorrer ao BCB para comprar moeda estrangeira para o atendimento de vendas realizadas a seus clientes (VERÇOSA, 1981, p. 28).

A unificação das taxas de câmbio em torno das taxas livres e o estabelecimento de margens limitadas para as posições de câmbio permitiam que o BCB mantivesse controle da liquidez das divisas no âmbito do mercado brasileiro e pudesse arbitrar sobre a taxa de câmbio. Essa atuação do BCB no mercado de câmbio no período que coincide com a sistemática das minidesvalorizações resultou na criação do Mercado de Câmbio de Taxas Administradas (MCTA). Magela Siqueira (2016, p. 57) chega a classificar o período como de exercício pleno de “monopólio do mercado de câmbio” por parte do BCB, preservado inclusive com medidas regulatórias adicionais para restringir seletivamente o acesso ao mercado de câmbio sempre que fosse necessário.

Cabe notar que a efetivação desse monopólio se deu a partir do manejo dos instrumentos normativos que conformavam o quadro jurídico do primeiro padrão normativo do câmbio. A uniformização cambial se deu em torno de uma taxa prevista no Decreto nº 42.820/1957, que previa também a possibilidade do controle da liquidez do mercado a que essa taxa era dirigida.

Foi dado um ritmo próprio à uniformização em relação às mercadorias enquadradas nas categorias de câmbio incentivado pela Lei nº 1.807/1953 e pela Lei nº 3.244/1957.

Além disso nota-se que as adaptações feitas no nível infralegal, notadamente no âmbito do CMN e operacionalizadas pelas instâncias do BCB, dava-se em linha com uma diretriz de efetiva incidência do controle estatal sobre o câmbio, vinculado a um projeto de desenvolvimento que, no momento da decisão sobre a sistemática de minidesvalorizações, por exemplo, resolve favorecer o setor exportador. É possível notar a continuidade do primeiro padrão normativo do câmbio, centrado na racionalidade e agência do Estado e no acesso a instrumentos para a consecução de seu projeto de desenvolvimento.

Um último ponto de destaque nesse período foi a edição do Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969. Esse instrumento sucedeu o Decreto nº 23.501/1933 no sentido de reafirmar o curso forçado da moeda nacional, mas previu hipóteses específicas de exceção, que vinham sendo objeto de legislação extravagante⁵⁹. O Decreto-Lei nº 857/1969 teve sua sistemática reproduzida e ampliada no art. 13 da Lei nº 14.286/2021, que o revogou⁶⁰.

O período das minidesvalorizações e da vigência do MCTA foi uma experiência gradualista de prazo bastante alongado, esporadicamente interrompido por uma desvalorização maior da taxa de câmbio, como ocorreu em fevereiro de 1983, ocasião em que o Governo desvalorizou o Cruzeiro em 30% em relação do Dólar (CARNEIRO; MODIANO, 2014, p. 270). Sodré de Oliveira (2009, p. 255) faz notar também a ocorrência de dois outros episódios de desvaloriza es mais pronunciadas, de 10%, no início de 1979 e de 30% em dezembro do mesmo ano.

⁵⁹ Veja-se, nesse sentido, a Lei nº 28, de 15 de fevereiro de 1935, que excluía da incidência do Decreto 23.501/1933 os contratos para importa o de mercadorias; o Decreto-Lei nº 1.079, de 27 de Janeiro de 1939, que detalhava a extensão do curso forçado em contratos de empréstimo de dinheiro celebrados no território nacional até 1  de dezembro de 1933, com garantia de hipoteca de bens imóveis situados no Brasil; o Decreto-Lei nº 6.650, de 29 de junho de 1944, que retirava as obriga es contraídas no exterior em moeda estrangeira para serem executadas no Brasil do âmbito de incidência do Decreto 23.501/1933; e o Decreto-Lei nº 238, de 28 de fevereiro de 1967, que fazia o mesmo em rela o aos empréstimos e quaisquer obriga es cujo credor ou devedor fosse pessoa residente ou domiciliada no exterior e aos negócios jurídicos que tivessem por objetivo a cessão, transferência, delega o, assun o ou modifica o dessas obriga es, ainda que ambas as partes contratantes fossem pessoas residentes ou domiciliadas no país, conforme veio a ser detalhado pelo Decreto-lei nº 316, de 13 de março de 1967. Após a edi o do Decreto-Lei nº 857/1969, a legisla o específica seguiu prevendo exce es específicas ao curso forçado, como as debêntures cambiais, de que trata o art. 54 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o arrendamento mercantil, na forma do art. 6  da Lei nº 8.880/1994, a exporta o indireta de que trata a Lei nº 9.529, de 10 de dezembro de 1997, e os certificados de recebíveis, conforme o art. 22,   8 , da Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022.

⁶⁰ Outras disposi es específicas no sentido de reafirmar o curso forçado da moeda nacional compõem o art. 6  da Lei nº 8.880/1994, o art. 1 ,   1 , da Lei nº 10.192/2001 e o art. 318 do Código Civil.

Embora a desvalorização de 10% no início de 1979 chame a atenção e expresse a necessidade de um ajuste para que a taxa de câmbio praticada efetivamente seguisse a orientação política que fundamentava sua determinação, os reajustes de 30% são sintomáticos das dificuldades que a reprodução do primeiro padrão normativo do câmbio passou a ter a partir do final da década de 1970.

Não deve ser visto com estranheza que esses episódios de acentuada desvalorização tenham se dado na sequência dos eventos desestabilizadores das condições de controle cambial das quais dispunham os países da periferia. Nesse sentido, Carneiro Netto (2014, p. 255) dá conta de como o Brasil se deparou com uma situação de iliquidez dos mercados financeiros internacionais a partir do segundo semestre de 1979, em um cenário de choque do petróleo e elevação do custo de endividamento externo, tendo sido a desvalorização cambial um movimento heterodoxo para tentar adaptar a dinâmica da economia brasileira a essa conjuntura, tendo sido essa desvalorização aliada a uma prefixação da correção monetária para segurar as expectativas de inflação. Carneiro e Modiano (2014, p. 263) destacam que essa situação de escassez de financiamento externo se manteve na década de 1980, com baixa disposição dos credores para ofertar financiamentos que não viessem acompanhados de pesadas contrapartidas internas no curto prazo.

Foi nesse contexto que, em 1982, o Brasil passou a se engajar com o FMI a fim de obter financiamento que desse conta das dificuldades de balanço de pagamentos produzidas pelas novas condições de iliquidez internacional, que havia já levado o México a buscar a IFI. Em janeiro de 1983, o governo brasileiro submeteu a primeira carta de intenções ao Fundo. Enquanto essa primeira carta era examinada, as dificuldades da balança comercial forçaram a desvalorização cambial de 30% de fevereiro de 1983 (CARNEIRO; MODIANO, 2014, p. 267-270).

Entre os anos de 1983 e 2001 o Brasil passou a ter uma relação maior de dependência com o FMI, tendo celebrado nesse período mais sete acordos bilaterais com a instituição, mas dessa vez com valores bem mais significativos e em modalidades que iam além do *Stand-by*. O acordo de 1983 teve a natureza de *Extended Fund Facility*, desenhado para apoiar países com problemas de médio prazo do balanço de pagamentos por conta de deficiências estruturais, e outro do tipo *Supplemental Reserve Facility*, que serve à concessão e empréstimos em casos de déficits extraordinários de curto prazo, viria no final da década seguinte (ALMEIDA, 2014, p. 495).

Essa iniciativa junto ao FMI em 1983 mudou o tipo de relacionamento que o Brasil tinha com o Fundo até então. A necessidade de acesso ao financiamento estrangeiro tornou o país mais propenso a reconhecer o disciplinamento econômico que veio a ser vocalizado pelo FMI e pelos agentes do mercado financeiro internacional. A partir daí, a IFI passou a exercer ingerência sobre o quadro normativo interno, no sentido de exigir a implementação de certos padrões de gestão macroeconômica:

“O anúncio formal de um programa com o FMI definiu um novo modelo para as negociações da dívida externa brasileira. Quando cessou o fluxo de empréstimos voluntários, o principal desafio dos negociadores deixou de ser apresentar perspectivas favoráveis para o futuro da economia e emitir sinais de austeridade aos credores privados, e passou a ser a submissão das políticas macroeconômica e comercial ao crivo do FMI. As negociações passaram a ser realizadas com a equipe do Fundo, com o entendimento de que os bancos endossariam os resultados” (CARNEIRO; MODIANO, 2014, p. 269).

A segunda metade da década de 1980 no Brasil correspondeu a um período de tentativas de reorganização econômica em razão da inflação, esforço ao qual foram submetidos também os instrumentos do primeiro padrão normativo do câmbio. Modiano (2014, p. 281) afirma que a Política Econômica do período se concentrou no combate à inflação e destaca que esse processo inflacionário teve impulso em dois momentos específicos, sendo o primeiro deles em fins de 1979, na sequência do segundo choque do petróleo e no contexto de mudanças internas da Política Econômica, e o segundo em 1983, após a desvalorização do Cruzeiro. São eventos entendidos como vinculados ao dismantelamento da estrutura do primeiro padrão normativo do câmbio e à intensificação da restrição externa que se apresentava como entrave à continuidade da estratégia de desenvolvimento.

Conforme se detalhará no capítulo 7 a seguir, o manejo da Política Cambial foi uma parte relevante da estratégia que logrou debelar a inflação já sob o quadro jurídico do segundo padrão normativo do câmbio. Por ora cabe tratar de dois dos traços distintivos da inflação brasileira no período.

O primeiro é o caráter inercial da inflação brasileira. Conforme Lara Resende e Arida (1985), a inflação se torna inercial quando os contratos têm cláusulas de indexação que levam à recomposição de seu valor real em intervalos fixos de tempo. Variações menores da inflação não levam à redução da duração dos contratos por conta dos custos de transação envolvidos, mas uma alta inflação corrente serve de incentivo para que todos procurem instrumentos para

revisão em prazos cada vez mais reduzidos, fazendo com que a memória da inflação passada impulsione a inflação corrente.

O segundo deles diz respeito ao fato de que, por conta de a indexação alcançar até mesmo as receitas do Governo, a inflação veio a se consolidar como um instrumento que auxiliava o Estado a manter um déficit operacional baixo, por meio de um expediente que ficou conhecido como “Efeito Bacha” ou “Efeito Tanzi às avessas”. Na literatura econômica, o efeito Tanzi preconiza que a inflação seria um fator que levaria o governo a perder capacidade arrecadatória dado que o fato gerador e o efetivo pagamento do tributo são diferidos no tempo. Bacha (1994, p. 11) explica que essa relação pressupunha que a despesa pública fosse indexada e a receita não, o oposto do que ocorria no caso brasileiro. Explicando o que ocorria no Brasil à época, expõe o autor:

“A inflação ajuda de duas formas na redução do déficit orçamentário aos valores efetivamente observados no fim do ano fiscal. Primeira, o orçamento embute uma previsão inflacionária bem menor do que a inflação efetivamente observada. Isso reduz o valor real das despesas a serem executadas, mesmo sem o controle do caixa. Já as receitas, por estarem indexadas, pouco sofrem com a inflação maior do que a orçada. Segunda, por meio do controle do caixa, o Ministério da Fazenda adia a liberação das verbas orçadas para o final do ano ou mesmo para os restos a pagar no seguinte, desse modo, fazendo com que o valor dessas despesas seja adicionalmente reduzido pela inflação” (BACHA, 1994, p. 9-10).

A partir da segunda metade da década de 1980, tendo-se formado um consenso em torno do reconhecimento do caráter inercial da inflação brasileira, foram adotados no Brasil os planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991), que buscaram enfrentar a inflação a partir de variações da estratégia de choque heterodoxo preconizada por Lopes (1984, p. 2) na forma de “congelamento ríspido e total de preços acompanhado por uma liberalização das políticas monetárias e fiscais”. Nenhum deles logrou encerrar o processo inflacionário de maneira consistente.

Os choques heterodoxos envolveram estratégias de congelamento de preços que exigiram adaptações da sistemática de minidesvalorizações. Congelamentos prolongados poderiam levar a disparidades entre a taxa de câmbio paritária e a dinâmica de produção interna, causando escassez de produtos ou elevação das exportações.

Nesse sentido, Modiano (2014, p. 296) narra como, no caso do Plano Cruzado, o desalinhamento do câmbio levou a uma situação de deterioração da balança comercial que forçou o governo a adotar uma moratória dos juros da dívida externa. Ainda, Barros de Castro

(2011, p. 129) mostra que, no caso dos planos até 1989, a abordagem, em relação à taxa de câmbio variou entre congelamento, manutenção de minidesvalorizações, adoção de desvalorizações maiores e realização de congelamento diferido.

5.3. O fim do primeiro padrão normativo do câmbio

O primeiro padrão normativo do câmbio foi um produto próprio de seu tempo e das condições estruturais que resultaram do arranjo político produzido no pós-Segunda Guerra Mundial, que teve no centro a estruturação de mecanismos de interação interestatal a partir da criação de instituições que mediavam esse contato e que funcionavam como salvaguarda contra os movimentos de mercado não alinhados aos interesses de desenvolvimento dos Estados. Nesse contexto, foi dado aos Estados, mesmo aqueles que não contavam com mercados financeiros maiores, com maior potencial ou posição estratégica sob sua jurisdição, atuar na regulação dos fluxos e estoques de divisas, fazendo com que seus interesses de desenvolvimento incidissem no espaço de fluxo sobre o qual se concentra o Direito da Finança Internacional.

No entanto, desde sua criação, essa estrutura já continha em si lacunas, que em um primeiro momento ajudaram os Estados Unidos a construir sua hegemonia, utilizando-se do Dólar, destacado como moeda de reserva para as nações integradas ao FMI. A busca pela manutenção dessa hegemonia levou primeiro à quebra do sistema de paridade centrado no Dólar e ordenador da atuação regulatória sobre fluxos e estoques de divisa e, finalmente, a uma reconcentração das definições sobre a dinâmica do sistema financeiro internacional entre algumas nações mais desenvolvidas, desintermediada de instâncias universais como o FMI, refletindo, em parte, a informalidade do Padrão Ouro-Libra. Dessa forma, as nações que não contavam com maior peso para o mercado financeiro internacional perderam capacidade de incidência. Por fim, em um momento de redução da liquidez global, o FMI deixou de servir como instância de salvaguarda para os Estados contra os movimentos de mercado foi convertido em uma plataforma de propagação de políticas públicas e uma fonte de pressão por alterações nos quadros jurídicos domésticos, ao lado dos credores do sistema financeiro internacional.

A partir daí, o quadro normativo do primeiro padrão normativo do câmbio passou a conviver com um quadro econômico disfuncional, em que seus instrumentos não mais serviam para apoiar o desenvolvimento. O fim do primeiro padrão normativo do câmbio se deu em uma

situação de crise continuada, em que o manejo da Política Cambial servia apenas como acessório de diversos planos econômicos de combate à inflação.

6. QUADRO GERAL DO NOVO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO

A conformação do novo padrão normativo do câmbio representou uma tendência geral de abertura econômica, com base na liberalização da conta de capitais. Mais do que um evento em um momento determinado, esse é um processo normativo que persiste até os dias atuais.

A tendência de liberalização tomou a forma da edição de um conjunto de instrumentos normativos voltados a liberalizar fluxos de entrada e saída de recursos registrados como transferências unilaterais e investimentos. Ela não ficou também limitada pelo quadro jurídico mais amplo, tendo se operado em grande medida por meio de instrumentos infralegais, a despeito do quadro normativo vigente na maior parte desse processo ter sido desenhado para o primeiro padrão normativo do câmbio.

A liberalização da conta de capitais constitui um processo articulado ao novo padrão normativo do câmbio. A progressiva retirada de mecanismos regulatórios incidentes sobre o ingresso e a saída de capital incrementa o atributo da liquidez dos investimentos realizados nos mercados brasileiros, seja em títulos públicos ou privados, ao mesmo tempo em que leva os reguladores a terem que atuar em ambiente em que a volatilidade se mostra mais presente e, conforme expõem Nicacio e Rossi (2022, p. 182), é mais responsivo aos ciclos de liquidez.

Tendo-se em conta a dinâmica relacional do espaço de fluxo que disciplina o Direito da Finança Internacional no âmbito estrutural, a liberalização da conta de capital representou a incorporação do incremento da agência dos atores privados à regulação doméstica. De um ponto de vista de ação política, essa mudança não representa necessariamente o abandono do compromisso com um projeto de desenvolvimento. Se há efetivamente um jogo de forças no espaço de fluxo em que o Direito da Finança Internacional é estruturalmente regulado e os atores privados tiveram sua agência incrementada naquela escala, essa mudança tende a se refletir no âmbito das legislações domésticas, especialmente em jurisdições que não contam com os mercados com maior volume ou com características específicas.

Optou-se por tratar do novo padrão normativo do câmbio dividindo-se a abordagem sobre ele em duas partes. Nesta primeira parte, será dada atenção ao plano estrutural do novo padrão normativo do câmbio e às medidas de liberalização da conta de capitais. O próximo capítulo terá por objeto as principais normas que conformam a gestão da Política Econômica em que o novo padrão normativo do câmbio se manifesta.

Assim sendo, presente capítulo aborda o plano sistêmico e a tendência de liberalização da conta de capitais, procurando explicitar como o novo padrão normativo do câmbio se diferencia do anterior. A fim de dar conta desse propósito inicial, a sequência deste capítulo encontra-se dividido em duas partes. A primeira delas trata dos eventos sistêmicos que levaram à conformação da estrutura em que está referenciado o novo padrão normativo do câmbio. A última parte, por sua vez, serve para lidar com as normas que vêm sendo instrumentais à liberalização da conta de capitais no Brasil.

6.1. O plano estrutural do novo padrão normativo do câmbio

Ao final da década de 1980, diante da emergência e da persistência de crises da dívida principalmente em países da América Latina e da recorrência da orientação política do FMI quanto a recomendações de reforma de Política Econômica para que esses países recuperassem o acesso ao financiamento externo, foi-se formando um discurso padronizado a ponto de ser quase codificado. Rodrik (2006, p. 973) chega a chamar de mantra de uma geração de tecnocratas a fórmula “estabilizar, privatizar e liberalizar”.

De fato, a sistematização dessa ordem de recomendações se materializou na forma do chamado Consenso de Washington, a partir de uma reunião ocorrida em Washington, D.C., em novembro de 1989, envolvendo funcionários do Governo dos Estados Unidos, do FMI, do Banco Mundial, do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)⁶¹ e economistas acadêmicos latino-americanos. Esse encontro foi convocado pelo Instituto de Economia Internacional sob o mote: “*Ajustamento latino-americano: o que tem ocorrido?*”. A reunião acabou legitimando uma lista de dez recomendações que passaram a compor a orientação de boas práticas a ser propagada pelas organizações internacionais presentes e as instituições e agentes a elas associados.

A lista era composta por orientações no sentido de: (i) disciplina fiscal; (ii) reorientação da despesa pública; (iii) reforma tributária; (iv) liberalização financeira; (v) taxas de câmbio unificadas e competitivas; (vi) liberalização comercial; (vii) abertura ao Investimento Estrangeiro Direto; (viii) privatização; (ix) desregulamentação; e (x) segurança jurídica dos

⁶¹ O BID é um banco de desenvolvimento sediado em Washington, D.C., que tem sua atuação voltada ao financiamento de projetos na América Latina e no Caribe.

direitos de propriedade (RODRIG, 2006, p. 978)⁶². Tratava-se, portanto, de uma ampla gama de medidas aplicáveis a todos os aspectos da Política Econômica de um Estado.

Com efeito, o Consenso de Washington não inaugurou um novo sentido para a atuação de tecnocratas das IFIs ou para os agentes do mercado financeiro internacional, mas ajudou a dar visibilidade a uma agenda que ficou mais evidente, pôde ser reproduzida de maneira mais consistente e mesmo encampada por grupos políticos dentro dos Estados. A partir do Consenso de Washington, abriu-se um momento histórico particular na América Latina, marcado essencialmente pela liberalização das contas de capital por meio de reformas institucionais e regulatórias.

Nesse contexto, em que particularmente na América Latina as economias encontravam-se reduzidas à uma condição crônica de inadimplência por conta da crise de dívida, com constantes anúncios de moratórias e calotes, foi oferecido um plano de reestruturação de suas dívidas na forma do Plano Brady, assim apelidado por conta do Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady. A adesão a tal plano era tratada como meio de resolver a crise de dívida que as economias da região enfrentavam, tendo como contrapartida obrigações de adoção de medidas *à la* Consenso de Washington.

Iniciado em 1989, o Plano Brady se tratava de estratégia de reestruturação e conversão das dívidas soberanas em valores mobiliários comercializáveis no mercado secundário. Os valores mobiliários, produto dessa securitização⁶³, passaram a ser conhecidos como *Brady Bonds* e representavam empréstimos de bancos comerciais aos governos da América Latina garantidos pelo Governo dos Estados Unidos e endossados pelo FMI. Em troca, os países devedores prometiam conduzir reformas econômicas (MOSLEY, 2003).

Mosley (2003) assim explica o fator gerador de liquidez do Plano Brady:

“O Plano Brady, destinado a resolver a crise da dívida da década de 1980, estimulou a criação de um novo ativo financeiro, o Brady Bond. Esses títulos representam empréstimos dos bancos comerciais garantidos pelo governo dos Estados Unidos e endossados pelo FMI, geralmente denominados em dólares, aos governos da América Latina. Em troca de garantias de empréstimos, os governos devedores prometiam realizar reformas na Política Econômica. Em vez de manter esses empréstimos em

⁶² Um maior desenvolvimento sobre as medidas do consenso pode ser encontrado em Williamson (1990, p. 9-33).

⁶³ A securitização é uma operação que encontra boa definição no ordenamento brasileiro na forma do art. 18, parágrafo único, da Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022, consistindo na aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento seja primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.

seus livros, os bancos os vendiam para investidores de portfólio, estimulando ainda mais uma mudança para o financiamento desintermediado” (MOSLEY, 2003, p. 105).

Aderiram ao Plano Brady majoritariamente economias latino-americanas, mas ele alcançou também outras economias periféricas. Ao todo, aderiram ao Plano Brady os seguintes países: Argentina, Bolívia, Brasil, Costa Rica, República Dominicana, Equador, México, Panamá, Peru, Uruguai e Venezuela, na América Latina e, fora da região, Bulgária, Costa do Marfim, Jordânia, Nigéria, Filipinas, Polônia e Vietnã (DAS et al., 2012, p. 18). Securitizadas, as dívidas não mais seriam assumidas a partir de operações de crédito centralizadas junto a instituições financeiras específicas.

O Plano Brady representou um momento de virada para as economias que a ele aderiram. A partir daí os Estados teriam que interagir de maneira mais decisiva no espaço de fluxo do Direito da Finança Internacional não apenas com os credores tradicionais, como as instituições financeiras internacionais e as empresas transnacionais que forneciam empréstimos intra-companhia a suas subsidiárias nos países periféricos, mas também com investidores individuais e institucionais que operassem nos mercados em que os *Brady Bonds* eram comercializados, que tiveram sua agência reforçada.

Esses credores individuais e institucionais têm sua atuação caracterizada por negociarem diretamente a partir de mercados descentralizados com uma maior dispersão da base, sem a intermediação das grandes instituições financeiras. Além disso, têm seus investimentos garantidos por títulos executáveis, públicos ou privados, ou participação (*equity*) nas empresas de capital aberto de toda a Periferia.

Kaplan e Thomsson (2016, p. 621) demonstram que essa desintermediação diminui o nível de autonomia dos governos e aumenta o “efeito disciplinador” das finanças globais. Segundo os autores, o nível de exposição de bancos a um determinado governo devedor reduz o poder de barganha deste tipo de credor, enquanto investidores dispersos encontram muito mais facilidade para abandonar suas posições. A grande quantidade de agentes envolvidos também inviabiliza qualquer tentativa de renegociação de dívida, dado o elevado custo de transação que isso implicaria (MOSLEY, 2003, p. 105-106).

A Política Econômica dos Estados que aderiram ao Plano Brady ou que simplesmente abriram suas contas de capitais seguindo as recomendações do Consenso de Washington passou, assim, a sofrer mais pressão dos investidores que buscavam realizar ganhos nos mercados financeiro e de capitais. A interação nos espaços de fluxo da finança passou a

demandar um grau de prestação de contas a credores muito maior do que o existente anteriormente e que passou a competir com a prestação de contas de governantes junto aos cidadãos que governavam.

Em que pese a verdadeira maximização dos custos de transação quando há dispersão de agentes credores, nota-se que há coordenação entre esses agentes em relação às decisões de fornecer liquidez a determinado Estado da periferia. Essa coordenação decorre de uma percepção de mercado quanto à incerteza e a possibilidade de assimetria de informação quanto às economias periféricas, mas há evidência que ela é causada também por duas tendências de mercado que merecem maior detalhamento, sendo uma ligada a uma menor dispersão das decisões e outra à menor dispersão do controle.

Em primeiro lugar, há evidência de que credores institucionais significativos não necessariamente tomam as próprias decisões de alocação de recursos em títulos originados em economias periféricas tendo em conta os dados econômicos individualizados e granulares sobre cada Estado. Algumas estratégias acabam contribuindo para que haja de fato uma coordenação no mercado, nem sempre com base na melhor informação disponível.

Já no começo dos anos 2000, Haley (2001, p. 78) notava que o alto custo de se coletar informações localmente, tratar informações e os custos de transação envolvidos levavam investidores institucionais a recorrerem a outros agentes reputados especialistas em mercados emergentes para alocarem seus investimentos. Tal fenômeno teria tornado os gestores de fundos destinados a investir em mercados emergentes um grupo de agentes com enorme poder sobre os fluxos de recursos privados para países em desenvolvimento.

Em noção que se assemelha ao conceito de dominação em Vidigal (1977), a autora pontua como a atuação desse número limitado de investidores que exercem influência sobre somas maiores de recursos destinados a mercados emergentes conforma um efetivo *poder*, que distorce a noção de alocação eficiente de recursos pelos mercados e dota esses agentes de capacidade de recompensar ou punir Estados (HALEY, 2001, p. 86). No espaço de fluxo do mercado financeiro internacional, os Estados com economias emergentes são dependentes dos fluxos de divisas para manter seus balanços de pagamento em condições adequadas à sua agenda de política e não exercem dominação como em seus mercados domésticos onde denominam e regulam a moeda. Quem possui disponibilidades das divisas mais líquidas e pode exercer dominação são os agentes que atuam no sistema financeiro internacional e nos mercados de capitais internacionais, tendo seu poder ampliado se atuando em coordenação.

Haley (2001, p. 86) igualmente faz notar que nem mesmo essa capacidade de se arbitrar sobre punição e recompensa era exercida de maneira a não causar danos colaterais, uma vez que, embora cada economia tenha características próprias, os investidores profissionais tendem a categorizar e agrupar economias que consideram semelhantes. Assim as estratégias de investimento precedem as decisões sobre alocação de recursos em países específicos, penalizando de antemão as economias fora dos segmentos escolhidos. Percebe-se, portanto, que, sendo essa a tendência, não está dentro da capacidade dos países em desenvolvimento efetivamente garantir que os fluxos de investimento sejam direcionados aos títulos e valores neles originados (HALEY, 2001, p. 77). Isso ocorre mesmo que esses Estados se dediquem mais que seus pares a prestar contas aos agentes do mercado.

Pesquisa mais recente de autoria de Brooks et al. (2015) chegou a conclusões bastante semelhantes ao apresentado por Haley anos antes:

“[O] prêmio de risco da dívida soberana de um determinado país é dado não apenas por seus próprios fundamentos, mas também por avaliações de mercado de outros países com os quais está categorizado. Os ‘efeitos do grupo de pares’ podem, portanto, permitir que crises – ou, pelo menos, prêmios de risco mais altos – se espalhem dentro de grupos de países, às vezes afetando mutuários que sofreram poucas mudanças em suas circunstâncias objetivas. Além disso, a distribuição dos prêmios de risco entre países pares aparece tanto em períodos de crise quanto em períodos de não crise e em países desenvolvidos e em desenvolvimento. A transmissão de longo prazo do sentimento do mercado entre as categorias de pares persiste nos mercados de títulos, enquanto o contágio do risco nos mercados de derivativos ocorre por meio de uma variedade de mecanismos de curto prazo. Concluimos, portanto, que o risco ‘soberano’ pode estar ainda menos no controle de governos individuais do que anteriormente suposto” (BROOKS et al., 2015, p. 588).

Além da questão de tomar-se por referência para alocação de investimento a opinião de alguns poucos agentes considerados especialistas e das estratégias de investimento de atores relevantes do mercado obnubilarem características específicas de diferentes mercados, a estrutura de controle das organizações, mais concentrada, é outro fator que pode ampliar a coordenação mesmo que a base de investidores pareça dispersa. Novamente, há alguns trabalhos que levam a crer que essa concentração se verifica.

Nesse sentido, há o esforço de Vitali et al. (2011), que analisaram as estruturas de controle de empresas transnacionais. Para tanto, os autores trabalharam com a base de dados Orbis⁶⁴ de 2007, e extraíram dela uma amostra de 43.060 empresas transnacionais, identificadas

⁶⁴ Orbis é uma plataforma ampla de dados sobre pessoas jurídicas desenvolvida pela Bureau van Dijk.

seguindo a definição da OCDE⁶⁵. Eles, em seguida, cruzaram os dados das empresas que compunham a amostra e identificaram uma rede com mais de 1.000.000 de vínculos de propriedade (VITALI et al., 2011, p. 2).

Apontando para a concentração, os autores notaram que, naquela amostra, as 737 empresas transnacionais com mais participação nas demais acumulavam 80% do controle do conjunto das empresas transnacionais considerando sua receita operacional. Além disso, também sob o critério de receita operacional, 40% das empresas transnacionais são detidas por um grupo de 147 entidades que, por sua vez, detêm controle quase integral sobre si mesmas. (VITALI et al., 2011, p. 4).

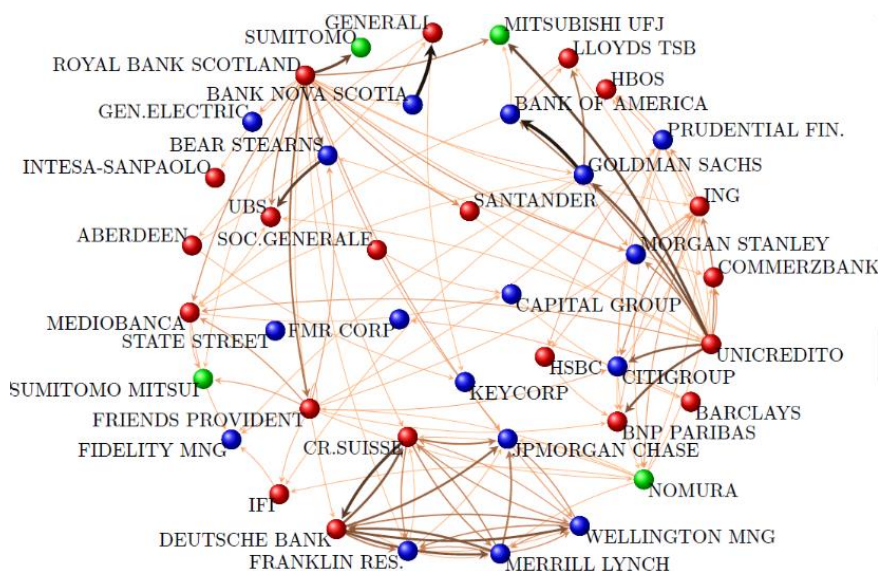
Embora os autores tenham se dedicado a fazer uma análise do conjunto das empresas transnacionais, uma conclusão importante para se ter em conta quanto à aparente dispersão de base dos investidores institucionais é que se notou também que três quartos das 295 empresas que aparecem mais fortemente conectadas a outras, compondo o *núcleo* da estrutura, operavam com intermediação financeira. Entende-se que, a partir dessa posição, essas firmas poderiam exercer controle considerável sobre as demais, seja formalmente (atuando em assembleias de acionistas e conselhos) ou por meio de negociações informais (VITALI et al., 2011, p. 2 e 5).

Em esforço de metodologia semelhante, Glattfelder (2010) procurou mapear vínculos entre companhias abertas de 48 jurisdições (GLATTFELDER, 2010, p. 65)⁶⁶. Nessa ocasião, o autor procurou evidenciar o grau de inter-relação verificável entre instituições financeiras com atuação transnacional, chegando ao seguinte quadro:

⁶⁵ Os autores trabalharam com a definição de empresa transnacional presente em OCDE (2000), que compreendia “empresas e outras entidades estabelecidas em mais de um país e de tal forma vinculadas que possam coordenar suas operações de diversas formas, podendo uma ou mais dessas entidades exercer influência significativa sobre as atividades de outras, seu grau de autonomia dentro a empresa pode variar muito de uma empresa multinacional para outra. A propriedade pode ser privada, estatal ou mista”.

⁶⁶ Vale dizer que a amostra não incluía o Brasil.

Figura 3



Rede financeira internacional⁶⁷

Fonte: Glattfelder (2010, p. 114).

Nota-se, portanto, que as principais instituições financeiras internacionais operavam em uma condição que as torna capazes de influenciar as decisões de parte considerável do conjunto das empresas transnacionais e são elas mesmo notadamente interligadas. Essa integração tornaria menos imediata uma conclusão no sentido de que a dispersão da base dos agentes financiadores de Estados periféricos tenha tornado menos coordenada a atuação desses agentes.

Glattfelder e Battiston (2019, p. 1) refizeram o esforço de pesquisa com novos dados disponíveis, tendo concluído que “embora muitos atores ganhem ou percam sua posição de influência ao longo do tempo, em geral, as estruturas de poder econômico são notavelmente robustas a choques e que o poder permanece extremamente concentrado nas mãos de alguns indivíduos e organizações”. Na ocasião, os autores não apresentaram novamente um quadro específico inter-relacionando apenas instituições financeiras com atuação transnacional.

Nesse sentido, a conclusão parece ser de que a securitização da dívida de Estados da periferia teria contribuído para ampliar custos de transação para eventual renegociação, sem necessariamente criar um cenário em que o mercado atuaria com a melhor informação

⁶⁷ Segundo Glattfelder (2010, p. 114), “os nós representam as principais instituições financeiras pertencentes ao SCC [empresas que aparecem mais fortemente conectadas a outras] e os vínculos demonstram as relações mais fortes existentes entre elas; as cores dos nós indicam diferentes áreas geográficas: União Europeia (vermelho), Estados Unidos (azul), outros países (verde); a largura e a tom dos vínculos mostram seu peso; apenas os vínculos mais proeminentes são mostrados”.

disponível sobre as especificidades das economias de cada Estado e ainda operaria com um nível de coordenação considerável, concentrando o poder decisório sobre os fluxos de capital em um conjunto limitado de agentes. Com o reforço do papel de investidores individuais e institucionais no financiamento dos Estados, os custos de transação aumentaram mais do que houve dispersão de base *de facto*. As economias periféricas ficaram sujeitas a um novo tipo de vulnerabilidade, derivada não mais das decisões de bancos centrais das economias do centro, mas sim das decisões dos principais agentes privados que operam nos mercados financeiro e de capitais internacionais.

Do ponto de vista da atuação dos Estados, passou a haver um ambiente de maior competição por recursos, no qual é preciso tentar se diferenciar exibindo fundamentos de Política Econômica mais valorizados pelos investidores individuais e institucionais, sem saber ao certo se essas características sequer serão levadas em consideração na tomada de decisão pelos investidores. Os Estados precisavam atrair os recursos desses investidores para poderem preservar seus balanços de pagamento em condições favoráveis à execução de sua agenda de política.

Essa nova realidade que se tornou mais patente a partir do final da década de 1980 se refletiu também em manifestações de organizações internacionais. Nesse sentido, em 1993, os agentes do Consenso de Washington fizeram uma nova reunião. Considerando a existência de uma grande liquidez nos mercados financeiros, avaliaram que os capitais internacionais estavam voltando à América Latina e “[p]or isso, os países desse continente deveriam, tão-somente, ter a capacidade de atraí-los” (FILGUEIRAS, 2000, p. 96-97).

Cabe mencionar que a agência dos investidores individuais e institucionais recebeu impulso também a partir da legislação doméstica dos Estados Unidos, mercado financeiro mais proeminente do mundo. Primeiramente, por meio de *lobby* e contando com interpretações favoráveis de reguladores, já na década de 1980, foram desenvolvidas técnicas para contornar as barreiras regulatórias derivadas da Lei Glass-Steagall, editada na sequência da Crise de 1929 para segregar as atividades de bancos comerciais e de investimentos. A princípio, o expediente de atuação de bancos comerciais no mercado de capitais dos Estados Unidos se deu por meio de distribuição de valores mobiliários já devidamente subscritos anteriormente por outras instituições autorizadas a fazê-lo e da distribuição de valores mobiliários em ofertas privadas, que, independentemente de seu volume, mantinham-se fora do escopo de atuação do regulador do mercado de capitais (PARTNOY, 2009, p. 41-42).

Eventualmente, o enfraquecimento da Lei Glass-Steagall levou à sua revogação por meio da Lei Gramm-Leach-Bliley, aprovada pelo Congresso americano em 1999, liberalizando a integração da atividade de bancos comerciais e bancos de investimento. Oficializou-se a atuação ampla de instituições financeiras dos Estados Unidos, com a possibilidade de investimento de recursos provenientes dos depósitos em bancos comerciais nos mais diversos ativos comercializados nos mercados financeiro e de capitais, incluindo títulos de dívida pública, intermediação de moedas e derivativos de câmbio.

O impulso de liberalização vindo tanto da atuação de organizações internacionais quanto da legislação doméstica dos Estados Unidos favoreceu e consolidou a agência de investidores individuais e institucionais no espaço de fluxo do mercado financeiro internacional. Diante dessa mudança das condições estruturais, os países da América Latina acabaram adotando estratégias de combate à crise da dívida externa que normalmente envolveram uma combinação de âncoras cambiais, voltadas a ampliar a disponibilidade de produtos importados, com a liberalização da conta de capitais e a adoção de políticas monetária e fiscal restritivas, a fim de gerar um fluxo de capital suficiente para equilibrar o balanço de pagamentos a partir da conta de capitais. No momento seguinte, por conta de uma série de crises cambiais na década de 1990, motivadas em parte pela coordenação da atuação de investidores e pela técnica de agrupar-se mercados considerados semelhantes, a tendência passou a ser de adoção de regimes cambiais mais próximos do câmbio flutuante.

De maneira geral, a estrutura que rege o Direito da Finança Internacional pendeu, portanto, para a ampliação da agência dos investidores individuais e institucionais, que operam de maneira mais estruturalmente integrada, ao passo que os Estados passaram a interagir entre si de maneira mais competitiva e a ficar mais sujeitos à influência de atores privados e organizações internacionais. O quadro do novo padrão normativo do câmbio reflete muito dessa dinâmica estrutural, com liberalização da conta de capital e uma nítida ampliação do papel desempenhado pelos agentes privados na Política Econômica.

6.2. A liberalização da conta de capitais

No início da década de 1990, ganhou impulso a liberalização da conta de capitais, feita principalmente por meio de instrumentos editados no nível infralegal, na forma de

regulamentação editada pelo CMN⁶⁸ e pelo BCB. Toda essa construção foi feita sem que tivesse que se revogar a Lei nº 4.131/1962, que efetivamente estabelecia regras de registro e controle estrito sobre o fluxo de divisas.

Um primeiro movimento nesse sentido foi substanciado na edição de regulamentos que tinham o propósito de integrar o mercado de capitais brasileiro aos fluxos de capital internacional. Partiu-se, para tanto, de uma base regulatória já existente. Isso porque, no final da década de 1980, o CMN já havia procurado ampliar e consolidar a participação estrangeira no mercado de capitais por meio da edição da Resolução CMN nº 1.289, de 20 de março de 1987. Essa norma previa, na forma de seus três Regulamentos Anexos originais, três formas de participação para investidores não residentes (INR) nesse mercado, sendo elas por meio da contratação de: Sociedades de Investimento constituídas no Brasil; Fundo de Investimento constituídos no Brasil; ou carteira de títulos e valores mobiliários, no Brasil ou no exterior. Mattos Filho e Muller Prado (2012, p. 212) explicam que as exigências regulatórias relacionadas a esses investimentos, principalmente a exigência de capital mínimo, permanência mínima, além de normas de composição de carteira, limitaram o alcance dessas modalidades.

No início da década de 1990, o CMN iniciou uma rodada de liberalização do investimento por INR, por meio da Resolução CMN nº 1.832, de 31 de julho de 1991, que adicionou o Regulamento Anexo IV à Resolução CMN nº 1.289/1987. Esse novo Regulamento Anexo, embora não alcançasse o mercado de títulos públicos como os três Regulamentos originais, abria a possibilidade de investidores institucionais estrangeiros realizassem aplicações diretamente nos mercados de valores mobiliários, sem intermediação de entidades constituídas no Brasil e sem as principais exigências regulatórias das modalidades então existentes:

⁶⁸ Sobre a competência regulamentar do CMN após a promulgação da Constituição Federal de 1988, há uma discussão em razão do art. 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT) ter estabelecido que, a partir de cento e oitenta dias da promulgação da Constituição, estariam revogados todos os dispositivos legais que atribuíssem ou delegassem a órgão do Poder Executivo competência assinalada pela Constituição ao Congresso Nacional. Como o dispositivo legal autorizava também a prorrogação de do prazo por meio lei, as normas que delegavam competência ao CMN tiveram sua vigência prorrogada em diversas oportunidades até que o art. 73 da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, prorrogou a vigência até a promulgação da nunca editada Lei Complementar sobre o SFN, de que trata o art. 192 da Constituição Federal. Sobre a sequência de normas que prorrogou os dispositivos que atribuem competência ao CMN, Sarai (2017, p. 16) lista a Medida Provisória nº 45, de 30 de março de 1989; a Medida Provisória nº 53, de 3 de maio de 1989; a Lei nº 7.770, de 31 de maio de 1989; a Medida Provisória nº 100, de 24 de outubro de 1989; a Lei nº 7.892, de 24 de novembro de 1989; a Medida Provisória nº 188, de 30 de maio de 1990; a Lei nº 8.056, de 28 de junho de 1990; a Medida Provisória 277, de 10 de dezembro de 1990, convertida na Lei nº 8.127, de 20 de dezembro de 1990; a Lei nº 8.201, de 29 de junho de 1991; e a Lei nº 8.392, de 30 de dezembro de 1991, com redação dada pela Lei nº 9.069/1995.

“Na sistemática do Anexo IV, investidores institucionais estrangeiros (fundos de pensão, seguradoras, instituições financeiras, fundos de investimentos, corretoras etc.) podiam investir diretamente em valores mobiliários negociados no mercado brasileiro. Não era mais necessário utilizar obrigatoriamente fundos ou sociedades como veículo de investimento. Também não havia regras sobre capital mínimo, tempo de permanência ou formação de carteira. Existia apenas a exigência que a participação fosse minoritária no capital social de companhias abertas. Além disto, eram vedadas as negociações fora do pregão, o empréstimo e a dação em garantia dos ativos adquiridos via Anexo IV. Tais investimentos também estavam isentos de pagamento de imposto sobre os rendimentos da carteira e sobre ganhos de capital” (MATTOS FILHO; MULLER PRADO, 2012, p. 213).

Na sequência, a Resolução CMN nº 1.848, de 31 de julho de 1991, incluiu o Regulamento Anexo V na Resolução CMN nº 1.289/1987, para disciplinar os investimentos de capitais estrangeiros em ações de empresas brasileiras por meio de *American Depositary Receipts* (ADR) e *International Depositary Receipts* (IDR). Os mecanismos de ADR e IDR permitiam que empresas brasileiras ofertassem seus valores mobiliários em mercados de capitais estrangeiros, tendo acesso a suas condições de liquidez e levando ao ingresso de recursos no Brasil.

Para além do incentivo à participação estrangeira no mercado de capitais nacional, as medidas relacionadas à abertura da conta de capitais objetivaram também liberalizar os fluxos de saída, sendo que o incremento da conversibilidade da moeda foi um dos meios utilizados. No início da década de 1990, o instrumento infralegal utilizado para tanto foi a regulamentação das CDE.

O tema das CDE foi inicialmente objeto do art. 57 do Decreto nº 55.762, de 17 de fevereiro de 1965, que regulamentava a Lei nº 4.131/1962. Tal dispositivo estabelecia que essas contas seriam de livre movimentação, independentemente de qualquer autorização, podendo ser livremente transferidos para o exterior seus saldos provenientes de (i) ordens em moeda estrangeira ou (ii) vendas de câmbio.

A primeira regulamentação a dar conta das CDE foi a Carta-Circular nº 5, de 27 de fevereiro de 1969, dando a essas contas o apelido de contas CC5. Além do disposto no Decreto nº 55.762/1965, a Carta-Circular nº 5/1969 previa a necessidade de, nas remessas feitas por meio de contas CC5, registrar-se a origem dos recursos e a identidade do depositante e do favorecido. No início da década de 1990, houve uma definição quanto à natureza dos recursos em contas CC5 que confluiu mais notadamente no sentido da liberalização dos fluxos financeiros, tornando essas contas um dos principais veículos de conversibilidade de fundos a partir do SFN.

Isso se deu a partir da edição da Circular nº 2.242, de 7 de outubro de 1992, que, nos incisos I e II de seu art. 1º, equiparou débitos efetuados em CDE para pagamentos a residentes no país a “ingressos de recursos no país” e os créditos efetuados em CDE em consequência de pagamentos feitos por residentes no país a “saídas de recursos do país”. Além disso, a norma permitia que transferências internacionais de recursos em moeda nacional fossem cursadas livremente e independentemente de valor, desde que observados alguns parâmetros, e a utilização de cheques comuns e demais instrumentos utilizados no mercado financeiro para a movimentação de recursos até dez mil Dólares em CDE, sendo dispensado o registro dessas operações junto ao BCB.

De maneira geral, os mecanismos de remessa de recursos que se tornaram acessíveis por meio de contas CC5 passaram a constituir uma permeabilidade em relação à disciplina geral da Lei nº 4.131/1962. Nesse sentido, van der Laan (2007, p. 47) recorda que a lógica original da Lei de Remessa de Lucros era que “saíssem do país apenas capitais e suas remunerações que tivessem entrado previamente”. Para além dos recursos cujo ingresso tivesse sido registrado, a Lei nº 4.131/1962, na forma de seu art. 9º, permitia a remessa de recursos para o exterior a título de lucros, dividendos, juros, amortizações, *royalties* assistência técnica científica, administrativa e semelhantes desde que justificadas⁶⁹.

Dessa forma, a regulamentação de um dispositivo do Decreto regulamentador da Lei de Remessa de Lucros serviu de base para que desenvolvimentos regulatórios posteriores minassem a lógica original da lei sem que fosse necessário revogá-la. Conforme mencionado no capítulo 4 acima, atualmente as CDE são regulamentadas pela Lei nº 14.286/2021 e pela Resolução BCB nº 277/2022, mantendo-se o sentido de liberalização.

Outra alteração regulatória relevante ocorrida a partir da década de 1990 se deu em relação à obrigação de registro de capitais estrangeiros ingressados no Brasil de que tratavam os arts. 3º e seguintes da Lei nº 4.131/1962. Sobre esse tema, merece destaque a Resolução CMN nº 2.337, de 28 de novembro de 1996, que autorizou que fosse instituído um registro declaratório eletrônico (RDE) no BCB. Sendo o registro *declaratório*, ficava dado que a autoridade não mais exerceria qualquer controle prévio da fundamentação das operações de câmbio relacionadas a investimento estrangeiro e a operações financeiras transnacionais, sujeitas a registro. A Resolução CMN nº 2.337/1996 apenas listava as modalidades de capital

⁶⁹ Franco (2017, p. 231-235), situando a Carta-Circular nº 2.259, de 20 de fevereiro de 1992, e a Resolução CMN nº 1.946, de 29 de julho de 1992, ao lado da Circular nº 2.242/1992, enuncia que as contas CC5 passaram a servir como plataforma genérica para a introdução *de facto* da conversibilidade, independentemente de valor ou do efetivo ingresso de divisas em momento anterior, lógica vigente com base na Lei nº 4.131/1962.

sujeitas a registro e previa que regulamentação mais específica viria a ser editada pelo BCB e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Na década seguinte, a sistemática de registro foi complementada em razão da promulgação da Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, que, em seu art. 5º, previa que deveria ser registrado junto ao BCB o capital estrangeiro já ingressado no país e investido em pessoas jurídicas no País, ainda não registrado e não sujeito a outra forma de registro. Essa disposição buscava dar conta do registro do chamado “capital contaminado”.

A Lei nº 11.371/2006 foi convertida da Medida Provisória nº 315, de 3 de agosto de 2006. A exposição de motivos dessa Medida Provisória definia o capital contaminado como os ativos de não residentes sujeitos a registro junto ao BCB, mas que, por alguma razão, não puderam ser registrados, por não haver sido satisfeitas as disposições da Lei nº 4.131/1962, no prazo e condições por ela estabelecidos. Eram listadas razões típicas para que esse capital não pudesse ter sido registrado, dentre as quais destacam-se reinvestimentos e capitalizações feitos sem que fossem observados certos critérios legais, ausência de regulamentação ao tempo em que o investimento foi feito e aquisição de participação em empresa brasileira a partir de recursos ingressados no país em espécie, por meio de câmbio manual.

Ausente a possibilidade de se comprovar o efetivo ingresso desses capitais no Brasil, ficava impossibilitado também seu registro posterior conforme a disciplina da Lei nº 4.131/1962. A legislação também condicionava o retorno, remunerações e remessas de capitais ao exterior a seu devido registro, de modo que o capital contaminado ficava impedido de retornar, condição que “contaminava” os rendimentos a ele relacionados.

A exposição de motivos da Medida Provisória nº 315/2006 apontava que já se havia realizado outras tentativas de regulamentação do capital contaminado, mas a regulamentação infralegal esbarrava na necessidade de comprovação do ingresso e a edição de lei posterior para dar conta dos casos mais comuns também não havia aparecido como alternativa viável para dar conta dos capitais que houvessem ingressado em momento anterior. A Lei nº 11.371/2006 resolveu esse impasse ao estabelecer uma nova modalidade de registro de capital em paralelo à disciplina da Lei nº 4.131/1962, sem ser mero complemento à sistemática anterior.

Blanche e Barros (2005, p. 180-181) situam a questão do capital contaminado alegando haver um descompasso histórico acumulado entre o estoque de capitais estrangeiros registrados junto ao BCB e o efetivo valor contábil dos ativos de muitas empresas estrangeiras que investiam no país. Os autores listam que essa incongruência levava o BCB a trabalhar com

informações piores para orientar sua atuação na gestão macroeconômica, tornava investidores estrangeiros refratários a investimentos no Brasil e levava algumas entidades a se valerem da sistemática das contas CC5 para retornar capital, lucros e dividendos legitimamente obtidos a partir do capital. Ainda, os autores apontaram para críticas à existência do registro de capitais em si, como expediente desconectado do ambiente de abertura comercial e financeira, que seria incapaz de conferir conforto ao investidor estrangeiro.

Uma diferença entre os dois regimes dizia respeito à moeda referenciada no registro de capital de cada modalidade. O art. 4º da Lei nº 4.131/1962 estabelecia que o registro de capitais estrangeiros seria efetuado na moeda do país de origem do capital e que o registro de reinvestimento de lucro, por sua vez, seria feito simultaneamente em moeda nacional e na moeda do país para o qual poderia ter sido remetido o capital reinvestido. Sob a disciplina da Lei nº 11.371/2006, o registro deveria ser feito em moeda nacional.

Bastante em linha com as considerações de Blanche e Barros (2005) quanto ao aspecto contábil do capital contaminado, a Lei nº 11.371/2006 estabeleceu que só poderia ser registrado na nova modalidade o valor do capital estrangeiro constante dos registros contábeis da pessoa jurídica brasileira receptora do capital estrangeiro. Além disso, a exposição de motivos da Medida Provisória nº 315/2006 falava que o registro serviria para atender demandas de investidores externos e contribuiria de forma efetiva para o aperfeiçoamento dos dados estatísticos relativos aos capitais estrangeiros no Brasil, mencionando os valores de capital contaminado eram desconhecidos até o momento.

A fim de disciplinar o registro previsto na Lei nº 11.371/2006, foi editada a Resolução CMN nº 3.447, de 5 de março de 2007. Da mesma forma como a Resolução CMN nº 2.337/1996 havia instituído o RDE para o registro da Lei nº 4.131/1962, a Resolução CMN nº 3.447/2007 estabeleceu, em seu art. 2º, que o registro do capital contaminado seria efetuado de forma declaratória e por meio eletrônico. Além disso, o mesmo art. 2º da regulamentação infralegal mencionava expressamente que o valor a ser registrado deveria constar dos registros contábeis da empresa brasileira receptora do capital estrangeiro. Só era previsto o registro de capital contaminado como Investimento Estrangeiro Direto

Pouco tempo depois, o CMN editou a Resolução CMN nº 3.455, de 30 de maio de 2007, em substituição à Resolução CMN nº 3.447/2007. A nova norma não alterou disposições quanto à natureza declaratória do registro, ou à necessidade de registro contábil prévio ao registro. Destaca-se, como alteração, a abertura para a possibilidade de registro de capital contaminado

como financiamento transnacional, em outra modalidade que não Investimento Estrangeiro Direto, conforme o art. 4º da Resolução CMN nº 3.455/2007.

A regulamentação sobre registro de capital da Lei nº 4.131/1962 e da Lei nº 11.371/2006 foi unificada sob a Resolução CMN nº 3.844, de 23 de março de 2010, que preservou a natureza declaratória do registro de capitais para todos os casos. Conforme disposto no art. 2º, § 2º, da Resolução CMN nº 3.844/2010, o registro deveria ser, em regra, realizado na moeda estrangeira em que os recursos efetivamente ingressaram no País, mas, dispondo a lei nesse sentido, o registro seria feito em moeda nacional.

Embora o registro de capitais tenha passado desde meados da década de 1990 a ter natureza declaratória, sem que a autoridade efetuasse controle prévio das informações prestadas, a apresentação de informações falsas, incompletas, incorretas ou fora dos prazos e das condições pela legislação e pela regulamentação seguiram constituindo infrações administrativas. As penalidades aplicáveis estavam instituídas com base no art. 58 da Lei nº 4.131/1962 e no art. 62 da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do BCB e da CVM.

Ao final de 2022, a Lei nº 14.286/2021 entrou em vigor e, por força de seu art. 28, XVIII, a, e XXIX, a, foram revogados os dispositivos da Lei nº 4.131/1962 e da Lei nº 11.371/2006 que exigiam o registro de capitais junto ao BCB. Dessa forma, complementando um movimento de liberalização iniciado na década de 1990, a legislação deixou de fazer referência ao registro de capitais que servia à seletividade dos fluxos que caracterizava o primeiro padrão normativo do câmbio. Por não adicionar conforto às decisões de investidores estrangeiros (BLANCHE; BARROS, 2005, p. 181), o registro de capital estrangeiro se viu sem serventia no novo padrão normativo do câmbio.

Flexibilizando o RDE e no lugar da possibilidade de seletividade, a Resolução BCB nº 278, de 31 de dezembro de 2022, estabeleceu, no âmbito administrativo, sistemas de prestação de informações sobre operações de crédito externo e investimento estrangeiro direto, respectivamente o Sistema de Prestação de Informações de Capital Estrangeiro - Crédito Externo (SCE-Crédito) e o Sistema de Prestação de Informações de Capital Estrangeiro - Investimento Estrangeiro Direto (SCE-IED). Sob essa sistemática, determinados investimentos estrangeiros e operações financeiras contraídas por residentes no Brasil junto a não residentes, considerando seu volume e características, devem ser informados no sistema pelo receptor do investimento no Brasil ou pelo devedor, sob pena de vedação à realização de transferências

financeiras relacionadas à operação a ser registrada, enquanto perdurar a irregularidade. Com base no art. 10º, parágrafo único, da Lei nº 14.286/2021 e no art. 5º, II e IV, da Lei nº 13.506/2017, caso se verifiquem irregularidades na prestação de informações, podem ser aplicadas também penalidades administrativas de multa e proibição do responsável realizar determinadas atividades e operações. Atualmente, o processo de apuração e a aplicação de penalidades são regidos pela Resolução BCB nº 131, de 20 de agosto de 2021.

No final da década ocorreu ainda uma alteração regulatória, na forma da Resolução nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000, que deu continuidade ao incremento da participação estrangeira no mercado de capitais, com acesso direto de INR a esses mercados. A nova norma entrou em vigor em 31 de março de 2000 e substituiu os Regulamentos Anexos I e II da Resolução CMN nº 1.289/1987, que tratavam dos investimentos de estrangeiros no mercado de capitais brasileiros por meio de Sociedades de Investimento e Fundos de Investimento.

A Resolução CMN nº 2.689/2000, na forma de seu art. 1º, se dedicou a disciplinar a aplicação, nos mercados financeiro e de capitais, dos recursos externos ingressados no País por parte de INR. A inovação maior, de todo modo, veio conforme ser art. 1º, § 2º, que esclarecia que tais recursos seriam aplicados nos mesmos instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiro e de capitais disponíveis ao investidor residente. Para atuar com essas aplicações, o INR deveria constituir representante no Brasil e obter registro junto à CVM.

Em razão dessa previsão sobre a abertura ao INR da possibilidade de investimento em instrumentos e modalidades operacionais disponíveis ao investidor residente, Nicacio e Rossi (2022, p. 184) apontam que a Resolução CMN nº 2.689/2000 “passou a permitir aplicações de não residentes nos mercados de derivativos, ações e renda fixa sem restrições em relação ao tipo de operação e limite de posição”. No mesmo sentido, van der Laan (2007, p. 52) nota que a norma instituiu modalidade de investimento por meio da qual os INR teriam acesso às mesmas modalidades de investimento que os investidores residentes, sendo que a regulamentação anterior permitia que os INR operassem em mercados derivativos somente para fins de *hedge* de posições detidas e até o limite de tais posições⁷⁰.

Anos mais tarde, a Resolução CMN nº 3.349, de 23 de fevereiro de 2006, fixou em 30 de junho de 2006 a data limite para que investimentos estrangeiros feitos com base no Regulamento Anexo III à Resolução CMN nº 1.289/1987, que tratava de investimentos de INR

⁷⁰ Vale mencionar que, na mesma época, houve também a edição da Resolução CMN nº 2.687, de 26 de janeiro de 2000, mais específica, no sentido de admitir a realização, por INR, de operações com contratos a termo, futuro e de opções especificamente em relação a produtos agropecuários.

feitos por meio de carteira de títulos e valores mobiliários, fossem transferidos para a modalidade prevista na Resolução CMN 2.689/2000. Por fim, a Resolução CMN nº 4.373, de 29 de setembro de 2014⁷¹, unificou a regulamentação sobre investimentos de INR, revogou os Regulamentos Anexos IV e V remanescentes da Resolução CMN nº 1.289/1987 e manteve, em seu art. 1º, § 2º, a disposição no sentido de que os INR tivessem acesso às mesmas modalidades de investimento que os investidores residentes, devendo o INR, para tanto, constituir representante e ao menos um custodiante no Brasil, bem como obter registro junto à CVM⁷².

Merecem ainda ser abordados alguns pontos relativos à expansão da liberalização de fluxos financeiros decorrentes de alterações legislativas e regulamentares mais recentes.

Em primeiro lugar, cabe mencionar desenvolvimentos sobre a possibilidade de manutenção no exterior dos recursos em moeda estrangeira relativos aos recebimentos de exportações brasileiras de mercadorias e de serviços. Trata-se de elemento relativo à necessidade da chamada cobertura cambial.

Até a edição da Medida Provisória nº 315/2006, convertida na Lei nº 11.371/2006, era obrigatória a internalização de 100% dos recursos dessa natureza. A Medida Provisória e depois a Lei, na forma de seu art. 1º, passou ao CMN a competência para determinar a parcela de recursos que deveria ser internalizada na cobertura cambial.

Inicialmente, o CMN fixou essa parcela em 30% dos recursos, na forma da Resolução CMN nº 3.389, de 7 de agosto de 2006. Porém, desde a edição da Resolução CMN nº 3.548, de 12 de março de 2008, passou a ser facultado ao exportador de mercadorias ou de serviços manter, no exterior, a integralidade dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações. Recentemente, o art. 26 da Lei nº 14.286/2021, alterou a redação do art. 1º da Lei nº 11.371/2006 para dar *status* legal a essa faculdade.

Outro ponto de atenção diz respeito à edição da Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que reduziu a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos adquiridos a partir de 16 de fevereiro de 2006, quando pagos, creditados,

⁷¹ Os investimentos cobertos por essa norma seguem sujeitos a registro junto ao BCB no RDE, na forma da Resolução CMN nº 4.373/2014 e do art. 108-A e seguintes da Circular nº 3.689, de 16 de dezembro de 2013. No entanto, o BCB (2022) já afirmou que “[e]m 2023 será realizada revisão da regulamentação relacionada a investimentos estrangeiros nos mercados financeiros e de capitais”, apontando no sentido de substituição da Resolução CMN nº 4.373/2014 por outra norma estabelecendo regime mais próximo daquele estabelecido pela Resolução nº 278/2022 para operações de crédito externo e investimento estrangeiro direto.

⁷² O art. 2º, parágrafo único, e o art. 15, § 2º, da Resolução CVM nº 13, de 18 de novembro de 2020, dispensam o INR que seja pessoa natural dos requisitos de obtenção do registro na CVM e de contratação de prestação de serviço de custódia.

entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior. Essa construção normativa contribuiu para dar ao câmbio comercial um caráter financeiro e inserir os agentes envolvidos na atividade de exportação em atividades de investimento cujo retorno depende da relação entre a variação da taxa de câmbio e a variação das taxas de retorno do investimento, aproximando as dinâmicas do câmbio com propósitos comerciais e do câmbio com propósitos de investimento financeiro. Conforme será desenvolvido no capítulo 7 a seguir, essa dinâmica depende em grande medida da atuação de instituições financeiras nos mercados de câmbio e nos quais os ativos estão vinculados à taxa de câmbio.

Assim, sob plena vigência da Lei nº 1.807/1953 e da Lei nº 4.131/1962 e sem que se tenha alterado esse arcabouço normativo, uma ordem jurídica adequada à expansão financeira do capitalismo no século XX foi construída associada à liberalização da conta de capitais e, conseqüentemente, dos fluxos de capital, a partir da década de 1990, principalmente com base em normas editadas no âmbito do CMN e do BCB.

Com efeito, a mais notável inovação legislativa, que veio a efetivamente reconfigurar o quadro normativo vigente veio apenas na forma da Lei nº 14.286/2021 que, apesar de bastante relevante, serviu para em grande medida ratificar uma série de mudanças que já haviam sido implementadas por outros meios na ordem jurídica. A Lei nº 14.286/2021 teve inicialmente a forma do Projeto de Lei nº 5387/2019, encaminhado à Câmara dos Deputados em outubro de 2019, por meio da Mensagem nº 483, do Presidente da República. Sua exposição de motivos o justificava a partir das necessidades de *modernizar*, *simplificar* e trazer mais *eficiência* ao mercado de câmbio brasileiro, bem como mostrava-o como um passo para o alinhamento do arcabouço jurídico brasileiro às melhores práticas internacionais e recomendações de organismos multilaterais, como da OCDE, tendo-se em conta especialmente o Código de Liberalização de Movimentos de Capitais e o Código de Liberalização de Operações Correntes Intangíveis da instituição, instrumentos aos quais o Brasil foi convidado a aderir em 12 de maio de 2022⁷³.

A Lei aprovada manteve as operações no mercado de câmbio restritas às instituições autorizadas pelo BCB a operar nesse mercado, mas trouxe uma série de alterações legislativas de relevância. Sobre os temas abordados nesta seção, há, por exemplo, a definição de igualdade de tratamento de contas em Reais de titularidade de residentes e de CDE; o fim da exigência de cobertura cambial de exportações; e o fim das previsões legais do registro de capitais

⁷³ Conselho da OCDE aprova adesão do Brasil aos Códigos de Liberalização. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/619/noticia> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

estrangeiros. Os dispositivos legais que faziam referência à segmentação do mercado de câmbio entre o mercado de taxas oficiais e taxas livres, tão relevante no período do primeiro padrão normativo do câmbio, foram também revogadas.

Por força da Lei nº 14.286/2021, o CMN passou a ter um papel mais de fixador de diretrizes quanto ao mercado de câmbio enquanto as competências relativas à regulamentação cambial em geral foram atribuídas ou consolidadas no BCB, como a de dispor sobre CDE e manutenção de contas em moeda estrangeira no Brasil. A instituição já vinha regulando tais matérias anteriormente com base respectivamente no art. 57 do Decreto nº 55.762/1965 e nos arts. 25 a 27 do Decreto nº 42.820/1957.

Além disso, cabe destacar que o art. 15 da Lei nº 14.286/2021, permitiu às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB alocar, investir e destinar para operação de crédito e de financiamento, no exterior, os recursos captados no país e no exterior. A aplicação no exterior de recursos captados no Brasil era regulamentada, no sentido de sua limitação, pela Circular nº 24, de 25 de fevereiro 1966, e pela Resolução CMN nº 4.033, de 30 de novembro de 2011, de modo que essa normatização legal ampliou a tendência de permeabilidade dos recursos. Cabe mencionar que, anteriormente, fundos de investimentos já podiam aplicar no exterior parte dos patrimônios que os compõem.

7. QUADRO OPERACIONAL DO NOVO PADRÃO NORMATIVO DO CÂMBIO

A construção do novo padrão normativo do câmbio acompanha o processo de reorientação econômica pelo qual passou o Brasil a partir da década de 1990. Novamente, tal qual no caso do primeiro padrão normativo do câmbio, embora sejam perceptíveis diferentes sentidos que são dados à Política Cambial, há uma linha de continuidade do quadro jurídico dentro do qual as tendências de política se verificam.

Também, seguindo o exemplo de seu antecessor, o novo padrão normativo conta com uma base estrutural a partir da qual foi conferido certo grau de agência ao Estado, efetivo espaço de formulação de regras sobre fluxo e estoque de divisas em seu território, mas, com efeito, a agência conferida a organizações internacionais e a agentes privados do mercado financeiro internacional na definição de regras sobre o espaço de fluxo da finança internacional é o que ganhou destaque nessa estrutura.

A extensão dessa agência emerge na regulamentação brasileira do câmbio no Plano Collor e no Plano Real, mas não deixa de ser reafirmada desde então. O quadro normativo do novo padrão normativo do câmbio é mais sutil e suas bases normativas tenderam a ser mais maleáveis do que aquelas do padrão anterior, o que adiciona alguma complexidade à apreensão de seu funcionamento a partir de sua base jurídica.

No âmbito específico da gestão macroeconômica do lado da Política Cambial, o novo padrão normativo do câmbio representou uma virada tão relevante em relação seu antecessor, que representa, com efeito, a transição de um sistema que teve forma do MCTA, em que a dominação da autoridade monetária na formação da taxa de câmbio era explícita, para outro em que a autoridade é informada da taxa de câmbio pelos principais atores privados que operam no mercado de câmbio.

O novo padrão normativo do câmbio conservou na maior parte do tempo o quadro legal do primeiro padrão, mas, a partir da reinterpretação de alguns dispositivos legais e da atuação do CMN e do BCB, constituiu-se em uma reformulação regulatória do câmbio no Brasil. Nesse novo quadro, é ampliado o papel desempenhado por instituições financeiras privadas autorizadas a operar no mercado de câmbio.

O foco do presente capítulo será a exposição da articulação dos instrumentos de gestão macroeconômica e do ambiente de abertura na atuação dos agentes privados no mercado de câmbio, a fim de evidenciar a extensão de sua agência. A parte inicial aborda o quadro jurídico

da Política Econômica que abarca esse novo padrão. Em seguida, pretende-se aprofundar quanto à operação dos agentes no novo padrão normativo do câmbio. As páginas finais se dedicam a desenvolver algumas conclusões a partir das considerações deste capítulo.

7.1. Política Econômica no novo padrão normativo do câmbio

As mudanças na Política Econômica e a constituição de um novo padrão normativo do câmbio no Brasil a partir do final da década de 1980 e, mais claramente, depois de 1990 guardam relação com todo o processo de incremento da agência de investidores individuais e institucionais no âmbito estrutural. As autoridades brasileiras têm buscado atrair divisas detidas por esses investidores, competindo com outras jurisdições agrupadas como mercados emergentes e lidando com a exposição aos fluxos de capital, tendo sido importante nesse sentido a construção de um colchão relevante de reservas internacionais especialmente na primeira década do século XXI.

7.1.1. Emergência do novo padrão normativo do câmbio

O primeiro ato da conformação do novo padrão normativo do câmbio, no período entre 1988 e 1990, culminou na extinção do MCTA e em sua substituição por um modelo de gestão do mercado de câmbio que estava fundamentado em normas mais liberais. Ao final desse primeiro movimento, o mercado de câmbio no Brasil ficou dividido em dois segmentos normatizados: o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF) e o Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL). A regulamentação desses mercados não provinha de pontos de partida divergentes quanto ao seu objetivo em termos de atuação do Estado no mercado, mas foram inicialmente instrumentos construídos para propósitos diferentes.

O MCTF foi efetivamente uma criação da Resolução CMN nº 1.552, de 22 de dezembro de 1988. Lembrando o problema que havia motivado a unificação das taxas de câmbio na primeira metade da década de 1960, Magela Siqueira (2016, p. 92-93) narra que esse segmento de mercado foi pensado como forma de atrair para a institucionalidade operações que vinham sendo feitas no mercado de câmbio paralelo que havia se formado em torno do câmbio para viagens internacionais, o que rendeu a esse segmento o apelido de “dólar turismo”, mas a

regulamentação veio a ser ampliada para abarcar uma série de transações como fianças contratadas no exterior para cobertura de créditos concedidos a importadores de produtos brasileiros e transferências unilaterais, a exemplo de transferências de patrimônio de pessoas físicas, heranças e doações.

O que a Resolução CMN nº 1.552/1988 efetivamente fazia era destacar um segmento do MCTA e estabelecer, para esse segmento destacado, a realização de operações de câmbio a taxas livremente convencionadas entre as partes. Além disso, ela removia também outros requisitos regulatórios como a identificação do vendedor de moeda estrangeira pelas instituições autorizadas a operar em câmbio e estabelecia que instituições não financeiras que atuassem no sistema poderiam manter contas em moeda estrangeira no Brasil.

O segundo movimento nesse contexto de alteração da regulamentação do mercado de câmbio foi a efetiva substituição do MCTA pelo MCTL, que se operou com a edição da Resolução CMN nº 1.690, de 18 de março de 1990. Esse segmento passou a ser apelidado de “dólar comercial” (MAGELA SIQUEIRA, 2016, p. 99). A edição dessa norma é o que de fato inaugurou o quadro normativo aqui chamado de novo padrão normativo do câmbio.

A Resolução CMN nº 1.690/1990 definiu, na forma de seu art. 1º, a sistemática de livre pactuação de taxas de câmbio entre as partes para o conjunto do mercado cambial regulado. Além disso, estabeleceu que não haveria limite para posição de câmbio comprada por parte das instituições autorizadas a operar em câmbio, mantendo-se um limite para a posição vendida, conforme o art. 2º.

Mesmo em relação a esse limite de posição vendida, previa-se que, salvo em casos previstos em regulamentação específica, o BCB não mais atuaria com cobertura às instituições autorizadas. Elas deveriam passar a recorrer ao mercado de câmbio primário⁷⁴ ou ao mercado interbancário para nivelar sua posição⁷⁵. Excessos de posição vendida em geral implicariam

⁷⁴ É possível dividir o mercado de câmbio regulamentado no Brasil em dois segmentos: o mercado primário e o secundário. No mercado primário são cursadas operações de câmbio de natureza comercial ou financeira entre as instituições autorizadas pelo BCB para operar câmbio e seus clientes. No mercado secundário, por sua vez, são realizadas operações entre instituições autorizadas, sendo esse mercado chamado também de mercado interbancário.

⁷⁵ O estabelecimento de um mercado interbancário de câmbio estava longe de ser uma medida nova. Ela já havia sido objeto de deliberação na 112ª sessão do CMN, realizada em 24 de agosto de 1968, diante da necessidade de complementar o sistema de fornecimento de cobertura de câmbio pelo BCB após a adoção da sistemática de minidesvalorizações e do MCTA. Na ocasião, aprovou-se um comunicado que facultava aos estabelecimentos bancários autorizados a operar em câmbio realizarem entre si operações de repasse para entrega pronta, numa mesma praça. Desde 1967 já eram admitidos também repasses entre filiais de um mesmo banco situadas em praças diferentes.

débito à conta Reservas Bancárias mantida pela instituição junto ao BCB em valor equivalente ao custo de assistência financeira do redesconto.

Essa mudança da forma de relacionamento entre o BCB e as instituições autorizadas a operar em câmbio era ainda amplificada por outro aspecto chave da Resolução CMN nº 1.690/1990. Seu art. 4º estabelecia que que o BCB poderia realizar, a taxas de mercado, operações de compra e de venda no mercado interbancário para liquidação no segundo dia útil subsequente à sua contratação⁷⁶, com a simultânea troca das respectivas moedas, baseando-se em um juízo de oportunidade e conveniência.

Assim sendo, além da eliminação da obrigatoriedade de operações de cobertura e repasse, que garantiam o controle da taxa de câmbio pelo BCB no MCTA, a Resolução CMN nº 1.690/1990 reviu os termos do relacionamento entre BCB e as instituições autorizadas, passando o BCB a atuar no mesmo nível dos entes regulados no mercado secundário ou interbancário.

Chama a atenção que a base legal da Resolução CMN nº 1690/1990, que introduziu essa mudança extremamente relevante no relacionamento entre BCB e bancos privados, não tenha sido a Lei nº 1.807/1953, a Lei nº 3.244/1957 ou a Lei nº 4.131/1962, mais importantes diplomas relacionados a câmbio, à regulação do capital estrangeiro no Brasil e às remessas de capital à época, mas sim o art. 2º, III, do Decreto nº 99.179, de 15 de março de 1990, que nada fez além de estabelecer uma diretriz para o Programa Federal de Desregulamentação. Tal Decreto, note-se, foi assinado no dia da posse de Fernando Collor de Mello como Presidente da República, entrando em vigor na mesma data, três dias antes da edição e da entrada em vigor da própria Resolução CMN nº 1690/1990.

Cumpram também notar que a Resolução CMN nº 1.690/1990 foi aprovada pela Presidenta do CMN – na ocasião, a Ministra Zélia Cardoso de Mello – com base em sua prerrogativa de deliberar *ad referendum* do plenário do Conselho, na forma do art. 2º do Decreto nº 94.303, de 1º de maio de 1987. A exposição de motivos da Resolução se encontra às fls. 81 a 88 da ata da 511ª sessão do CMN, realizada em 29 de maio de 1990, mas não há menção ao conteúdo do art. 4º, que inaugurou essa nova sistemática de relacionamento.

Com efeito, está inscrita no art. 11, III, da Lei nº 4.595/1964 a competência dada ao BCB para:

⁷⁶ O prazo de entrega de dois úteis é padrão no mercado de câmbio à vista.

“atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial”.

Porém, a razão original desse dispositivo era que o BCB realizasse operações de câmbio com seus pares de outras jurisdições, como os arranjos de liquidez celebrados com outros Bancos Centrais⁷⁷. As únicas operações envolvendo câmbio realizadas pelo BCB junto a agentes privados autorizados a operar no mercado de câmbio até 1990 eram justamente as operações de cobertura e repasse para ajuste de posição de câmbio das instituições autorizadas a operar em câmbio. Apenas muito recentemente, a possibilidade de o BCB efetuar, como instrumento de Política Cambial, operações típicas do mercado de câmbio no mercado interno passou a ser prevista no ordenamento brasileiro, quando da inclusão do inciso XV ao art. 10 da Lei nº 4.595/1964, por força da edição da Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.

Ainda nesse tópico, cabe mencionar que, em atenção ao art. 4º da Resolução CMN nº 1.690/1990, dispôs-se originalmente sobre a possibilidade de bancos autorizados a operar em câmbio realizarem operações de câmbio com o BCB na Carta-Circular nº 2.056, de 18 de março de 1990. Por sua vez, o procedimento para obter credenciamento para atuar nessas operações veio na Carta-Circular nº 2.074, de 25 de abril de 1990.

Atualmente, podem realizar operações de câmbio com o BCB as instituições autorizadas a operar em câmbio credenciadas como *dealers*, com base na Instrução Normativa BCB nº 227, de 11 de janeiro de 2022. Essas instituições são selecionadas entre as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio a partir de uma avaliação de desempenho com base em critérios específicos vinculados a seu relacionamento com o BCB e à extensão de sua participação no mercado.

O primeiro diploma a prever um sistema de *dealers* e a assim chamá-los foi a Circular nº 1.999, de 1º de agosto de 1991. À época, a Circular estabelecia que seriam quinze as instituições consideradas *dealers*. Atualmente, a lista conta com catorze instituições, na forma do art. 5º da Instrução Normativa BCB nº 227/2022. O credenciamento como *dealer* é limitado

⁷⁷ Cabe mencionar, por exemplo, o arranjo temporário de liquidez celebrado com o FED em março de 2020. O anúncio do acordo encontra-se disponível em < <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200319b.htm> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

a uma instituição por conglomerado financeiro⁷⁸ e válido por doze meses. A cada novo período podem ser substituídos até dois *dealers*.

Desta forma, sem que fosse realizada qualquer alteração em relação ao regime legal anterior, foi introduzida na regulamentação do mercado de câmbio um novo regime de relacionamento entre a autoridade monetária e o setor privado, notadamente as maiores instituições financeiras, com potencial para atuar como *dealers* junto ao BCB. Conforme será tratado na próxima seção, essas instituições têm papel chave na definição da taxa de câmbio que orienta a Política Cambial e informa a ação do conjunto dos agentes privados que negociam câmbio e derivativos de câmbio no Brasil, reproduzindo, no novo padrão normativo de câmbio, o incremento de agência que as instituições financeiras com atuação transnacional obtiveram na escala sistêmica.

7.1.2. A Política Cambial no Plano Real

Na sequência dessas transformações no mercado de câmbio no Brasil, o grande definidor do quadro jurídico mais amplo não só da Política Cambial, mas também do conjunto da Política Econômica foi o Plano Real, adotado na esteira dos planos de combate à inflação abordados no capítulo 5. Diferentemente de seus antecessores, o Plano Real de fato obteve sucesso na contenção da inflação e em torno dele se estruturou o conjunto de instrumentos de gestão macroeconômica mobilizados até hoje para a atuação estatal.

O início do Plano Real se deu em 1993 e, conforme mencionado no capítulo anterior, seu processo guarda semelhança com outras estratégias de combate à inflação postas em prática na América Latina, que envolveram, inicialmente, a adoção de uma âncora cambial sobrevalorizada, juros elevados e restrição fiscal e, mais tarde, a adoção de regimes cambiais mais próximos do câmbio flutuante.

Entre maio de 1993 e fevereiro de 1994, o Plano Real teve sua primeira fase, consistente em um esforço de redesenho fiscal. A justificativa era de que, por conta do Efeito Bacha, era necessário reduzir as obrigações orçamentárias do Estado e aumentar sua capacidade

⁷⁸ Conceitua-se como conglomerado financeiro o conjunto de entidades financeiras localizadas no país ou no exterior vinculadas por participação acionária majoritária, direta ou não, por controle operacional efetivo ou por direitos de sócios preponderantes em tomadas de decisões. Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/efdta/> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

arrecadatória de modo que a redução do ritmo de aceleração da inflação não importasse uma deterioração fiscal. A estratégia nesse sentido seria feita a partir de frentes de elevação da arrecadação e desvinculação de receitas constitucionalmente definidas.

Para tanto, foi estruturado o Programa de Ação Imediata (PAI), em julho de 1993. Sua adoção visava à redução de gastos públicos; elevação da receita fiscal criando imposto provisório sobre movimentação financeira (IPMF); redefinição de relações entre entes federativos; implantação de mudanças institucionais e saneamento a bancos estaduais e federais; também ampliava programa nacional de desestatização (PND), que havia sido criado por Collor. Também foi criado o Fundo Social de Emergência (FSE), que estabeleceu o mecanismo da Desvinculação de Receitas da União (DRU) dando ao Governo Federal maior espaço para Política Fiscal, para o controle, ou até mesmo redução, de despesa orçamentária que antes seria obrigatória (MODENESI, 2005, p. 301-302)⁷⁹.

Nos meses de março a julho de 1994, teve lugar a segunda fase do Plano Real, cujo objetivo principal foi a eliminação da inércia inflacionária, diagnosticada como característica da inflação brasileira, por meio de uma reforma monetária que inicialmente alinharia os preços da economia a uma unidade de conta, um índice. Nesse sentido, lançou-se mão de um índice na forma da Unidade Real de Valor (URV), concebida com o objetivo fundamental de alinhar os preços relativos da economia brasileira, além de funcionar como um mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias, sem constituir uma moeda. A URV foi criada a partir da Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994, consistindo em:

“uma unidade de conta plenamente indexada, que evoluía de acordo com a variação pro rata dia de um conjunto formado pelos três índices de preços mais utilizados no Brasil: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculados, respectivamente, pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE)” (MODENESI, 2005, p. 306-307).

Segundo Filgueiras (2000, p. 104), a escolha desses índices em particular se deu porque a evolução observada da média desses índices de preço se aproximava da evolução histórica da

⁷⁹ Cumpre notar que, ainda assim, houve “uma elevação constante da dívida líquida do setor público como proporção do PIB, que aumentou de 30% em dezembro de 1994 para 42% em dezembro de 1998” (MODENESI, 2005, p. 303).

taxa de câmbio entre Real e Dólar. Foi a forma de se preparar, já naquele momento, a “âncora cambial” que viria a ser efetivamente adotada na fase seguinte do Plano Real.

A terceira fase do Plano Real, que foi sua fase mais longa, indo de julho de 1994 a janeiro de 1999, foi iniciada com a edição da Medida Provisória nº 542, de 30 de junho de 1994, que constituiu o Real como moeda, conferindo-o curso legal. Além disso, conforme destaca Modenesi (200, p. 308), a norma definiu regras para a emissão da nova moeda estabelecendo também um lastro, a fim de garantir a estabilidade de seu valor.

Nesse sentido, estabeleceu-se um sistema de emissão do Real pelo BCB vinculado à existência de reservas internacionais em valor equivalente, consideradas à paridade 1:1 entre o Real e o Dólar, na forma do art. 3º, caput, e de seu § 2º. A disposição veio a ser reproduzida na Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, e constituía o regime monetário de metas cambiais ou a *âncora cambial*.

Naturalmente, a referência da URV no Dólar e a adoção da âncora cambial levaram o BCB a revogar o art. 4º da Resolução CMN nº 1.690/1990 e, conseqüentemente, suspender a negociação de moeda estrangeira com atores privados a taxas de mercado. Essas mudanças foram incorporadas à regulamentação cambial por meio da Resolução CMN nº 2.053, de 28 de fevereiro de 1994, em relação à URV, e da Resolução CMN nº 2.087, de 30 de junho de 1994, substituída pela Resolução CMN nº 2.110, de 20 de setembro de 1994, em relação ao Real em si.

A âncora cambial conviveu com uma tendência de flexibilização ao longo de sua existência até o começo de 1999. O regime cambial mais próximo do câmbio fixo para o Real estabelecido na Resolução CMN nº 2.087/1994 e Resolução CMN nº 2.110/1994 foi flexibilizado na forma da sistemática de bandas adotada a partir da Resolução CMN nº 2.234, de 30 de janeiro de 1996, que revogou a Resolução CMN nº 2.110/1994, embora desde a edição do Comunicado nº 4.479, de 6 de março de 1995, o BCB já tivesse adotado uma sistemática de “faixas de flutuação” para orientar sua atuação no mercado interbancário de câmbio.

A manutenção da emissão do Real atrelada à disponibilidade de moeda estrangeira, juntamente com as medidas de liberalização da conta de capitais, deslocaram parte relevante da demanda interna em direção ao mercado externo, apoiando a contenção do ritmo da inflação ao restringir a margem de formação de preços por parte dos produtores locais (MODENESI, 2005, p. 316-317). Nesse ambiente, a preservação do balanço de pagamentos em um nível considerado adequado demandava superávits da conta de capitais, os quais eram obtidos por meio da

manutenção da taxa básica de juros em nível elevado. Ao longo de todo o período, a taxa básica de juros nominal ficou acima de 20% a.a. e a taxa básica de juros real, acima de 10% a.a., levando à contração do crédito e da atividade econômica interna.

Era também necessário ter superávits consistentes da conta de capitais para fazer frente a demandas por conversão do Real em moeda estrangeira e sustentar a âncora cambial. Nesse contexto, os eventos de contágio de desconfiança dos mercados em relação a mercados emergentes forçavam a renovação das taxas de juros altas em conjunturas de crise como a das crises mexicana e asiática a partir de meados da década de 1990. As altas taxas de juros levava ao incremento da dívida externa, que, por sua vez, justificava a adoção de medidas preconizadas pelo Consenso de Washington, como contenção fiscal e privatizações.

Em 1998, a conjuntura da crise russa levou o país a buscar o FMI para celebração de um acordo do tipo *Stand-by* e outro do tipo *Supplemental Reserve Facility* em 13 de novembro de 1998 (ALMEIDA, 2014, p. 495) e evidenciou a falta de instrumentos que permitissem à autoridade monetária preservar a taxa de câmbio no patamar definido para a âncora cambial. Modenesi (2005, p. 352) explica que o regime monetário de metas cambiais havia se tornado insustentável, na medida que as altas taxas de juros que sua manutenção exigia, contribuía para a deterioração fiscal do Estado.

Diante desse quadro, o BCB emitiu uma série de Comunicados entre os dias 13 e 18 de janeiro de 1999. O Comunicado nº 6.560, de 13 de janeiro de 1999, anunciou que a banda cambial seria ampliada tendo como piso e teto, respectivamente, R\$ 1,20 e R\$ 1,32; o Comunicado nº 6.563, de 15 de janeiro de 1999, noticiou que o BCB não atuaria no mercado de câmbio naquela data; e, finalmente, o Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999, informou que, a partir daquela data, o BCB deixaria que o mercado interbancário definisse a taxa de câmbio no MCTL e no MCTF, cabendo à autoridade atuar ocasionalmente e de forma limitada nos mercados, a fim de conter movimentos desordenados das taxas de câmbio. Operou-se assim, no âmbito do Plano Real, o abandono da âncora cambial.

Do ponto de vista cambial, o Brasil passou a contar, a partir de então, com um regime cambial mais próximo do câmbio flutuante, em que a autoridade monetária monitora a taxa de câmbio e tem uma atuação regulatória no mercado de modo a mantê-la em um nível que considera adequada à consecução dos objetivos de política. Cabe notar que, como tem feito o BCB, é comum que as autoridades monetárias em geral e especialmente aquelas constituídas em economias emergentes atuem no mercado de câmbio de modo a procurar administrar sua

volatilidade, levando a flutuação cambial a conviver com o acúmulo de reservas (GOLDFAJN, 2017, p. 361).

Nesse momento, mesmo sem que tivesse havido repristinação do art. 4º da Resolução CMN nº 1.690/1990, o BCB retomou a negociação de moeda estrangeira com atores privados a taxas de mercado. Novamente, sem a ocorrência de qualquer atuação legislativa e, dessa vez, mesmo sem um suporte regulatório, a autoridade monetária voltou a operar no mercado de câmbio no mesmo nível dos agentes privados. A Resolução CMN nº 2.234/1996, que havia instituído a sistemática de bandas cambiais só veio a ser revogada pela Resolução CMN nº 2.927 de 17 de janeiro de 2002, um ato de revogação coletiva de normas tratadas como “sem função por decurso de prazo ou por regulamentação superveniente”.

Por fim, cumpre mencionar que alguns desenvolvimentos posteriores no quadro regulatório da Política Cambial foram a edição da Resolução CMN nº 2.588, de 25 de janeiro de 1999, que unificou as posições de câmbio do MCTL e do MCTF a partir da abertura do movimento de câmbio do dia 1º de fevereiro de 1999. Além disso, tornando definitivo esse movimento, a Resolução CMN nº 3.265, de 4 de março de 2005, unificou o MCTL e o MCTF (COSTA, 2009, p. 122 e 125).

Além disso, ocorreu em 2005 também a edição da Circular nº 3.280, de 9 de março de 2005, que instituiu o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), que sistematizando disposições do BCB sobre mercado de câmbio, capitais estrangeiros no Brasil e capitais brasileiros no exterior antes reunidas na Consolidação das Normas Cambiais (CNC). Atualmente, esses temas são objeto da Resolução BCB nº 277/2022, Resolução BCB nº 278/2022, Resolução BCB nº 279, de 31 de dezembro de 2022, e, transitoriamente, da Resolução BCB nº 281, de 31 de dezembro de 2022. Todo esse arcabouço regulatório elaborado em 2022 decorre da edição da Lei nº 14.286/2021. Cumpre mencionar ainda a Resolução CMN nº 5.042, de 25 de novembro de 2022, que estabelece diretrizes que devem ser observadas para a realização das operações no mercado de câmbio.

7.1.3. O regime de metas de inflação

Como consequência do abandono da âncora cambial buscou-se uma nova âncora nominal para coordenar as expectativas de inflação. Foi adotado, para tanto, o regime monetário de metas de inflação, cuja estruturação corresponde à última fase do Plano Real. O regime

monetário de metas de inflação foi formalmente estabelecido no Brasil por meio do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. O art. 1º, § 2º, desse diploma normativo define que o CMN irá fixar, com antecedência, o intervalo de meta para a inflação para cada ano. O art. 2º, por sua vez, confere ao BCB independência de instrumentos para cumprir o intervalo de meta para a inflação que é estabelecido pelo CMN. Essa divisão de tarefas entre CMN e BCB se encontra descrita também, de maneira mais geral, no art. 2º da Lei Complementar nº 179/2021.

No caso brasileiro, o principal instrumento de Política Monetária de que dispõe o BCB é a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), que correspondente à taxa de juros efetivamente praticada em operações interbancárias de compra e venda de títulos federais com compromisso de revenda assumido pelo comprador conjugado com compromisso de recompra assumido pelo vendedor para liquidação no dia útil subsequente no Selic, apurada na forma da Resolução BCB nº 46, de 24 de novembro de 2020. O BCB opera com títulos do Tesouro Nacional em razão da vedação à emissão de títulos próprios constante do art. 34 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

A meta da taxa Selic vigente é definida a cada reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), órgão composto pelo Presidente do BCB e pelos oito diretores da instituição. Essa definição é feita tendo-se em consideração a taxa mais adequada para alinhar a taxa de inflação em determinado ano-calendário, conforme apurada na forma do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), à meta estabelecida pelo CMN.

Para a Política Monetária, a meta da Selic é buscada diariamente, cabendo ao BCB fazer com que a taxa Selic convirja para essa meta de modo a substanciar a orientação do COPOM e realizar a meta de inflação dada pelo CMN. Nos termos do art. 2º da Resolução BCB nº 46/2020, a taxa Selic é expressa sob a forma anual, em termos percentuais, considerando a convenção de 252 dias úteis, com duas casas decimais. O valor diário da taxa Selic, chamado no mercado de taxa Selic *over*, é divulgada diariamente, na forma do art. 4º da mesma Resolução BCB nº 46/2020.

Para tanto, o BCB procura adicionar ou retirar liquidez do mercado interbancário por meio de operações de mercado aberto, ofertando diariamente títulos do Tesouro Nacional com compromisso de recompra às instituições financeiras que operam nesse mercado. Sempre há demanda por esses títulos que pagam juros, diferentemente dos depósitos captados pelas

instituições financeiras junto ao público, o que faz com que o efeito das operações de mercado aberto possa se refletir na liquidez do mercado interbancário.

A operação que é realizada utilizando-se os títulos emitidos pela STN é estéril em relação à expansão da base monetária, não tendo efeitos sobre a Política Monetária, alterando apenas as condições da Política Fiscal, uma vez que nessas operações há o compromisso de recompra do título por parte do BCB, razão pela qual essas operações são também chamadas de *operações compromissadas*. Esse procedimento é expressamente autorizado pelo art. 164, § 2º, da Constituição. A recompra de títulos públicos pelo BCB em operações de mercado aberto é prevista desde a Circular nº 85, de 31 de março de 1967. Dessa forma, em vez de se regular o estoque de moeda, parte-se da presunção de que a inflação é sempre de demanda e, portanto, o manejo da liquidez seria o instrumento adequado à sua modulação. Assim, a Política Monetária incide sobre o preço da moeda e do crédito nos mercados interbancários para controlar a inflação⁸⁰.

Recentemente, a Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021, instituiu ainda a sistemática de depósitos voluntários remunerados, que podem ser utilizados como elemento de atuação do BCB na gestão da Política Monetária. A Lei permite que o BCB acolher depósitos voluntários à vista ou a prazo de instituições financeiras e instituições de pagamento e remunerar esses depósitos. Ao lado das operações de mercado aberto, os depósitos voluntários remunerados

⁸⁰ Essa sistemática de gestão da Política Monetária não é uma exclusividade brasileira. No final da década de 1990, Bernanke e Mihov (1998) demonstraram que, apesar do discurso focado no controle de agregados monetários, a ferramenta de Política Monetária de fato adotada pelo FED era o manejo da *Fed Funds Rate*. Logo foi constatado que essa era a prática do conjunto de Bancos Centrais (LARA RESENDE, 2017, p. 55).

Os Bancos Centrais atuam nos mercados interbancários, ofertando títulos próprios ou de terceiros com compromisso de recompra, em operações de mercado aberto. Sempre há demanda por esses títulos que pagam juros, diferentemente dos depósitos captados pelas instituições financeiras junto ao público.

Do ponto de vista contábil, tanto o meio circulante quanto eventuais títulos próprios compõem o passivo do Banco Central. Os Bancos Centrais que atuam no mercado aberto com títulos próprios, caso do Banco Central Europeu (BCE), substituem seu passivo ao ceder esses títulos em troca de meio circulante e conseqüentemente reduzir a liquidez do mercado interbancário. Ao readquirirem os títulos, ocorre também uma substituição do passivo, mas com efeito de adicionar liquidez ao mercado interbancário.

Por sua vez, os Bancos Centrais que atuam com títulos emitidos por terceiros que compõem o seu ativo, como o FED, ampliam seu passivo emitindo moeda e adicionando liquidez ao mercado enquanto ampliam também seu ativo ao adquirir títulos que estavam em poder das instituições bancárias ou reduzem seu passivo ao readquirir moeda, ao mesmo tempo em que reduzem seu ativo ao repassar às instituições bancárias títulos emitidos por terceiros que compunham seu balanço.

Tendo-se em conta o efeito da operação, ela se mostra análoga ao direcionamento das taxas de desconto conduzido pelos bancos centrais no período do Padrão Ouro-Libra. No entanto, há diferenças operacionais quando se trata da atuação com moedas lastreadas em um referencial externo e moedas fiduciárias com curso forçado.

No Padrão Ouro-Libra ou no Padrão Ouro-Dólar do sistema de Bretton Woods, o ativo da autoridade era composto por um lastro diverso da moeda em si, a aquisição de moeda pelo Banco Central não alterava o volume desse ativo, preservando a moeda como passivo mesmo no caixa da instituição. Apenas a conversão da moeda – passivo do Banco Central – em ouro ou Dólar afetava o balanço. No caso da moeda fiduciária, o passivo do Banco Central é equacionado por um ativo formado por títulos emitidos por terceiros, sendo essa a essência da moeda com curso forçado. A moeda é reincorporada à autoridade não é registrada como ativo ou passivo.

podem ser uma ferramenta de gestão de liquidez no mercado interbancário, sendo a remuneração desses depósitos definida e realizada pelo próprio BCB. Por enquanto, o BCB regulamentou apenas o acolhimento de depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras, na forma da Resolução BCB nº 129, de 19 de agosto de 2021, sendo preciso ainda um maior aprofundamento do uso desse instrumento de Política Monetária.

7.2. A agência privada no novo padrão normativo do câmbio

As medidas no sentido de abertura da conta de capitais e a reconfiguração do quadro normativo da Política Econômica que acompanhou o Plano Real contribuíram para o incremento da agência dos agentes privados na gestão macroeconômica. Um dos elementos que melhor reflete esse novo papel dos agentes privados se encontra expresso no procedimento de definição da taxa de câmbio Real/Dólar oficial (PTAX), divulgada pelo BCB, conformado no novo padrão normativo do câmbio. Cabe lembrar que essa forma de definição sucedeu ao MCTA, em que era evidente a proeminência da posição estatal na definição da taxa de câmbio.

7.2.1. A taxa de câmbio oficial

Conforme tratado na seção anterior, a Resolução CMN nº 1.690/1990, marco inaugural do novo padrão normativo do câmbio, mudou a forma de relacionamento entre a autoridade monetária e as instituições do setor privado, principalmente quanto às maiores instituições financeiras, com condições para atuar como *dealers* junto ao BCB, sem que fosse realizada qualquer alteração em relação ao regime legal anterior. No novo padrão normativo do câmbio, o BCB deixou de definir por conta própria e passou a ser informado por essas instituições sobre a taxa de câmbio apurada como oficial.

Cabe notar que, no âmbito do Plano Real, as instituições *dealers* foram os pontos focais de atuação do BCB para garantia da observância das “faixas de flutuação” do Real introduzidas por meio do Comunicado nº 4.479/1995. Esse primeiro documento convocava representantes das instituições *dealers* para uma reunião no edifício sede do BCB. Era por meio dessas instituições autorizadas a negociar moeda estrangeira com o BCB que a autoridade poderia

procurar atuar na liquidez do mercado de câmbio de modo a regular a manutenção das negociações dentro das faixas de flutuação.

A PTAX tem esse nome em razão de originalmente ter sido divulgada por meio da transação PTAX800 do Sistema de Informações Banco Central (Sisbacen). A primeira manifestação do BCB em relação à metodologia de apuração da PTAX se deu na forma do Comunicado nº 6.815, de 28 de junho de 1999, já após a adoção do regime cambial mais próximo do câmbio flutuante vigente até hoje. Nesse Comunicado, a autoridade esclarecia que as cotações de compra e venda que compunham a PTAX eram calculadas com base nas informações do sistema sobre a taxa de câmbio das operações no mercado interbancário de câmbio, com liquidação pronta, após o expurgo de operações feitas a taxas discrepantes.

Desde 1º de janeiro de 2021, a metodologia observada para apuração dessa taxa de câmbio se encontra descrita na Resolução BCB nº 45, de 24 de novembro de 2020. Na forma da Resolução, as instituições *dealers* são as responsáveis por informar o BCB uma cotação de compra e uma cotação de venda para a taxa de câmbio Real/Dólar no mercado interbancário à vista, com liquidação dois dias úteis, que melhor representem as condições de mercado, para que a autoridade possa realizar o cálculo da PTAX.

Modos de aferição análogos a esse têm sido adotados desde a entrada em vigor da Circular nº 3.506, de 23 de setembro de 2010. Nesse período, os *dealers* passaram a ser a fonte de informação exclusiva para a formação da PTAX. Em setembro de 2014 a própria divulgação das taxas de câmbio por meio da transação PTAX800 foi interrompida por força da Circular nº 3.706, de 2 de junho de 2014.

O método de cálculo da PTAX demonstra como o manejo da taxa de câmbio é influenciado pelos entes com maior capacidade de atuação no mercado de câmbio. As instituições desse porte conseguem atuar observando apenas suas estratégias privadas em relação aos outros bancos e aos clientes (ROSSI, 2016, p. 99).

7.2.2. A formação da taxa de câmbio no mercado

O mercado de câmbio no Brasil é um mercado regulamentado pelo CMN e pelo BCB. Excetuando-se as operações de compra ou venda de moeda estrangeira em espécie, no valor de até 500 Dólares, de que trata o art. 19 da Lei nº 14.286/2021, toda operação em que houver

efetiva transferência de domínio sobre moeda estrangeira deve ser formalizada por meio de um contrato de câmbio⁸¹, que têm natureza de contrato de compra e venda de coisa móvel⁸², em que a uma das partes cabe a entrega de moeda estrangeira e, à outra, o pagamento com certa quantia em moeda nacional (COSTA, 2009, p. 32-33).

Na forma do art. 3º da mesma Lei nº 14.286/2021, tais contratos devem ter como parte uma instituição financeira ou de pagamento autorizada pelo BCB a operar no mercado de câmbio. Conforme o art. 29 da Resolução BCB nº 277/2022, podem ser autorizadas a operar no mercado de câmbio, devendo observar condições específicas, apenas as instituições bancárias, SCFI, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, corretoras de câmbio e determinados tipos de instituições de pagamento⁸³.

No mercado de câmbio regulamentado no Brasil, há a possibilidade de operações com liquidação pronta (à vista), futura ou a termo. A Resolução CMN nº 120, de 25 de julho de 1969, já considerava as operações com entrega pronta e com entrega futura, estabelecendo que as operações à vista deveriam ser liquidadas no prazo máximo de dois dias úteis da data de seu fechamento, sendo as operações com prazo mais dilatado contratadas para entrega futura. Essa norma restringia a entrega futura a operações de câmbio não originárias de importação ou exportação de mercadorias, mas quando da edição da Resolução CMN nº 2.104, de 31 de agosto de 1994, passou-se a ter que quaisquer operações de compra e venda de moedas estrangeiras poderiam ser contratadas para liquidação pronta ou futura. Com relação ao mercado secundário, a contratação de operações de câmbio interbancárias para liquidação em data futura passou a ser permitida a partir da Resolução CMN nº 2.614, de 30 de junho de 1999. As operações com entrega a termo são aquelas com entrega futura em que o preço negociado da moeda estrangeira é aquele da data da liquidação da operação de câmbio.

Em paralelo ao mercado regulamentado, a flutuação da taxa de câmbio deu condição para a formação de um mercado futuro e de derivativos. Uma instituição autorizada a operar no

⁸¹ Até a entrada em vigor da Resolução BCB nº 277/2022, os contratos de câmbio chegavam a contar com modelos específicos. A última forma desses contratos compunha o Anexo I à Circular nº 3.691, de 16 de dezembro de 2013.

⁸² A natureza dos contratos de câmbio não deixou de ser objeto de atenção. Em relação a isso, Verçosa (1981, p. 32-33) aponta haver doutrina relacionando o câmbio ao mútuo, à compra e venda, ao mandato, à permuta, à fiança ou a um dos contratos inominados do direito antigo do tipo *do ut des* e *do ut facias*, sendo que, para o autor, o contrato de câmbio consistiria em uma permuta ou compra e venda, não havendo importância jurídica prática no aprofundamento dessa diferenciação uma vez que a legislação brasileira manda aplicar à permuta, no que couber, as disposições referentes à compra e venda, referindo-se, à época, ao art. 1.164 do Código Civil de 1916, que teve sua redação reproduzida no art. 533 do Código Civil vigente. Por sua vez, Comparato (1983, p. 55) afirma que, desde a Idade Média, a opinião mais acatada e difundida entre os doutrinadores seria a de que o contrato de câmbio se assemelha à compra e venda.

⁸³ As instituições de pagamento poderão obter autorização para operar no mercado de câmbio a partir de 1º de julho de 2023, na forma do art. 87 da Resolução BCB nº 277/2022.

mercado à vista pode recorrer ao mercado de derivativos para se proteger do risco da flutuação cambial, por meio de uma operação de *hedge*, por exemplo. Embora essa operação tenha como operação subjacente uma operação de câmbio, ela pode ser liquidada em Reais, dentro do Brasil. Essa estrutura de liquidação local e em moeda nacional pode ser aplicada também em outras operações de derivativos de câmbio, como *swaps*, termos e opções referenciadas na variação cambial.

Prates (2015, p. 85) afirma que a principal especificidade dos derivativos cambiais negociados no Brasil é o fato da sua liquidação ser *non-deliverable*, ou seja, não envolver a entrega de divisas. Dessa forma, embora as operações tenham por base o câmbio, elas prescindem do fluxo cambial, não sendo abrangidas pela regulamentação do CMN ou do BCB.

Por esse motivo, na medida em que não ensejam efetiva transferência de titularidade de moeda estrangeira, as operações cursadas em mercados derivativos de câmbio no Brasil não estão sujeitas à edição de contratos de câmbio ou à incidência da regulamentação em geral, não havendo também restrição ou necessidade de autorização para a participação nesses mercados (ROSSI, 2016, p. 101), de modo que todos os atores interessados podem negociar nesses mercados. Entretanto, sendo compostos por operações referenciadas na taxa de câmbio, os mercados derivativos interferem na dinâmica de oferta e procura por divisas, pressionando a formação da própria taxa que lhes é subjacente, em uma dinâmica que foge da incidência dos controles do mercado regulamentado.

A existência de uma norma limitante dos tipos de agentes no mercado regulamentado acaba por encaminhar a liquidez do mercado de câmbio brasileiro para os mercados de derivativos de câmbio. No mercado de derivativos de câmbio, os agentes, incluindo as instituições financeiras tendem a operar a partir do mercado organizado da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), ao passo que as empresas não financeiras cobrem seus riscos ou especulam com operações de balcão, fazendo operações de *swap* e de *non-deliverable forward* (NDF), também chamadas de termos de moeda, que são a maioria das operações.

Garcia e Urban (2004), Ventura e Garcia (2012) e Prates (2015) trabalham a ideia de que a taxa de câmbio do Real em relação ao Dólar tem a particularidade de se formar no mercado futuro e ser transferida para o mercado à vista. Os autores desses trabalhos argumentam que isso se dá por conta da assimetria regulatória existente e apontam principalmente para a limitação do número de agentes no mercado à vista, que dependem de autorização do BCB para operar, e em virtude de regulações exaradas pelo BCB.

Por conta disso, haveria uma assimetria de liquidez entre os mercados de câmbio futuro e de derivativos (mais líquidos) e o mercado de câmbio à vista (menos líquido). Essa assimetria de liquidez faz com que a taxa de câmbio do Real se forme no mercado futuro e seja transmitida, por arbitragem, ao mercado à vista. Prates (2015) chama de *arbitragem no tempo* as operações que transmitem a taxa de câmbio entre os mercados:

“[N]as operações de arbitragem no tempo – entre os mercados à vista e futuro –, procura-se obter lucro com base em diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros. Estas operações, realizadas principalmente pelos bancos e gestores de fundos, desempenham um papel essencial na dinâmica do mercado de câmbio, pois tendem a eliminar os desequilíbrios entre os segmentos à vista e futuro e constituem, assim, o mecanismo fundamental de transmissão entre as respectivas cotações” (PRATES, 2015, p. 85).

Segundo Rossi (2016, p. 150) o cupom cambial, que consiste em uma variável dependente da taxa de juros em Dólar do mercado brasileiro é o termômetro para a arbitragem entre o mercado futuro e à vista, variando conforme as condições de oferta ou demanda no mercado futuro. Na B3, são realizadas algumas modalidades de contratos futuros de cupom cambial.

Em primeiro lugar há o “Cupom Cambial de DI1”. Esse produto engloba o Futuro de Cupom Cambial de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia (DDI), um contrato derivativo cujo ativo subjacente consiste na taxa de juros calculada pela diferença entre a taxa média dos depósitos interfinanceiros de um dia (Taxa DI) e a variação cambial da PTAX até o dia útil anterior ao da data da operação, e as Operações Estruturadas de *Forward Rate Agreement* (FRA) de Cupom Cambial, ou FRA de Cupom (FRC), criadas em 2001 para dar conta da variação da PTAX do dia anterior para o dia da operação do DDI (FIGUEIREDO, 2019, p. 47).

O outro produto é o “Cupom Cambial de Operações Compromissadas de Um Dia (OC1)”, que engloba o Futuro de Cupom Cambial de Operações Compromissadas de Um Dia (DCO) e as Operações Estruturadas de FRA de Cupom Cambial de OC1 (FRO). Nesse produto, a taxa Selic *over* tem papel análogo ao da Taxa DI no Cupom Cambial de DI1 e a PTAX é novamente a outra variável que define a taxa diferencial.

Cabe notar que, desde outubro de 2018, a taxa DI é divulgada pela B3 e apurada com base nas operações de emissão de Depósitos Interfinanceiros pré-fixados, pactuadas por um dia útil e registradas e liquidadas pelo sistema B3, mas esse cálculo só é feito caso sejam cumpridas duas condições: (i) o número de operações elegíveis para o cálculo da Taxa DI for igual ou

superior a 100; e (ii) o somatório dos volumes das operações elegíveis para o cálculo da Taxa DI for igual ou superior a R\$ 30 bilhões. Não sendo satisfeita alguma dessas condições, considera-se a Taxa DI igual à taxa Selic *over*⁸⁴. O efeito disso é que há uma identidade entre a Taxa Selic *over* e a Taxa DI desde outubro de 2018. De todo modo, considerando-se que o BCB atua com operações de mercado aberto de títulos públicos visando a afetar a liquidez do mercado interbancário, não deve chamar atenção que, como é verificável, essas taxas já tendessem a ficar muito próximas mesmo no período anterior a outubro de 2018⁸⁵.

Quando as instituições que atuam no mercado regulado e no mercado futuro e de derivativos precisam converter suas posições para Reais, elas fazem uma operação chamada “casado”, operação que vincula uma operação de câmbio pronto a outra de futuro, no mesmo montante, com natureza oposta, sendo o diferencial, em pontos, entre o preço pronto e o preço futuro a forma de cotação dessas operações (GARCIA; URBAN, 2004, p. 21). A perna pronta dessas operações implica fluxo de moeda e demanda a edição de um contrato de câmbio.

Sendo assim, nota-se que é incontornável a importância do mercado de câmbio futuro e de derivativos de câmbio para a definição da taxa de câmbio e para a Política Cambial no Brasil. Além disso, considerando o papel da taxa de câmbio para a contenção da inflação de demanda mesmo após o final da âncora cambial⁸⁶, o espaço de formação da taxa de câmbio tem sido objeto de atenção dos executores de política. Não por acaso, desde muito cedo a partir da instituição do Regime Cambial de câmbio flutuante, o BCB foi chamado a atuar também no mercado futuro, por meio das operações de *swap* cambial, autorizadas na forma da Resolução CMN nº 2.939, de 26 de março de 2002, e constante do rol de instrumentos de atuação do BCB no mercado de câmbio brasileiro para fins de implementação da Política Cambial da Resolução BCB nº 76, de 23 de fevereiro de 2021. Atualmente, o BCB realiza essas operações quase que diariamente.

⁸⁴ O critério de apuração da Taxa DI se encontra disposto em < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/di/metodologia-de-apuracao-da-taxa/ >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

⁸⁵ A série histórica da Taxa DI está disponível em: < http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/lum_web_v05_template_informacoes_di.asp?str_Modulo=completo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2 >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

⁸⁶ Segundo estimativas de Figueiredo e Gouvea (2011, p. 160) a contribuição do canal do câmbio para a inflação brasileira seria da ordem de 8% a 9% do índice de inflação na época do estudo. Barbosa-Filho (2008) descreve como a taxa de câmbio passa a ser usada como âncora nominal mesmo com a adoção das metas de inflação, mostrando como entre os anos de 2000 e 2006 a meta de inflação só foi cumprida nas ocasiões em que houve apreciação cambial em termos nominais. No mesmo sentido, Carvalho (2018, p. 47-48) aponta que “desde a implementação do regime de metas de inflação em 1999, em que quase todos os anos em que houve desvalorização cambial, a inflação atingiu ou ultrapassou o teto da meta. Já nos anos em que o dólar caiu, a meta, em geral, foi cumprida”.

Cabe mencionar que, no curso da execução do acordo com o FMI de novembro de 1998, o Brasil havia se comprometido com um programa que desconsiderava a atuação estatal no mercado de derivativos de câmbio. Mais do que isso, conforme se depreende do item 19 do Memorando de Políticas Econômicas que o país apresentou ao FMI em 8 de março de 1999⁸⁷, o país definiu que, com a adoção do regime cambial de câmbio flutuante, o BCB atuaria regularmente no mercado de câmbio para atender às necessidades globais projetadas para o balanço de pagamentos, podendo haver uma atuação ocasional para conter situações de desordem no mercado. Além disso, o BCB se absteria de atuar nos mercados futuros de câmbio. Na justificativa para a edição da Resolução CMN nº 2.939/2002, disposta na ata da 726ª sessão do CMN, consta que a razão da mudança da atuação do BCB foi a necessidade de se assegurar instrumentos para a execução das Políticas Monetária e Cambial.

Chama atenção que o cupom cambial, termômetro para a operação de arbitragem que transmite a taxa de câmbio do mercado futuro para o mercado à vista dependa da variação da PTAX, que, por sua vez, depende da estratégia privada das instituições *dealers* de câmbio, com relacionamento mais intenso com o BCB e maior atuação no mercado de câmbio, sendo que, compondo a outra ponta do cupom se tem a taxa Selic ou a taxa DI, que tende a acompanhar a Selic. No fundo, como a taxa Selic é exógena e definida pelo COPOM, é a variação da PTAX que define o cupom cambial e a transmissão da taxa de câmbio do mercado futuro para o mercado à vista.

Tendo-se em conta que a PTAX é dada pelas cotações de compra e de venda de moeda estrangeira por parte das instituições *dealers*, que atuam de acordo com suas próprias estratégias no mercado, percebe-se que essas instituições, escolhidas com base já em seu relacionamento com o BCB e na extensão de sua participação no mercado fazem muito mais do que informar a PTAX ao BCB. Elas efetivamente orientam a atuação da autoridade no mercado de câmbio regulamentado ou no mercado de derivativos, a fim de regular o comportamento desses mesmos agentes. A atuação da autoridade é contínua, mas tende a seguir o ritmo dado por essas grandes instituições com atuação transnacional e que, nesse mercado, exercem tanta dominação que envolvem até o regulador.

⁸⁷ Disponível em: < <https://www.imf.org/external/np/loi/1999/030899.htm> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

7.3. Considerações sobre o novo padrão normativo do câmbio

O Plano Real desde seu início aproximou a gestão cambial da condução da Política Monetária, mas esse é um aspecto mais estrutural do que contingencial do Plano. Essa vinculação se mostrava mais claramente no período da âncora cambial, mas seguiu existindo mesmo com o tripé macroeconômico, em que a Selic *over* serve tanto de instrumento de Política Monetária para fazer com que a taxa de inflação convirja para meta estabelecida pelo CMN, quanto como taxa referencial às operações definidoras do cupom cambial nos mercados futuro e de derivativos de câmbio, em que efetivamente se forma a taxa de câmbio.

O trabalho de Lara Resende e Arida (1985), que influenciou em grande medida o desenho do Plano Real previa a criação de uma âncora para a nova moeda e os autores já demonstravam uma preferência pela taxa de juros externa (LARA RESENDE, 2020, p. 16). O expediente pensado para tanto era a Resolução CMN nº 432, de 23 de junho de 1977, que permitia aos mutuários de empréstimos externos, dentro dos limites fixados pelo BCB, a realização de depósitos em moedas estrangeiras, junto a bancos autorizados a operar em câmbio no País. Segundo os autores:

“A Resolução 432 permite que empresas privadas endividadas em dólar façam um pré-pagamento de sua dívida para o Banco Central. O pré-pagamento é em cruzeiros na taxa de câmbio corrente. No programa de âncora proposto, também seria permitido às empresas sacar depósitos da 432 (também em cruzeiros). Com a liberação de saques e depósitos na 432, haverá uma arbitragem instantânea entre os custos esperados dos empréstimos em dólar (isto é, a taxa de juros externa, mais os *spreads* cobrados para o país, mais a expectativa de desvalorização cambial) e dos empréstimos em cruzeiro (isto é, a taxa de juros doméstica). O valor dos depósitos na 432 já é superior à base monetária”⁸⁸ (LARA RESENDE; ARIDA, 1985, p. 16).

O direcionamento das decisões sobre Política Cambial no Brasil à observação do diferencial que compõe o que agora se chama de cupom cambial não era estranho, portanto, aos proponentes do Plano Real e, com efeito, mostra-se alinhado ao padrão regulatório estrutural que se conformou desde a década de 1970.

⁸⁸ A tradução foi oferecida pelo próprio autor em Lara Resende (2020, p. 252).

CONCLUSÃO

A história da regulamentação cambial brasileira pode ser analisada sob diferentes perspectivas e há certos recortes metodológicos para apresentá-la. A adequação desses recortes depende da abordagem de quem opera com os dados e da finalidade da exposição. O presente trabalho buscou demonstrar que essa história pode ser dividida em duas partes, refletidas em padrões normativos, considerando-se os aspectos estruturais do desenvolvimento histórico do capitalismo e a dinâmica das relações que o Brasil mantém com os outros Estados e com agentes que atuam no mercado financeiro internacional, particularmente organizações internacionais e instituições financeiras e investidores com atuação transnacional.

A tendência da regulamentação é refletir a dinâmica relacional e a estratégia desses agentes no âmbito estrutural, evidenciando a agência que cada parte detém na formação da taxa de câmbio da moeda nacional em relação às demais moedas, de modo a tornar possível que se note a conformação de diferentes padrões normativos. Esses padrões se alteram acompanhando transformações estruturais que levam os agentes a estabelecer entre si novas estratégias relacionais.

Embora não se possa deixar de notar certo aspecto heurístico na recepção ou utilização da abordagem selecionada para esse trabalho, é preciso destacar que ela também indica possibilidades de transformação. Em primeiro lugar, perceber que há uma estrutura e considerar que o espaço sobre em que é construído o Direito da Finança Internacional não está submetido a uma jurisdição específica, mas é, em verdade, um espaço de fluxo sujeito a tensões e definições de múltiplas ordens ajuda a entender que a efetivação de objetivos de desenvolvimento por meio de Política Cambial dificilmente decorrerá de posturas autonomistas. Com efeito, só se pode considerar que exista um padrão normativo do câmbio quando o Estado está habilitado a ter representação e atuar no espaço de fluxo do Direito da Finança Internacional, no sentido de apoiar sua estratégia de desenvolvimento.

Cabe pensar que, mesmo em condições históricas desfavoráveis, cada um dos atores que interagem no âmbito do espaço de fluxo da finança internacional preserva ainda uma parcela de agência e a possibilidade de, tendo em conta a estrutura, redefinir sua estratégia e incrementar sua capacidade de atuar de maneira mais decisiva e assertiva na agenda de regulação dos fluxos financeiros. A avaliação das condicionantes e a formação de coalizões,

comum em temas de política internacional podem ser incorporadas e ter sinergia com as estratégias relacionadas ao Direito da Finança Internacional.

Nesse sentido, apesar de haver uma certa concatenação entre as condições estruturais e os limites da normatização dos fluxos e estoques de divisas, pretende-se concluir este trabalho com uma nota mais positiva. Para dar mais subsídios a essa perspectiva, vale novamente trazer à luz entendimentos decorrentes do roteiro de argumentação percorrido.

Estrutura e regulação cambial

A presente Tese procurou demonstrar que as tendências da regulamentação cambial no Brasil refletiram a dinâmica estrutural do capitalismo e das relações internacionais. A definição da agência na formação da taxa de câmbio serve como divisor de períodos específicos dessa regulamentação, sendo possível enxergar um primeiro padrão normativo do câmbio, em que havia proeminência da agência estatal, e um novo padrão normativo do câmbio, em que essa agência é, em grande medida, transferida às instituições financeiras com maior capacidade de geração de fluxos.

A taxa de câmbio consiste em uma relação de preço entre diferentes moedas. Por sua vez, a moeda é uma unidade de conta dotada de curso legal que vem a denominar o valor do conjunto de bens e serviços na jurisdição em que ela detém curso legal. A faculdade de emissão de moeda costuma ficar a cargo do Estado.

Dessa forma, a autoridade se reserva o direito de incidir de maneira mais decisiva na regulação das trocas de bens, serviços e fluxos financeiros dentro de sua jurisdição. Detendo as maiores disponibilidades de moeda, o Estado se investe da característica de dominação e pode induzir o comportamento dos atores no mercado, sem necessariamente lançar mão de expedientes normativos.

A questão ganha outras nuances quando se inclui o relacionamento entre Estados e diferentes moedas na dinâmica. O reconhecimento mútuo entre Estados e o estabelecimento de relações levaram à formação de uma ordem global hierárquica e polarizada, que estratificou também a ordem monetária.

Além disso, os fluxos econômicos, financeiros e informacionais hoje vinculam o conjunto dos Estados globalmente sem necessariamente estarem atrelados a uma jurisdição

particular. É necessário, portanto, reconhecer que há espaços “de fluxo”, nos quais a normatização é diversa do espaço unitário e coeso dos territórios nacionais.

Inclusive, nesses espaços de fluxo, os Estados não são as únicas entidades com capacidade de incidência na formação de padrões de conduta e institucionalidade. Há teorias de relações internacionais, por exemplo, que consideram que Estados, Organizações Internacionais e mesmo atores privados podem interagir no sistema internacional.

Mesmo teorias de Direito Internacional, que, em um primeiro momento, reconhecia exclusivamente os Estados como sujeitos de Direito fora do âmbito de seus próprios territórios, hoje comporta a existência de redes regulatórias informais, que funcionam sem intermédio de chefias de Estado e chancelarias, e teorias estruturalistas que notam uma dinâmica de efetivação de normas mesmo em arranjos internacionais inicialmente baseados em *soft law*, como é o caso do Direito da Finança Internacional.

O espaço de formação das normas que regulam os fluxos e estoques de divisa é, portanto, um espaço de disputa e tensão entre Estados e outros agentes internacionais que procuram atuar de maneira estratégica para efetivar sua própria agenda e interesses. O Direito interno que trata dessas matérias tem seu quadro limitado por essas definições feitas em outra escala.

Isso não implica uma impossibilidade *de jure* do Direito interno não acompanhar o Direito da Finança Internacional, mas sim que a escolha de uma direção divergente irá importar uma redução da liquidez dos fluxos dirigidos e disponíveis àquela jurisdição. Esse efeito negativo pode ser limitado caso o Estado detenha uma posição institucional de poder relevante, que lhe garanta, por exemplo, poder de veto sobre decisões que contrariem seu interesse na construção do Direito da Finança Internacional, ou se, sob a jurisdição efetiva desse Estado, encontre-se um mercado financeiro grande ou estratégico.

Padrões normativos do câmbio no Brasil

Na história brasileira, foi relativamente recente a estruturação de um arcabouço normativo de Política Cambial que permitisse enxergar essa como uma frente autônoma de atuação estatal em Política Econômica. Basicamente, até o pós-Segunda Guerra Mundial, houve uma constante demanda por liquidez, ampliada por condições conjunturais que foram

emergindo, como a substituição do trabalho de escravizados por trabalho assalariado, a demanda por infraestrutura para exportação e a modernização das cidades. A maneira como as autoridades procuraram lidar com essas questões teve a ver com a estruturação de um conjunto de bancos emissores e com a busca, nos níveis da União e das Províncias, por financiamento externo, basicamente junto a instituições financeiras europeias no século XIX e americanas no início do século XX.

Por conta do caráter basicamente agrário-exportador da economia brasileira no período, grande parte dos insumos para a construção de infraestrutura, bem como bens de consumo, precisavam ser importados, impedindo que a demanda de liquidez pudesse ser atendida internamente. Além disso, a integração ao sistema monetário internacional passou pela definição de um lastro em ouro para a moeda brasileira, definido com base no conteúdo metálico da Libra Esterlina, o que levava a emissão monetária a ter que ser negociada, exigindo mediação política.

Sob essas condições, o Brasil ficou notadamente exposto aos ciclos de liquidez internacional. Em alguns momentos em que houve superávits no balanço de pagamentos, foi possível criar mecanismos de conversibilidade da moeda nacional, como a Caixa de Conversão e a Caixa de Estabilização, no começo do século XX, mas foram ainda mais comuns os momentos de necessidade de redução de lastro da moeda, a convivência com a circulação de títulos bancários que faziam as vezes de moeda e os efeitos negativos sobre as finanças do Estado, uma vez que os principais tributos eram cobrados *ad valorem* considerando o valor de lastro da moeda, que dificilmente se verificava na prática, dada a necessidade de emissão e o deságio.

De todo modo, o que não permite que seja verificado um padrão normativo do câmbio próprio nesse período é o fato de que a regulamentação da taxa de câmbio era muito mais um efeito das políticas do que uma iniciativa própria. Além disso, as decisões sobre os ciclos de liquidez eram tomadas em uma dinâmica informal entre os Bancos Centrais dos países do centro do capitalismo, sem que economias periféricas, como a brasileira, sequer contassem com uma instituição como um Banco Central ou a possibilidade de incidir nessas definições.

O cenário se alterou definitivamente a partir da reformulação do sistema monetário internacional em Bretton Woods no ano de 1944. Naquele momento, foi criado um arcabouço institucional na forma do FMI, que, com o tempo, praticamente se universalizou. Ao conjunto de países, incluindo os periféricos foi dado contar com um respaldo para impedir crises de

balanço de pagamento, além de participação, direta ou mediada, em um fórum de discussão único sobre aspectos monetários, incluindo o estabelecimento de padrões para definição de taxa de câmbio em torno do Padrão Ouro-Dólar.

O FMI e o Padrão Ouro-Dólar foram criações políticas que permitiram aos Estados Unidos catalisar a estratégia de criação de hegemonia política e econômica daquele país, vinculando a economia global à sua moeda. Os países tinham interesse em se integrar a esse fórum buscando acesso aos fluxos de capital e o respaldo do Fundo, bem como à possibilidade de incidir no espaço de definição do Direito da Finança Internacional. Em troca, eram incorporados à ordem econômica global centrada nos Estados Unidos.

Com efeito, a institucionalidade do FMI não foi formada de maneira a atender o princípio democrático presente em outras organizações intergovernamentais que lhe são contemporâneas, como a ONU. De todo modo, a IFI permitiu a participação geral, a criação de um conjunto de regras claras e abriu espaço para que a agência estatal prevalecesse na definição da taxa de câmbio.

A partir da criação do FMI, as autoridades brasileiras puderam construir um quadro regulatório muito mais coeso para a Política Cambial. Ainda em 1946, houve uma primeira tentativa de atuação mais decisiva nesse campo com a edição do Decreto-Lei nº 9.025/1946 e do Decreto-Lei 9.602/1946, que estabeleceram um sistema de registro de operações de câmbio e alíquotas para remessas de capitais para o exterior. Naquele primeiro momento, no entanto, a ilusão das divisas levou a uma postura de abertura por parte da SUMOC que, ao cabo, se mostrou excessiva e forçou a revisão da regulamentação na década seguinte.

Marcando o início do primeiro padrão normativo do câmbio houve a edição da Lei nº 1.807/1953, estipulando que a SUMOC passaria a definir as taxas de câmbio de determinadas operações. Essa Lei veio a ser ladeada pela Lei nº 3.244/1957, mais focada no controle de importações, definindo também um regime em que poderiam ter lugar múltiplas taxas de câmbio. Esses diplomas foram regulamentados pelo Decreto nº 42.820/1957, que conferiu maior racionalidade aos regimes legais.

Com o Decreto nº 42.820/1957, o mercado de câmbio passou a ser dividido entre o mercado de taxas oficiais, fixadas pelo Conselho da SUMOC a partir da taxa de câmbio definida junto ao FMI, e o mercado de taxas livres, em que seriam cursadas operações a taxas cambiais convencionadas entre as partes. A tendência na década de 1960, especialmente no Governo de Jânio Quadros e na Ditadura Militar, foi a de unificação das taxas de câmbio e de

encaminhamento das operações para o mercado de taxa livres, mas sem abandonar de uma vez os regimes preferenciais para alguns produtos e sem excluir a possibilidade de atuação estatal sobre as taxas de câmbio praticadas, a depender da análise de necessidade por conta da autoridade. Outro foco dado pela Ditadura foi à atração de investimento e financiamento externo para dar conta da restrição externa.

Todo o período de construção normativa do primeiro padrão normativo do câmbio foi marcado pela concepção da utilização da Política Cambial como instrumento de desenvolvimento, mesmo na fase em que esse desenvolvimento passou a ser orientado de forma autoritária e a ter efeito mais concentrador. Entretanto, o primeiro padrão normativo do câmbio, não foi imune às transformações estruturais do capitalismo.

Na década de 1970, os Estados Unidos atuaram de modo a conter sua atuação na expansão da liquidez que vinha servindo para sustentar o Padrão Ouro-Dólar, mas que não mais se mostrava necessariamente alinhada aos interesses dos próprios Estados Unidos. Nesse sentido, o país iniciou um movimento de adoção de regime cambial de câmbio flutuante. Além disso, eventos políticos levaram à reversão das condições de liquidez do mercado internacional, com as crises do petróleo. Por fim, o FMI passou por uma reversão de postura em relação aos países dependentes de financiamento externo que vinham buscar seu apoio, encampando uma agenda mais alinhada ao interesse de instituições financeiras e investidores com atuação transnacional, com disposição para influenciar a Política Econômica de seus membros.

O Estado brasileiro procurou preservar sua primazia na definição da taxa de câmbio, com expedientes que mantinham essa possibilidade, mesmo com o agrupamento das operações de câmbio no mercado de taxas livres. Isso porque o art. 36 do Decreto nº 42.820/1957 permitia que o CMN estabelecesse limites de posição comprada e vendida para os estabelecimentos autorizados a operar câmbio no mercado de taxas livres, devendo essa posição ser ajustada, em última instância, junto ao BCB, que exercia dominação e podia orientar as taxas efetivamente praticadas, estruturando o MCTA.

Junto ao MCTA, foi constituído um sistema de minidesvalorizações cambiais em prol de manter a taxa de câmbio alinhada ao objetivo de estímulo às exportações. Mesmo assim, as mudanças estruturais se fizeram sentir em desvalorizações cambiais pronunciadas em 1979 e 1983. O Brasil foi afetado pela piora das condições de liquidez internacional e, já em 1982, passou a negociar com o FMI em condições menos favoráveis.

A piora das condições de liquidez intensificou a restrição externa e prejudicou a continuidade das estratégias de desenvolvimento. As desvalorizações cambiais vieram acompanhadas de aumentos da inflação, que se afirmou como principal problema econômico brasileiro naquele período. No final da década de 1980, as considerações sobre Política Cambial haviam se tornado mero acessório aos planos de combate à inflação. Esse período de crise marcou o fim do primeiro padrão normativo do câmbio.

A recomposição da autonomia da Política Cambial passou por eventos estruturais no final da década de 1980. Em primeiro lugar merece destaque a sistematização da tendência de atuação da burocracia das principais organizações intergovernamentais com incidência no Direito da Finança Internacional na forma das recomendações congregadas no Consenso de Washington.

Como instrumento de expansão dessas medidas para a América Latina e para outros países em desenvolvimento foi oferecido também o Plano Brady, estratégia de securitização das dívidas soberanas dos países em desenvolvimento em troca de reformas. O efeito da securitização da dívida foi a dispersão da base de credores, ampliando custos de transação para eventual renegociação, com conseqüente incremento do poder de barganha dos credores.

Cabe notar que o fato de um Estado seguir de maneira aplicada as recomendações das organizações intergovernamentais ou de credores não necessariamente lhe garantia automaticamente melhores condições de financiamento externo ou de acesso a fluxos financeiros. Havia, do lado dos credores, certa coordenação amplificada pela concentração dos centros de decisão e do controle. Nesse cenário, seja por especialidade ou volume, alguns agentes do mercado acabavam tendo sua agência ampliada para tomar decisões de alocação de recursos sem necessariamente considerar as especificidades de cada Estado.

No plano internacional, esses agentes com agência amplificada puderam exercer dominação, dado que detinham maiores disponibilidades de recursos com liquidez nesse ambiente. Os Estados, com agência relativamente reduzida nessas condições estruturais, passaram a competir por recursos procurando se diferenciar, melhorando as condições de segurança, retorno e liquidez dos fluxos e recursos que lhes fossem direcionados.

No Brasil, essa mudança de tendência estrutural se manifestou na liberalização da conta de capitais notadamente na forma de alterações na regulamentação infralegal editada pelo CMN e pelo BCB. Nesse sentido, podem ser mencionadas medidas como a adição, em 1991, dos Regulamentos Anexos IV e V à Resolução CMN nº 1.289/1987, permitindo aplicações diretas

de INR nos mercados de valores mobiliários e regulamentando ADR e IDR, bem como a abertura ao investimento por INR nos mesmos instrumentos e modalidades operacionais disponíveis ao investidor residente feita por meio da Resolução CMN nº 2.689/2000.

Em paralelo, houve também medidas de liberalização que abarcaram as CDE, ampliando a liquidez dos recursos nelas depositados, e reduziram as restrições relacionadas a registro de capitais estrangeiros. Esse movimento de liberalização de fluxos cambiais ganhou status legal apenas com a entrada em vigor da Lei nº 14.286/2021.

Outra frente de alinhamento da regulação brasileira às condições que emergiram desde a década de 1970 se deu no campo da Política Econômica e, particularmente, da Política Cambial. As mudanças nesse nível apontaram uma nova direção na definição da taxa de câmbio, construindo um quadro regulatório marcado pelo incremento da agência das instituições financeiras com maior volume de operações e capacidade de gerar fluxos no mercado de câmbio regulado e nos mercados de derivativos de câmbio.

Entre o final da década de 1980 e o começo da década de 1990, ocorreu uma reorganização do mercado de câmbio feita no nível infralegal. Ao final desse movimento, o mercado de câmbio brasileiro ficou segmentado entre o recém-criado MCTF, que procurou institucionalizar operações que eram realizadas fora do mercado regulado, e o MCTL, que substituiu o MCTA e definiu a adoção de livre pactuação das taxas de câmbio.

O MCTL mudou a forma de relacionamento entre o BCB e as instituições reguladas autorizadas a operar em câmbio, tendo a autarquia passado a atuar nas condições do mercado. Chama atenção a forma de criação do MCTL: aprovado pelo CMN *ad referendum* e decorrente não de mudança legislativa, mas sim da Resolução CMN nº 1.690/1990, que, por sua vez, tinha por base normativa o Decreto nº 99.179/1990, cujo objeto era o Programa Federal de Desregulamentação, sem alterar o quadro legal do primeiro padrão normativo do câmbio.

A Resolução CMN nº 1.690/1990 efetivamente inaugurou o novo padrão normativo do câmbio. A partir de então, exceto pelo período em que teve lugar o Regime Monetário de metas cambiais com todas as pressões externas que lhe foram características, o BCB deixou de definir a taxa de câmbio e passou a consultar o mercado – mais precisamente as instituições *dealers*, selecionadas com base em seu relacionamento com o BCB e à extensão de sua participação no mercado – para apurar a taxa a ser divulgada como a PTAX.

O próprio espaço de formação da taxa de câmbio foi posto fora do mercado regulado pelo BCB. Em razão da assimetria de liquidez entre os mercados, a taxa de câmbio no Brasil se

forma nos mercados futuro e de derivativos de câmbio, sendo transmitida depois ao mercado à vista, regulado, por meio de operações de arbitragem que vinculam posições nos dois mercados. O parâmetro considerado para que as instituições autorizadas a operar em câmbio transmitam posições entre os mercados é o cupom cambial, que expressa uma relação entre a taxa de juros no Brasil e a variação da taxa de câmbio.

Nesse cenário, o BCB pode buscar influenciar a taxa de câmbio a partir da realização de *swaps* cambiais, procurando influir nas condições dos mercados derivativos, bem como por meio da fixação da taxa de juros pelo COPOM, orientado pelos objetivos de Política Monetária. Entretanto, a atuação da autoridade tende a vir a reboque das estratégias dos principais agentes privados, fazendo com que o quadro do novo padrão normativo do câmbio acompanhe a tendência estrutural. A taxa diferencial entre a Selic e a variação da PTAX passou a comandar os fluxos do mercado de câmbio no geral, tornando subsidiárias considerações de interesse nacional muito presentes no primeiro padrão normativo do câmbio.

Agência e soberania

Se a dominação é uma característica de quem detém as maiores disponibilidades monetárias, os principais agentes do mercado financeiro global ocupam um espaço de destaque em um sistema financeiro em que o regime cambial de câmbio flutuante é a regra e o papel desempenhado pelos *dealers* na determinação do cupom cambial revela o suporte institucional que perfaz a agência dessas instituições. O novo padrão normativo do câmbio, dessa forma, responde ao padrão regulatório estrutural que privilegia o interesse dos principais agentes privados dos mercados financeiro e de capitais internacionais, levando à expansão de sua agência.

Assim sendo, se quiserem mais espaço para encaminhar seus objetivos de política cabe ao Brasil e aos demais países emergentes terem um quadro claro das dinâmicas do espaço de fluxo da finança internacional para poderem desenhar e pôr em prática estratégias cooperativas e próprias, como, por exemplo, a formação de coalizões no âmbito do FMI e do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, na busca de uma alternativa de Política Econômica autônoma. É a maneira de se lutar para que suas estratégias nacionais possam se contrapor à projeção de poder de outros agentes econômicos privados ou organizações internacionais no espaço de fluxo que conforma o Direito da Finança Internacional.

Destaca-se aqui o Brasil e aos demais países emergentes porque é preciso também compreender que os Estados contam com posições diversas nessa dinâmica. Prates (2017, p. 3) explica que há um conceito de soberania monetária que consiste basicamente no direito que um Estado tem de criar moeda e concedê-la curso legal e curso forçado, tendo sido esse conceito trabalhado por juristas e economistas, entre outros especialistas. No entanto, o argumento apresentado por ela é que esse conceito deveria ser reavaliado de modo a contemplar a dinâmica do sistema financeiro internacional e a hierarquia monetária (PRATES, 2017, p. 5). Dessa forma, depreende-se que Estados podem emitir suas próprias moedas, dotando-lhes dos atributos jurídicos que garantem sua exigibilidade e valor, mas resta uma assimetria relacionada à capacidade de mobilizar sua moeda para alcançar seus objetivos de política, havendo, portanto, graus de soberania.

No mesmo sentido, em outra ocasião a autora aponta que a autonomia da Política Econômica derivada da soberania monetária é maior nos Estados Unidos, emissor da moeda global de reserva, e de muito menor grau quando levadas em consideração as moedas de países emergentes, que a própria autora define como “os países periféricos que se inseriam na globalização financeira” (PRATES, 2015, p. 22). Isso se dá porque, o sistema monetário e financeiro internacional tem uma dimensão hierárquica, na qual as divisas se posicionam de acordo com seu grau de conversibilidade, definido como a sua capacidade de desempenhar, no âmbito internacional, as funções de meio de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor (PRATES, 2015, p. 51).

Tem destaque justamente o papel desempenhado pelo Regime Cambial, com a regulamentação de fluxos e estoques de divisas, dado que, no sistema monetário e financeiro internacional atual, todos os países enfrentariam uma “dualidade impossível” (FLASSBECK, 2001) ou “dilema da impossibilidade” (REY, 2015a; 2015b), entre a livre mobilidade de capitais e a manutenção da autonomia da Política Monetária, devendo-se levar em conta que o caráter hierárquico sistema financeiro internacional e das moedas faz com que essa dualidade afete os países de maneiras diversas. No desenho de políticas econômicas que permitam o maior grau possível de autonomia, devem ser levados em consideração também o grau de abertura financeira e o quadro institucional de ação do banco central para atuar no mercado de câmbio (PRATES, 2017). Ou seja, a construção de uma Política Econômica autônoma passaria pela revisão do quadro jurídico da Política Cambial, analisando o papel de cada elemento dessa política.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva; LAGO, Luiz Aranha Correa do. A economia brasileira no Império, 1822-1889. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 1-28.
- ABREU, Marcelo Paiva. Os *funding loans* brasileiros: 1838 – 1931. **Pesquisa e planejamento econômico**, Brasília, v. 32, n. 3, 2002. p. 515-540.
- AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. **La violence de la monnaie**. 2ª ed. Paris: Presses Universitaires de France. 1984.
- ALMEIDA, Clóvia Oliveria de; BACHA, Carlos José Caetano. Evolução da Política Cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 10, n. 2, 1999. p. 5-29.
- ALMEIDA, Paulo Roberto. O Brasil e o FMI desde Bretton Woods: 70 anos de história. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 10, n. 2, 2014. p. 469-496.
- ALTAMURA, Carlo Edoardo; KEDAR, Claudia. Friends or foes? Brazil, the IMF and the World Bank, 1961–1967. **Financial History Review**, Cambridge, v. 28, n. 2, 2021. p. 205-236.
- ALVES, André Gustavo de Miranda Pineli. Apresentação. In. **BEPI - Boletim de Economia e Política Internacional**, Brasília, n. 28, 2020. p. 5-7.
- AMUSQUIVAR, Érika; PASSOS, Rodrigo Duarte dos. A gênese da geopolítica e sua difusão na história mundial. **Revista Brasileira de Estudos de Defesa**, Niterói, v. 5, n. 1, 2018, p. 19-40.
- ANGELL, Norman. **The great illusion: A study of the relation of military power to national advantage**. 4 ed. Nova Iorque e Londres: G.P. Putnam's Sons. 1913.
- ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**. Rio de Janeiro: Contraponto. 2016.
- ASCARELLI, Tullio. **Obbligazioni Pecuniarie**. Bologna: Nicola Zanichelli Editore. 1959.
- BACHA, Edmar. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 14, n. 1, 1994, p. 5-17.
- BARBOSA-FILHO, Nelson. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. **International Review of Applied Economics**, v. 25, n. 2. 2008. p. 127-148.

- BARROS DE CASTRO, Lavinia. Esperança, Frustração e Aprendizado: a História da Nova República. In. GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; BARROS DE CASTRO, Lavinia; HERMANN, Jennifer (orgs.). **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011. p. 97-129.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. **O Brasil não cabe no quintal de ninguém**. São Paulo: LeYa. 2019.
- BCB. **BC divulga minutas de normas relacionadas ao capital estrangeiro no País referentes a nova Lei de Câmbio e Capitais Internacionais**. Brasília: BCB. 1º de dezembro de 2022. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17788/nota> >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Finança global e ciclos de expansão. In. FIORI, José Luís da Costa (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 4ª ed. Petrópolis: Editora Vozes. 2012. p. 87-117.
- BERCOVICI, Gilberto. Carl Schmitt e a tentativa de uma revolução conservadora. In. ALMEIDA, Jorge de; BADER, Wolfgang. **O pensamento alemão no século XX: grandes protagonistas e recepção das obras no Brasil**. Vol. 1. São Paulo: Cosac Naify. 2013. p. 83-122.
- BERCOVICI, Gilberto. **Constituição Econômica e desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros. 2005.
- BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 11, n. 2, 1997. p. 97-116.
- BETHELL, Leslie. O Brasil no mundo. In: SCHWARCZ, Lilia Moritz (dir.). **História do Brasil Nação: 1808-2010**. Vol. 2. CARVALHO, José Murilo de (coord.). A construção nacional: 1830-1889. 9ª reimpressão. Rio de Janeiro: Objetiva. 2018. p. 131-177.
- BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação, regulação: Transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador**. Belo Horizonte: Fórum. 2016.
- BIS. **Triennial Central Bank Survey: OTC foreign exchange turnover in April 2022**. Basileia: BIS. 2022. Disponível em: < https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.

- BLACKBURN, Robin. Por que segunda escravidão? In. MARQUESE, Rafael; SALLES, Ricardo (orgs.). **Escravidão e Capitalismo Histórico no Século XIX**: Cuba, Brasil, Estados Unidos. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 2016. p. 13-54.
- BLANCHE, Nathan; BARROS, Octavio de. O investidor estrangeiro sob suspeita. In. GLEIZER, Daniel Luiz (coord.). **Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro**. São Paulo: BM&F. 2005. p. 177-198.
- BOUGHTON, James. **Silent Revolution**: The International Monetary Fund 1979-1989. Washington D.C.: FMI. 2001.
- BORGES, Jorge Luis. **Obras Completas**. Vol. 1. São Paulo: Globo. 1998.
- BOYER, Robert. **Teoria da Regulação**: os fundamentos. São Paulo: Estação Liberdade. 2009.
- BRAUDEL, Fernand. **A dinâmica do capitalismo**. Rio de Janeiro: Rocco. 1987.
- BRAUDEL, Fernand. **Civilização Material, Economia e Capitalismo**: Séculos XV-XVIII. v. 3: O tempo do mundo. São Paulo: Martins Fontes. 2009.
- BRAUDEL, Fernand. **Civilização Material, Economia e Capitalismo**: Séculos XV-XVIII. v. 2: Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes. 1998.
- BROOKS, Sarah; CUNHA, Raphael; MOSLEY, Layna. Categories, Creditworthiness, and Contagion: How Investors' Shortcuts Affect Sovereign Debt Markets. **International Studies Quarterly**, Storrs, v. 59, n. 3, 2015. p. 587-601.
- BROWN, John. **La dominación liberal**: Ensayo sobre el liberalismo como dispositivo de poder. Havana: Ciencias sociales. 2014.
- BRUMMER, Chris. **Soft Law and the Global Financial System**: Rule making in the 21st century. 2ª ed. Nova Iorque: Cambridge University Press. 2015.
- CALÓGERAS, João Pandiá. **A política monetária do Brasil**. São Paulo: Companhia Editorial Nacional. 1960.
- CALOMIRIS, Charles. Institutional Failure, Monetary Scarcity, and the Depreciation of the Continental. **Journal of Economic History**, Cambridge, v. 48, n. 1, 1988, p. 47-68.
- CAMARA, Mamadou; SALAMA, Pierre. A inserção diferenciada – com efeitos paradoxais – dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In. CHESNAIS, François (org.). **A Finança Mundializada**. São Paulo: Boitempo. 2005. p. 199-221.

- CANNAN, Edwin. **The Paper Pound of 1797-1821**: A reprint of the Bullion Report. Londres: P.S. King & Son. 1919.
- CARNEIRO NETTO, Dionísio Dias. Crise e esperança, 1974-1980. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 241-262.
- CARNEIRO, Dionísio Dias; MODIANO, Eduardo Marco. Ajuste externo e desequilíbrio interno, 1980-1984. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 263-280.
- CARR, Edward. **Vinte Anos de Crise: 1919-1939 - Uma Introdução ao Estudo das Relações Internacionais**. Brasília: Editora da Universidade de Brasília. 1981.
- CARVALHO, Laura Barbosa de. **Valsa brasileira**. São Paulo: Todavia. 2018.
- CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. v. 1. 6ª ed. São Paulo: Paz e Terra. 2002.
- CERVO, Amado Luiz; BUENO, Clodoaldo. **História da política exterior do Brasil**. 5ª ed. Brasília: UnB. 2015.
- CESARINO JÚNIOR, Antônio Ferreira. Moeda estrangeira (Direito do Trabalho). In. **Enciclopédia Saraiva do Direito**. v. 53. 1977. p. 151-152.
- CMN. **Ata da 111ª Sessão do Conselho Monetário Nacional**. Brasília: CMN. 21 de agosto de 1968.
- CMN. **Ata da 112ª Sessão do Conselho Monetário Nacional**. Brasília: CMN. 24 de agosto de 1968.
- CMN. **Ata da 511ª Sessão do Conselho Monetário Nacional**. Brasília: CMN. 29 de maio de 1990.
- CMN. **Ata da 726ª Sessão do Conselho Monetário Nacional**. Brasília: CMN. 26 de março de 2002.
- COHEN, Benjamin. **A geografia do dinheiro**. São Paulo: UNESP. 2014.
- COMPARATO, Fábio Konder. Contrato de câmbio. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 575, 1983, p. 54-62.
- CONCEIÇÃO TAVARES, Maria da; SERRA, José. Além da estagnação: uma discussão sobre o estilo de desenvolvimento recente do Brasil. In. BIELSCHOWSKY, Ricardo (org.). **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Vol. 2. Rio de Janeiro: Record/CEPAL. 2000. p. 589-608.

- CONSIDERA, Carlos Alexandre. **Política Internacional I: A política externa brasileira e os novos padrões de Inserção no Sistema Internacional do Século XXI.** Coleção Diplomata. São Paulo: Saraiva. 2016.
- CORRÊA, Fábio Rogério Cassimiro. **Os Bancos de Custeio Rural e o crédito agrícola em São Paulo (1906-1914).** Dissertação de Mestrado. Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2014.
- COSTA, Fernando Nogueira da. **Brasil dos bancos.** São Paulo: Edusp. 2014.
- COSTA, Luciana Pereira. **Disciplina jurídica do câmbio e política pública.** 2009. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.
- DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de teoria geral do Estado.** 30ª ed. São Paulo: Saraiva. 2011.
- DALTON, George. Primitive Money. **American Anthropologist.** New Series, Arlington, v. 67, n. 1, 1965, p. 44-65.
- DAS, Udaibir; PAPAIOANNOU, Michael; TREBESCH, Cristoph. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts.** IMF Working Paper WP/12/203. Washington D.C.: FMI. 2012.
- DE CHIARA, José Tadeu. **Moeda e ordem jurídica.** Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 1986.
- DESAN, Christine. **Making money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism.** Oxford: Oxford University Press. 2014.
- DESAN, Christine. Money as a legal institution. In FOX, David; ERNST, Wolfgang (eds.). **Money in the Western legal tradition.** Oxford: Oxford University Press. 2016. p. 18-35.
- EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital.** São Paulo: Editora 34. 2012.
- EICHENGREEN, Barry. **Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar.** Oxford: Oxford University Press. 2011.
- EICHENGREEN, Barry. **Golden Fetters.** Oxford University Press, 1992.
- ERLING, Marlos Lopes Godinho. **Regulação do Sistema Financeiro Nacional.** São Paulo: Almedina. 2015.
- FERREIRA LIMA, Karina Patrício. Sovereign Solvency as Monetary Power. **Journal of International Economic Law,** Oxford, v. 25, n. 3, 2022, p. 424–446.

- FGV. A Política Cambial desde 1964. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 21, n. 6, 1967. p. 49-55.
- FIGUEIREDO, Antonio Carlos. **Introdução aos Derivativos**. 4^a ed. São Paulo: Cengage. 2019.
- FIGUEIREDO, Francisco Marcos Rodrigues; GOUVEA, Solange. Repasse Cambial para a Inflação: o papel da rigidez de preços. In. BCB. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil. 2011. p. 127-168.
- FILGUEIRAS, Luiz. **A história do Plano Real**. São Paulo: Boitempo. 2000.
- FLASSBECK, Heiner. **The exchange rate: economic policy tool or market price?** Unctad Discussion Paper, n. 157. Genebra: Unctad, 2001.
- FMI. **Annual report of the executive directors for the fiscal year ended April 30, 1973**. Washington D.C.: FMI. 1973.
- FONSECA, Pedro Cezar Dutra. A Controvérsia entre Metalismo e Papelismo e a Gênese do Desenvolvimentismo no Brasil. **Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia da ANPEC**. Salvador: ANPEC. 2008.
- FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar. 2017.
- FRIEDMAN, Milton. **The Island of Stone Money**. Working Papers in Economics, n. E-91-3. Stanford: Hoover Institution. 1991.
- FRIEDMAN, Milton. The Quantity Theory of Money - A Restatement. In. FRIEDMAN, Milton (org.). **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: University of Chicago Press. 1956. p. 3-21.
- FRITSCH, Winston. Apogeu e crise na Primeira República, 1900-1930. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2^a ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 45-77.
- FURNESS, William. **The Island of Stone Money: Uap of the Carolines**. Filadélfia: J.B. Lippincott Company. 1910.
- FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. 27^a ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional/Publifolha. 2000.
- FURTADO, Celso. Intervenção na mesa “A Revolução de 1930 em perspectiva: Estado, estrutura e poder e processo político” In. **A Revolução de 30: Seminário internacional**. Brasília: UnB. 1982. p. 712-717.

- FURTADO, Celso. **Subdesenvolvimento e Estagnação na América Latina**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 1968.
- GARCIA, Márcio Gomes Pinto; URBAN, Fábio. **O Mercado Interbancário de Câmbio no Brasil**. Texto para discussão nº 509. Rio de Janeiro: PUC-Rio. 2004.
- GIDDENS, Anthony. **A constituição da sociedade**. 3ª ed. São Paulo: Martins Fontes. 2013.
- GILMAN, Martin. Heading for Currency Convertibility. **Finance & Development**, Washington D.C., v. 27, n. 3, 1990. p. 32-34.
- GIRARD, René. **Mensonge romantique et Vérité romanesque**. Paris: Grasset. 1961.
- GLATTFELDER James; BATTISTON, Stefano. The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network. **SSRN**. 2019.
- GLATTFELDER, James. **Ownership networks and corporate control mapping economic power in a globalized world**. Tese de Doutorado. ETH. Zurique. 2010.
- GOLD, Joseph. The second amendment of the Fund's Articles of Agreement: a general view, I. **Finance & Development**, Washington D.C., v. 15, n. 1, 1978. p. 10-13.
- GOLDFAJN, Ilan. Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta. In. BACHA, Edmar (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. p. 357-369.
- GOYENA SOARES, Rodrigo. **História do Brasil I: O tempo das Monarquias**. São Paulo: Saraiva. 2016a.
- GOYENA SOARES, Rodrigo. **História do Brasil II: O tempo das Repúblicas**. São Paulo: Saraiva. 2016b.
- GRAEBER, David. **Debt: The First 5,000 Years**. Nova Iorque: Melville House Publishing. 2012.
- GRAMSCI, Antonio. **Cadernos do Cárcere**. v. 1. 8ª ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- GUIMARÃES, Carlos Gabriel. **Bancos, economia e poder no Segundo Reinado: o caso da sociedade bancária Mauá, McGregor e Cia (1854-1866)**. Tese de Doutorado. Faculdade de Filosofia Letras e Ciências Humanas. Universidade de São Paulo. São Paulo. 1997.
- GUIMARÃES, Carlos Gabriel. O Estado Imperial Brasileiro e a centralização financeira/bancária: o caso do “Banco do Brasil” do Barão de Mauá, 1851-1853. **Anais do XXII Simpósio Nacional e História**. João Pessoa: ANPUH. 2003.

- GUIMARÃES, Feliciano de Sá. **Teoria das Relações Internacionais**. São Paulo: Contexto. 2021.
- HALEY, Mary Ann. Emerging Market Makers: The Power of Institutional Investors. In. ARMIJO, Leslie. **Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets**. 2001. p. 74-90.
- HARVEY, David. **A brief history of neoliberalism**. Oxford: Oxford University Press. 2009.
- HICKS, John. Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation. In. **Econometrica**, v. 5, n. 2. 1937, p. 147-159.
- HUME, David. **Political discourses**. Edimburgo: R. Fleming para A. Kincaid e A. Donaldson. 1752.
- JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In. BACHA, Edmar (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. p. 67-85.
- JELLINEK, Georg. **Teoría general del Estado**. Buenos Aires: Albatros. 1954.
- JESSOP, Bob. **State Power: A Strategic-Relational Approach**. Cambridge: Polity. 2008.
- KAPLAN Stephen; THOMSSON, Kaj. The Political Economy of Sovereign Debt: Global Finance and Electoral Cycles. **The Journal of Politics**, Atlanta, v. 79, n. 2, 2017. p. 605-623.
- KDHIR, Moncef. **Dictionnaire juridique de la CIJ**. Bruxelas: Bruylant. 1997.
- KELSEN, Hans. **Teoria pura do Direito**. 7ª ed. São Paulo: Martins Fontes. 2006.
- KENEN, Peter. Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre. **International Affairs**, Londres, v. 64, n. 4, 1988. p. 677-678.
- KEOHANE, Robert. **After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy**. Princeton: Princeton University Press. 1984.
- KEOHANE, Robert; NYE, Joseph. **Power and Interdependence**. 2ª ed. Nova Iorque: HarperCollins. 1989.
- KEYNES, John Maynard. **A treatise on money**. v. II. Londres: McMillan and Co. 1950.
- KINGSBURY, Benedict; KRISCH, Nico; STEWART, Richard B. The emergence of global administrative law. **Law and contemporary problems**, Durham, v. 68, n. 3/4, 2005. p. 15-61.
- KISSINGER, Henry. **World Order**. Nova Iorque: Penguin. 2014.
- KJELLÉN, Rudolf. **Der Staat als Lebensform**. 2ª ed. Leipzig: S. Hirzel Verlag. 1917.

- KJELLÉN, Rudolf. **Stormakterna: Konturer Kring Samtidens Storpolitik**. Stockholm: Hugo Gerbers Förlag. 1912.
- KNAPP, Georg Friedrich. **The state theory of money**. Londres: Macmillan and Co. 1924.
- KRAUTHAMMER, Charles. The Unipolar Moment. **Foreign Affairs**, Washington D.C., v. 70, n. 1, 1990, p. 23-33.
- LARA RESENDE, André. **Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática**. São Paulo: Portfolio Penguin. 2020.
- LARA RESENDE, André. **Juros, moeda e ortodoxia**. São Paulo: Portfolio Penguin. 2017.
- LARA RESENDE, André; ARIDA, Pérsio. **Inertial inflation and monetary reform in Brazil**. Rio de Janeiro: Departamento de Economia - PUC/RJ. 1985.
- LEVY, Maria Bárbara; ANDRADE, Ana Maria Ribeiro de. Fundamentos do sistema bancário no Brasil (1834-1860). **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 15, n. especial, 1985. p. 17-48.
- LEYSHON, Andrew; THRIFT, Nigel. **Money/Space: Geographies of Monetary Transformation**. London: Routledge. 1997.
- LOPES, Francisco Lafaiete. Só um Choque Heterodoxo pode Derrubar a Inflação. In. **Economia em Perspectiva**. n.º 5. São Paulo: CORECON. Agosto de 1984. p. 1-3.
- LUHMANN, Niklas. **Soziale Systeme: Grundriss einer allgemeinen Theorie**. Frankfurt am Main: Suhrkamp. 1984.
- MAGELA SIQUEIRA, Geraldo. **Câmbio e Capitais Internacionais**. São Paulo: Aduaneiras. 2016.
- MAIA, José Nelson Bessa; SOMBRA SARAIVA, José Flávio. A paradiplomacia financeira no Brasil da República Velha, 1890–1930. **Revista Brasileira Política Internacional**, Brasília, v. 55, n. 1, 2012. p. 106-134.
- MALAN, Pedro Sampaio; BONELLI, Regis; ABREU, Marcelo de Paiva; PEREIRA, José Eduardo de Carvalho. **Política Econômica externa e industrialização no Brasil (1939/52)**. Relatório de Pesquisa nº 36. Rio de Janeiro: IPEA/INPES. 1977.
- MASSONETTO, Luís Fernando. **O direito financeiro no capitalismo contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo**. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2006.

- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In. LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua (org.). **Direito e economia: 30 anos de Brasil**. Tomo 2. Saraiva: São Paulo. 2011.
- MBEMBE, Achille. **Necropolítica: Biopoder, soberania, estado de exceção, política da morte**. São Paulo: n-1 edições. 2018.
- MENGER, Carl. On the Origin of Money. **The Economic Journal**, Londres, v. 2, n. 6, 1892, p. 239-255.
- MESQUITA, Mário M. C. Inflação, estagnação e ruptura, 1961-1964. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 179-196.
- MINELLA, André; SOUZA-SOBRINHO, Nelson Ferreira. Canais Monetários no Brasil sob a Ótica de um Modelo Semiestructural. In. BCB. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil. 2011. p. 35-93.
- MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: teoria e a experiência do Real**. Barueri: Manole. 2005.
- MODIANO, Eduardo Marco. A ópera dos três cruzados, 1985-1990. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 281-312.
- MOORE, Basil. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge: Cambridge University Press. 1988.
- MORGENTHAU, Hans. **A política entre as nações: A luta pelo poder e pela paz**. Brasília: Editora da Universidade de Brasília. 2003.
- MOSLEY, Layna. **Global Capital and national governments**. Nova Iorque: Cambridge University Press. 2003.
- MUSSA, Michael. One money for how many? In. KENEN, Peter (ed.). **Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy**. Princeton: Princeton University Press. 1995. p. 84-104.
- NICACIO, Ana Carolina; ROSSI, Pedro. Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro. In. MARQUES, Rudinei; CARDOSO JR. José Celso. **Dominância financeira e privatização das finanças públicas no Brasil**. Brasília: Fonacate. 2022.

- NOLL, Franklin. (2012). The United States Monopolization of Bank Note Production: Politics, Government, and the Greenback, 1862–1878. **American Nineteenth Century History**, Abingdon-on-Thames, v. 13, n. 1, 2012, p. 15-43.
- NUSSBAUM, Arthur. **Teoria Jurídica del Dinero**. Madri: Librería General de Victoriano Suárez, 1929.
- OCDE. **International Regulatory Cooperation: Addressing Global Challenges**. Paris: OECD Publishing. 2013.
- OCDE. **OECD Guidelines for Multinational Enterprises**. Paris: OCDE. 2000.
- SODRÉ DE OLIVEIRA, Luís Maurício. **Mercado de câmbio: contribuição ao disciplinamento jurídico no Brasil**. Curitiba: Juruá. 2009.
- OMC. **World Trade Statistical Review 2022**. Genebra: OMC. 2022. Disponível em: < https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/wtsr_2022_e.pdf >. Acesso em: 2 de janeiro de 2023.
- PACHUKANIS, Evgeni. **A teoria geral do direito e o marxismo e ensaios escolhidos 1921-1929**. São Paulo: Sundermann. 2017.
- PARK SILVEIRA, Thais Hae Ok Brandini. **O Plano Real e o balanço de pagamentos do Brasil**. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2015.
- PARKER, Geoffrey. **Western Geopolitical Thought in the Twentieth Century**. Londres: Routledge. 1985.
- PARTNOY, Frank. **Infectious greed: How deceit and risk corrupted the financial markets**. Nova Iorque: Public Affairs. 2009.
- PERROUX, François. Economic Space: Theory and Applications. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 64, n. 1, 1950, p. 89-104.
- PINHO NETO, Demosthenes Madureira de. O interregno Café Filho, 1954-1955. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. p. 143-156.
- PISTOR, Katharina. A legal theory of finance. **Journal of Comparative Economics**, v. 41, n. 2, 2013, p. 315-330.
- PISTOR, Katharina. **The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality**. Princeton: Princeton University Press. 2018.
- POLAK, Jacques. **The Changing Nature of IMF Conditionality**. OECD Development Centre Working Paper No. 41. Paris: OCDE. 1991.

- POLANYI, Karl. **A grande transformação**: as origens políticas e econômicas do nosso tempo. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus. 2012.
- POLANYI, Karl. The Economistic Fallacy. **Review (Fernand Braudel Center)**, Albany, v. 1, n. 1, 1977, p. 9-18.
- POLANYI, Karl. The Economy as Instituted Process. In. POLANYI, Karl; ARENSBERG, Conrad Maynadier; PEARSON, Harry W (Eds.). **Trade and Market in the Early Empires**. Chicago: Regnery. 1957. p. 243-270.
- POLANYI, Karl. The semantics of money uses. In. DALTON, George (ed.). **Primitive, archaic and modern economies**: essays of Karl Polanyi. Garden City: Doubleday. 1968. p. 175-190.
- POUSADA, Estevan Lo Ré. **Preservação da Tradição Jurídica Luso-Brasileira**: Teixeira de Freitas e a Introdução à Consolidação das Leis Civis. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2006.
- PRATES, Daniela Magalhães. **Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space**: a post-Keynesian approach. Texto para discussão nº 315. Campinas: IE-UNICAMP. 2017.
- PRATES, Daniela Magalhães. **O regime de câmbio flutuante no Brasil - 1999 - 2012**: especificidades e dilemas. Brasília: IPEA. 2015.
- RATZEL, Friedrich. **Anthropogeographie**: Grundzüge Der Anwendung Der Erdkunde Auf Die Geschichte. 3ª ed. v. 1. Stuttgart: J. Engelhorn. 1909.
- RAUSTIALA, Kal. **The Architecture of International Cooperation**: Transgovernmental Networks and the Future of International Law. Program in Law and Public Affairs - Princeton University. Working Paper No. 02-005. UCLA School of Law - Research Paper No. 02-26. 2002.
- REDISH, Angela. The evolution of Gold Standard in England. **The Journal of Economic History**, Cambridge, v. 50, n. 4, 1990, p. 789-805.
- REINICKE, Wolfgang. **Global Public Policy**: Governing without Government? Washington D.C.: Brookings Institution. 1998.
- REY, Hélène. **Dilemma not Trilemma**: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper N. 21162. 2015a.
- REY, Hélène. **International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma**. Mundell Fleming Lecture. 2015b.

- RODRIG, Dani. Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. XLIV, n. 4, 2006. p. 973-987.
- ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e Política Cambial no Brasil: Teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e especulação**. Rio de Janeiro: FGV. 2016.
- SALMON, Jean. **Dictionnaire de droit international public**. Bruxelas: Bruylant. 2001.
- SANCHEZ BADIN, Michelle Ratton. O projeto do Direito Administrativo Global: Uma leitura a partir do Brasil. In. SANCHEZ BADIN, Michelle Ratton (org.). **Ensaio sobre o direito administrativo global e sua aplicação no Brasil**. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 89-115.
- SARAI, Leandro. Integração das Recomendações do Comitê de Basileia para Supervisão Bancária: as medidas prudenciais preventivas no Sistema Financeiro Nacional. **Revista da PGBC**, Brasília, v. 11, n. 2, 2017. p. 10-26.
- SAYAD, João. **Dinheiro, Dinheiro**. São Paulo: Portfolio/Penguin. 2015.
- SCHMITT, Carl. **O conceito do político / Teoria do Partisan**. Belo Horizonte: Del Rey. 2009.
- SCHMITT, Carl. **O nomos da Terra no direito das gentes do jus publicum europaeum**. Rio de Janeiro: Contraponto. 2014.
- SCHUMPETER, Joseph. **History of economic analysis**. Londres: Allen & Unwin. 1954.
- SLAUGHTER, Anne-Marie. **A New World Order**. Princeton: Princeton University Press. 2004.
- SLAUGHTER, Anne-Marie. **The Chessboard and the Web: Strategies of Connection in a Networked World**. New Haven: Yale University Press. 2017.
- STIGLITZ, Joseph. **Globalization and its discontents**. Nova Iorque: w.w. Norton & Company. 2002.
- SUPLICY, Eduardo Matarazzo. Os efeitos das minidesvalorizações da taxa de câmbio sobre as exportações brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 14, n. 6, 1974. p. 33-72.
- TEIXEIRA DE FREITAS, Augusto. **Consolidação das leis civis**. 1º Vol. Fac-símile. Brasília: Senado Federal. 2003.

- THORSTENSEN, Vera; MÜLLER, Carolina. How does International Trade regulation addresses exchange rates measures? **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 10, n. 2, 2014. p. 379-416.
- THORSTENSEN, Vera; RAMOS, Daniel; MÜLLER, Carolina. The ‘missing link’ between the WTO and the IMF. **Journal of International Economic Law**, Oxford, v. 16, n. 2, 2013. p. 353-381.
- THORSTENSEN, Vera; SANCHEZ BADIN, Michelle Rattou; COELHO, Alexandre Ramos. **O Quadro Regulatório do Sistema Financeiro Internacional**. Working Paper 518 – CCGI nº 21. São Paulo: FGV EESP. 2019.
- TOMICH, Dale. **Through the Prism of Slavery: Labor, Capital, and World Economy**. Lanham: Rowman & Littlefield. 2004.
- VAN DER LAAN, Cesar Rodrigues. **Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005)**. Rio de Janeiro: BNDES. 2007.
- VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. **Economia: micro e macro**. 4ª ed. São Paulo: Atlas. 2007.
- VENTURA, André; GARCIA, Márcio Gomes Pinto. Mercados Futuro e à Vista de Câmbio no Brasil: O Rabo Abana o Cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 66, n. 1, 2012. p. 21-48.
- VENTURINI, Otavio. **Teorias do direito administrativo global e standards: Desafios à estatalidade do Direito**. São Paulo: Almedina. 2020.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Notas sobre o Sistema de Controle de Câmbio no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 78, 1990. p. 24-45.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. O Contrato de Câmbio. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, 1981, p. 23-38.
- VIANNA, Sérgio Besserman; VILLELA, André. O pós-Guerra (1945-1955). In. GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; BARROS DE CASTRO, Lavinia; HERMANN, Jennifer (orgs.). **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011. p. 1-24.
- VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **Fundamentos do Direito Econômico**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1973.

- VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **Teoria Geral do Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1977.
- VITALI, Stefania; GLATTFELDER, James; BATTISTON, Stefano. The Network of Global Corporate Control. **PLoS ONE**, São Francisco, v. 6, n. 10, 2011.
- VON JHERING, Rudolf. **Der Zweck im Recht**. Vol. 1. 2ª ed. Leipzig: Breitkopf & Härtel. 1884.
- WALLERSTEIN, Immanuel. **O sistema mundial moderno**. Vol. I: a agricultura capitalista e as origens da economia-mundo europeia no século XVI. Porto: Afrontamentos. 1974.
- WALLERSTEIN, Immanuel. **The Capitalist World-Economy**. Cambridge: Cambridge University Press. 1983.
- WALTZ, Kenneth. **Man, the State, and War: A Theoretical Analysis**. Nova Iorque: Columbia University Press. 1959.
- WALTZ, Kenneth. **Theory of International Politics**. Reading: Addison-Wesley Publishing Company. 1979.
- WEBER, Max. **Ciência e Política: duas vocações**. 18ª ed. Cultrix: São Paulo. 2011.
- WEILER, Joseph Halevi Horowitz. The Geology of International Law - Governance, Democracy and Legitimacy. **Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht - Heidelberg Journal of International Law (HJIL)**, Heidelberg, v. 64, 2004. p. 547-562.
- WILLIAMSON, John. **The progress of policy reform in Latin America**. Washington, D.C.: Institute for International Economics. 1990.
- WILSON, Woodrow. **Address of the President of the United States, delivered at a joint session of the two houses of Congress**. Washington D.C.: U.S. Congress. 8 de janeiro de 1918.
- WRAY, L. Randall. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary**. 2ª ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan. 2015.
- YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2009.