

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS (UNICAMP)
INSTITUTO DE ECONOMIA (IE)

FLUXOS DE CAPITAIS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA
NA PRIMEIRA METADE DA DÉCADA DE 90:
Construção de Novos Vínculos Financeiros Externos e
Emergência de Novos Riscos

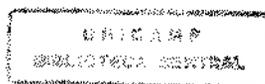
Sérgio Pavan Margarido

Dissertação de mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, sob orientação do
Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff C. Cruz.

*Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por Sérgio Pavan Margarido
em 19/12/97 e orientada pelo Prof. Dr. Paulo
Roberto Davidoff Cruz.
CPG/IE, 19/12/97.*



Campinas, dezembro de 1997



UNIDADE	BC
N.º CATEGORIA	
TÍTULO	3353 F
ANO	395/98
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	13/04/98
N.º CPD	

CM-00109341-8

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

M336f	<p>Margarido, Sérgio Pavan</p> <p>Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90: construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos ricos/ Sérgio Pavan Margarido. -- Campinas, SP : [s.n.], 1997.</p> <p align="center">Orientador : Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.</p> <p align="center">1. Fluxo de capitais - Brasil. 2. Financiamento externo. 3. Mercado financeiro. 4. Instituições financeiras. I. Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.</p>
-------	---

À Ana Cláudia,
esposa, amiga e companheira sempre presente.

A meus pais, Glória e Zé Maria,
presenças fundamentais em minha vida.

AGRADECIMENTOS

A presente dissertação contou com a contribuição e o apoio de uma série de pessoas, nos planos acadêmico-profissional e pessoal, sem as quais ela nunca teria chegado às mãos da banca examinadora. Ainda que longa, a lista de pessoas abaixo é mais que justificada pela importância da sua presença nesses últimos anos.

Em primeiríssimo lugar, quero deixar clara minha gratidão para com o meu orientador, professor Paulo Davidoff, que além de demonstrar ser um profissional dos mais sérios e competentes, demonstrou também uma paciência imensa e uma extrema compreensão em relação a vários problemas que ultrapassaram o âmbito acadêmico e que tornaram o trabalho mais lento. Agradeço pela sua constante presença desde a etapa de escolha do tema e de preparação do projeto, passando pela qualificação e chegando até a data de entrega da dissertação, etapas durante as quais suas idéias, críticas e sugestões permitiram significativos avanços. Tenho também que agradecer pela paciência com meus constantes atrasos e, em especial, por ter me liberado por dois meses para que eu pudesse fazer o concurso para professor em Maringá. A você, Davidoff, o meu muito obrigado!

Gostaria de agradecer aos professores Mariano Laplane, do Instituto de Economia da UNICAMP, e Maria Carolina Leme, da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, pela participação na banca examinadora e pelas críticas e sugestões feitas durante a defesa. Agradeço ao Mariano Laplane e também à Alejandra Caporale Madi, do Instituto de Economia da Unicamp, pelos comentários, críticas e sugestões durante a qualificação, que ajudaram a definir os rumos a serem seguidos pela dissertação.

Ao Marcos Torres e ao Fernando Alberto sou grato pela ajuda na obtenção de informações sobre a legislação brasileira sobre o câmbio e os fluxos de capitais, que se constituíram em material central para o segundo capítulo.

Quero agradecer ao Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá e a seus professores, que me liberaram parcialmente de minhas atividades, e, em especial, ao chefe de departamento, professor Reinaldo Consoni, e ao vice-chefe, Virgílio de Almeida, que desde o início do meu trabalho em Maringá não pouparam esforços para que eu tivesse as melhores condições possíveis para concluir a dissertação.

Agradeço ao Alberto e à Cida, da secretaria do Instituto de Economia, sempre prontos a atender às nossas dúvidas e necessidades, e ao Daniel, à Conceição e ao Zé, cujo trabalho no xerox foi sempre perfeito.

No plano pessoal, quero agradecer inicialmente à Ana Cláudia, minha esposa, pessoa maravilhosa com a qual convivo há mais de cinco anos e sem cuja presença eu nunca teria chegado no ponto onde me encontro. Obrigado, Ana, pela presença constante, pela amizade, pelo incentivo para que eu fizesse o mestrado, pela paciência com a falta de fins-de-semana, feriados e férias e pelo apoio que você sempre me deu.

A meus pais, Glória e Zé Maria, sou grato pela presença constante e pelo apoio em todas as etapas da dissertação e, mais recentemente, por terem me acolhido novamente em casa e dado todas as condições para que eu pudesse conciliar meu trabalho em Maringá com a conclusão da dissertação. Agradeço ao Ni, ao Du e à Ciça, irmãos que, mesmo à distância, estão sempre presentes.

Aos pais da Ana, Toninho e Maria Tereza, e ao Paulo, agradeço a amizade e o apoio nesses anos, em especial a partir do momento em que comecei a trabalhar em Maringá.

Agradeço também aos amigos e amigas presentes nos últimos anos. Tenho que agradecer ao Toninho, à Inge, à Andrea e ao Alex os quase oito anos em que me acolheram em Campinas e me trataram como um verdadeiro membro da família. Vocês foram muito importantes, obrigado por tudo! Ao Alex e à Nanci agradeço a convivência gostosa desses anos. Do mestrado, vieram os novos amigos: os "vizinhos" Marcos, Cleo, Malu e Fernando, o Marcos Vasconcelos, o José "Fidu" Ricardo, o José Eduardo, o Felipe e os novos "vizinhos", Fernando e Cynélia.

Por fim, quero fazer uma menção aos meus alunos em Maringá, que fizeram do meu primeiro ano como professor uma agradável experiência, muito importante para me dar forças para concluir a dissertação, e aos demais amigos feitos no Departamento de Economia, que, de uma forma ou de outra, colaboraram para facilitar a transição para a vida de professor.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1	
FLUXOS DE CAPITAIS PARA A AMÉRICA LATINA	
NA PRIMEIRA METADE DA DÉCADA DE 90:	
DETERMINANTES, NATUREZA E RISCOS	6
1.1 INTRODUÇÃO	6
1.2 MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E	
FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS NAS DÉCADAS DE 80 E 90:	
MUDANÇAS E NOVOS RISCOS	8
1.2.1 Mercados Financeiros Internacionais na Década de 80	8
1.2.2 Dinâmica dos Mercados Financeiros Internacionais e	
dos Fluxos Internacionais de Capitais	11
1.3 DETERMINANTES DO RETORNO E DO CRESCIMENTO	
DOS FLUXOS DE CAPITAIS VOLUNTÁRIOS	
À AMÉRICA LATINA	17
1.3.1 Interpretação Predominante	18
1.3.2 Interpretação Alternativa	22
1.3.2.1 Papel e Importância dos Fatores Externos e Internos	23
1.3.2.2 Riscos do Ponto de Vista do Financiamento Externo	
das Economias Latino-Americanas	32
1.4 COMENTÁRIOS FINAIS	40
CAPÍTULO 2	
POLÍTICAS PARA PROMOVER A INTEGRAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA	
AOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS:	
(1990-1996)	42
2.1 INTRODUÇÃO	42
2.2 VISÃO GERAL DAS POLÍTICAS INTERNAS	44
2.2.1 Linhas de Ação	44
2.2.2 Plano Real, Integração aos Fluxos Internacionais de Capitais e	
Riscos para a Economia Brasileira	47

2.3 LIBERALIZAÇÃO E DESREGULAMENTAÇÃO DAS TRANSAÇÕES CAMBIAIS E DOS FLUXOS DE CAPITAIS (1990-1996)	52
2.3.1 Liberalização Cambial	54
2.3.2 Empréstimos Externos	57
2.3.2.1 Empréstimos de Empresas e Instituições Financeiras Privadas e Públicas	58
2.3.2.2 Empréstimos Externos dos Governos Federal, Estadual e Municipal	63
2.3.3 Investimento Estrangeiro de Portfólio	63
2.3.3.1 Novos Instrumentos para o Investimento Estrangeiro de Portfólio	67
2.3.3.2 Flexibilização dos Anexos I, II e III	71
2.3.3.3 Operação em Mercados Futuros e de Opções	72
2.3.3.4 Tributação do Investimento Estrangeiro de Portfólio	72
2.3.3.5 Composição da Carteira de Investidores Estrangeiros de Portfólio	73
2.3.4 Investimento Direto Estrangeiro, Privatização e Concessão de Serviços Públicos	76
2.3.4.1 Mudanças de Aspectos Administrativos e Tributários da Operação de Empresas Estrangeiras no Brasil	76
2.3.4.2 Privatização e Eliminação de Restrições à Atuação de Empresas e de Instituições Financeiras Estrangeiras no Brasil	78
2.4 DÍVIDA EXTERNA	83
2.4.1 A Flexibilização da Centralização Cambial e a Proposta Brasileira de 1990-91	84
2.4.2 Renegociação da Dívida Externa Pública e o Acordo de Abril de 1994	86
2.4.3 Principais Resultados da Renegociação	89
2.5 POLÍTICAS CAMBIAL E MONETÁRIA	95
2.5.1. Política Cambial	96
2.5.1.1 Política Cambial antes do Plano Real (1990-julho de 1994)	96
2.5.1.2 Política Cambial após o Plano Real (julho de 1994 em diante)	100
2.5.2 Política Monetária	102
2.6 COMENTÁRIOS FINAIS	105
CAPÍTULO 3	
BALANÇO DE PAGAMENTOS: FINANCIAMENTO EXTERNO, DÉFICITS EM TRANSAÇÕES CORRENTES E RISCOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA	107
3.1 INTRODUÇÃO	107
3.2 BALANÇO DE PAGAMENTOS (1990-1996)	110
3.3 FINANCIAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA	114
3.3.1 Financiamentos Estrangeiros	114
3.3.2 Empréstimos Externos	117
3.3.3 Investimento Estrangeiro de Portfólio	127
3.3.4 Investimento Direto Estrangeiro	134

3.4 AVALIAÇÃO DE ALGUNS PONTOS DA ESTRATÉGIA DO GOVERNO EM RELAÇÃO AO SETOR EXTERNO	141
3.4.1 Setor Externo e Estratégia do Governo	142
3.4.2 Balança Comercial	149
3.5 COMENTÁRIOS FINAIS	155
CONCLUSÃO	157
BIBLIOGRAFIA	162

ÍNDICE DE TABELAS, FIGURAS E QUADROS

TABELA 1.1 TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB REAL Países Desenvolvidos, 1983-1996 % ao ano	24
FIGURA 1.1 TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS SELECIONADAS 1986-1996 % ao ano	25
TABELA 1.2 FLUXOS LÍQUIDOS DE CAPITAIS PARA A AMÉRICA LATINA 1973-1995 US\$ bilhões por períodos selecionados (média anual)	29
TABELA 1.3 FLUXOS LÍQUIDOS DE CAPITAIS PARA A AMÉRICA LATINA 1989-1996 US\$ bilhões	29
QUADRO 2.1 TRANSFORMAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA EM BÔNUS 15 de abril de 1994	88
TABELA 2.1 DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA Brasil, 1990-1996 distribuição por modalidade de taxa de juros (US\$ milhões)	91
TABELA 2.2 DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA Brasil, 1990-1996 distribuição por modalidade de taxa de juros (composição percentual)	92
FIGURA 2.1 TAXA DE JUROS BÁSICA (OVER/SELIC), INFLAÇÃO (IGP-DI) E VARIAÇÃO DO DÓLAR COMERCIAL Brasil, janeiro de 1992 a junho de 1994 % ao mês	103
FIGURA 2.2 TAXA DE JUROS BÁSICA (OVER/SELIC), INFLAÇÃO (IGP-DI) E VARIAÇÃO DO DÓLAR COMERCIAL Brasil, julho de 1994 a dezembro de 1996 % ao mês	104

TABELA 3.1 BALANÇO DE PAGAMENTOS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	110
TABELA 3.2 BALANÇA DE SERVIÇOS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	111
TABELA 3.3 FINANCIAMENTOS ESTRANGEIROS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	114
TABELA 3.4 FINANCIAMENTOS DE ORGANISMOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	115
TABELA 3.5 EMPRÉSTIMOS EXTERNOS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	117
TABELA 3.6 EMPRÉSTIMOS EXTERNOS SECURITIZADOS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	118
FIGURA 3.1 OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS Brasil, 1992-1996 <i>spreads</i> (pontos básicos)	121
FIGURA 3.2 OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS Brasil, 1992-1996 prazo sem <i>put</i> ou <i>call</i> (anos)	121
FIGURA 3.3 OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS Brasil, 1992-1996 custo total (% ao ano)	122
FIGURA 3.4 OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS Brasil, 1992-1996 volume das operações (US\$ milhões)	122

TABELA 3.7 OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS AUTORIZADAS PELO BANCO CENTRAL Brasil, 1992-1996	123
TABELA 3.8 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DE PORTFÓLIO Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	127
TABELA 3.9 CARTEIRA DE ATIVOS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS ESTRANGEIROS Brasil, 1993-1996 estoque de ativos (US\$ milhões) e composição percentual da carteira	129
TABELA 3.10 ESTOQUE DE ATIVOS DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS DE PORTFÓLIO Brasil, 1993-1996 US\$ milhões	131
TABELA 3.11 CARTEIRA DE ATIVOS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS ESTRANGEIROS Brasil, 1993-1996 ingressos e retornos (US\$ milhões)	134
TABELA 3.12 INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	135
TABELA 3.13 DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	145
TABELA 3.14 DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA Brasil, 1990-1996 composição percentual	145
TABELA 3.15 AMORTIZAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS E DE FINANCIAMENTOS Brasil, 1990-1996 US\$ milhões	147
TABELA 3.16 DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA Brasil, dezembro de 1996 esquema de amortização do principal (estimativa)	148

INTRODUÇÃO

O retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários é um dos eventos de maior importância que ocorre no âmbito da economia e da política econômica brasileiras na primeira metade da década de 90. Motivado por uma série de movimentos ocorridos na economia e na política econômica dos países desenvolvidos, nos mercados financeiros internacionais e no próprio Brasil, esse processo traz consigo um importante relaxamento do quadro de restrição financeira externa presente ao longo da década anterior, marcada pela limitação do financiamento externo aos poucos aportes de recursos concedidos de forma não-voluntária por bancos comerciais estrangeiros e organismos financeiros internacionais no âmbito das renegociações da dívida externa. Pela primeira vez em muitos anos, abriu-se a possibilidade para que o país encaminhasse soluções para alguns dos graves problemas decorrentes da falta de financiamento externo, notadamente no que se refere à aceleração inflacionária, área na qual os potenciais efeitos positivos gerados pela maior disponibilidade de financiamento externo foram plenamente aproveitados na viabilização da estratégia de estabilização consubstanciada no Plano Real.

A despeito desses efeitos positivos, no entanto, constata-se que o aprofundamento dos vínculos financeiros mantidos entre a economia brasileira e o exterior na primeira metade da década de 90 em virtude do crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros que a ela se dirigem é responsável pela emergência de elevados riscos. Uma análise do financiamento externo proporcionado por esses capitais revela a presença de menores prazos, de maiores elementos especulativo e instabilidade e, por fim, de menor comprometimento com a economia brasileira, traços que o distinguem do financiamento externo em outros períodos de sua história e que a submetem, por exemplo, à possibilidade de uma reversão abrupta e inesperada desses fluxos de capitais e, portanto, da disponibilidade de financiamento externo. A presença desses traços e os riscos aí gerados decorrem em primeiro lugar do predomínio de fluxos de capitais provenientes dos mercados financeiros internacionais, via investimento estrangeiro de portfólio e empréstimos externos securitizados, e da dinâmica específica associada a essas operações, bastante distinta daquelas associadas às operações de empréstimos bancários e de investimento direto estrangeiro, que haviam sido a base dos fluxos de capitais para a economia brasileira e do seu financiamento externo em décadas passadas.

Em segundo lugar, os riscos a que se submete a economia brasileira ao aprofundar os vínculos financeiros com o exterior com base no investimento estrangeiro de portfólio e nos empréstimos externos securitizados decorrem dos próprios contextos internacional e interno em que isso ocorre na primeira metade da década de 90. De um lado, o crescimento das operações deste tipo associadas à economia brasileira tem dependido em larga medida de um determinado quadro de redução das taxas de juros nos países desenvolvidos que é conjuntural, cuja reversão (ou a mera suspeita em relação a ela), determinada fora das fronteiras brasileiras, pode vir a ter efeitos deletérios sobre a disponibilidade de financiamento externo, como têm mostrado acontecimentos recentes, como, por exemplo, os ocorridos em 1994. De outro lado, o próprio contexto macroeconômico e de reformas estruturais liberalizantes vigente na economia brasileira a partir do início da década de 90 vem agregando novos riscos do ponto de vista do financiamento externo, acentuando o caráter especulativo e de curto prazo presente nos fluxos de capitais e sua instabilidade, assim como exigindo um aprofundamento dos vínculos financeiros da economia brasileira e o exterior com base neles, a despeito dos riscos. Além disso, a necessidade de continuar a atrair esses tipos de capitais atua também como elemento fundamental na criação de obstáculos ao crescimento de fluxos de capitais mais estáveis, de longo prazo e destinados a aplicações produtivas, e na criação de uma série de incertezas em relação à solidez e à sustentabilidade do quadro presente no setor externo e ao quadro macroeconômico em geral vigentes na economia brasileira, que voltam a acentuar o predomínio de fluxos de capitais de menores prazos e com elevado potencial especulativo, em um processo circular e de difícil saída.

O objetivo da dissertação é o de discutir esses aspectos que atuam no sentido de tornar o aprofundamento dos vínculos financeiros entre a economia brasileira e o exterior na primeira metade da década de 90 um processo gerador de elevados riscos do ponto de vista de seu financiamento externo. A dissertação está organizada em três capítulos. O primeiro discute duas fontes de riscos, associadas a elementos externos à economia brasileira e que se colocam de igual maneira para todas as economias latino-americanas que recuperaram acesso aos fluxos internacionais de capitais voluntários no período e têm, a partir disso, aprofundado seus vínculos financeiros com o exterior. São elas o predomínio de fluxos de capitais na forma de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados e o caráter temporário e reversível do quadro de baixas taxas de juros vigente nos países desenvolvidos e que leva a um direcionamento das operações deste tipo para a América Latina. Inicialmente, o primeiro capítulo discute a forma como os desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80 afetam as transações neles realizadas e a

dinâmica dos fluxos internacionais de capitais, tornando-os predominantemente de curto prazo e portadores de forte elemento especulativo e de elevada instabilidade. Adicionalmente, esse capítulo destaca a importância da desaceleração da atividade econômica nos primeiros da década e, principalmente, da redução das taxas de juros nos países desenvolvidos ao longo de toda a primeira metade da década de 90 na criação de um quadro internacional favorável ao retorno e ao crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários à América Latina.

Com base na discussão destes dois pontos, argumenta-se que parcela expressiva das variáveis que definem a disponibilidade de financiamento externo para a economia brasileira e as condições de prazo, montante e custo nas quais ele será concedido dependem de movimentos externos a ela, localizados na dinâmica dos mercados financeiros internacionais, nas decisões dos agentes que neles operam e na evolução da economia e da política econômica nos países desenvolvidos e em outros países em desenvolvimento. Por si só, essa constatação já bastaria para apontar os elevados riscos presentes no processo de aprofundamento dos vínculos financeiros entre a economia brasileira e o exterior a partir do início da década de 90.

Finalizando o primeiro capítulo, discute-se em nível introdutório o papel que vem sendo desempenhado por movimentos internos de política nos países latino-americanos na atração dos fluxos de capitais estrangeiros, assim como os riscos aí gerados. Argumenta-se que, a despeito do papel fundamental que vem sendo exercido por movimentos externos a esses países na promoção de condições para o retorno desses fluxos de capitais, as políticas internas exercem uma influência que não pode ser menosprezada. De um lado, cabe a elas criar e/ou ampliar um diferencial de rentabilidade em favor de suas economias que estimule empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros a se envolver em operações a elas relacionadas. De outro, cabe a elas construir um arcabouço regulatório para o capital estrangeiro e encaminhar soluções para a questão do risco cambial que permitam a esses agentes diminuir o risco envolvido nessas operações. Ao fazê-lo, essas políticas conseguem colar as economias latino-americanas à dinâmica internacional favorável, ainda que isso represente acentuar o caráter especulativo e de curto prazo presente nos fluxos de capitais que se dirigem a elas e aprofundar a sua dependência em relação a esses capitais. Esta é uma exigência para gerar um financiamento externo compatível com as necessidades postas no plano das estratégias de estabilização que vêm sendo conduzidas nesses países, notadamente México, Argentina e Brasil.

Dada a discussão preliminar efetuada no primeiro capítulo em relação à forma como as políticas adotadas nos países latino-americanos ajudam a determinar o caráter e a profundidade dos vínculos financeiros que mantêm com o exterior, o segundo

capítulo, o mais importante da dissertação, passa a discutir o caso brasileiro, voltando sua discussão ao conjunto de políticas adotadas por governos brasileiros desde 1990 no sentido de aprofundar os vínculos financeiros mantidos com o exterior. O capítulo discute quatro direções seguidas por essas políticas: primeiro, um esforço profundo de liberalização e de desregulamentação dos fluxos de capitais e das transações cambiais entre a economia brasileira e o exterior, fundamental para dar aos agentes que tomam parte desses fluxos de capitais meios e instrumentos para lidar com os riscos envolvidos em operações a ela relacionadas; segundo, adotam políticas monetária e cambial amplamente favoráveis ao crescimento das operações de empréstimos externos securitizados e de investimento estrangeiro de portfólio; terceiro, conduzem um programa de privatização e a concessão de serviços públicos que geram incentivos crescentes para a participação do capital estrangeiro; e, quarto, administram a questão da dívida externa de uma forma que retira do rol de preocupações dos agentes estrangeiros que tomam parte dos fluxos de capitais a possibilidade de moratórias, atrasos de pagamentos e renegociações.

O segundo capítulo discute também como as etapas de preparação, de implementação e de gestão de uma estratégia de estabilização baseada na ancoragem da moeda nacional ao dólar, o Plano Real, desempenham papel crucial na determinação da natureza e da profundidade dos vínculos financeiros estabelecidos entre a economia brasileira e o exterior. Argumenta-se que aprofundar esses vínculos, baseados principalmente em empréstimos externos securitizados e em investimentos estrangeiros de portfólio, é uma resposta à necessidade de gerar uma entrada líquida de capitais no montante requerido para preparar, implementar e sustentar essa estratégia. São essas operações que dão aos agentes envolvidos nos fluxos de capitais os meios e os instrumentos para lidar com os elevados riscos associados à economia brasileira, principalmente com o aumento das incertezas em relação à solidez e à sustentabilidade do quadro vigente no setor externo, da estratégia de estabilização e do quadro macroeconômico em geral.

O terceiro e último capítulo da dissertação discute os principais elementos presentes no balanço de pagamentos brasileiro na primeira metade da década de 90, que não apenas têm se constituído em elementos centrais no debate econômico, como também merecem uma atenção mais detalhada por parte dos economistas nos meses e anos que virão. Inicialmente, são apresentadas as principais características do balanço de pagamentos, procurando-se destacar o predomínio de fluxos de capitais privados no financiamento externo da economia brasileira e, entre eles, dos empréstimos externos securitizados e do investimento estrangeiro de portfólio, assim como o expressivo crescimento dos déficits em transações correntes, que tomam a economia bastante

dependente desses fluxos de capitais para seu financiamento. Depois, o capítulo mostra como essas operações e o investimento direto estrangeiro respondem a um quadro de reformas estruturais liberalizantes, de determinadas políticas monetária e cambial e de uma determinada estratégia de estabilização, o Plano Real, que acentuam o caráter especulativo e de curto prazo presente nesses fluxos de capitais. Por fim, o capítulo mostra como a maior dependência em relação ao financiamento externo surgida no balanço de transações correntes não apenas exige um aprofundamento de vínculos financeiros portadores de elevados riscos, como, também, aumenta as incertezas em relação à solidez e à sustentabilidade do quadro vigente no setor externo, tornando os agentes que tomam parte dos fluxos de capitais mais arredios a um comprometimento mais firme com a economia brasileira, o que reforça o caráter especulativo e de curto prazo presente nesses fluxos de capitais. Com isso, a política econômica e as reformas adotadas pelo governo tomam-se reféns das expectativas e atitudes desses agentes, tendo que ser desenhadas e implementadas de forma a criar e/ou ampliar a rentabilidade das operações realizadas no país, para contrabalançar o maior risco por eles percebidos.

A conclusão da dissertação resume o conjunto de questões discutido ao longo dos seus três capítulos, apontando para as perspectivas para a economia brasileira e, especialmente, para as questões que ficam sem resposta e que, a nosso ver, merecem um tratamento mais profundo a ser empreendido em uma futura ocasião.

CAPÍTULO 1

FLUXOS DE CAPITAIS PARA A AMÉRICA LATINA NA PRIMEIRA METADE DA DÉCADA DE 90: DETERMINANTES, NATUREZA E RISCOS

1.1 INTRODUÇÃO

Este capítulo tem por objetivo discutir o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a América Latina na primeira metade da década de 90. Ele pretende fornecer subsídios para a discussão do caso brasileiro a ser realizada no segundo e no terceiro capítulos, em especial no que se refere à análise dos riscos associados ao aprofundamento dos vínculos financeiros mantidos com o exterior. Duas questões devem ser consideradas na avaliação desses riscos, a primeira relativa à dinâmica dos mercados financeiros internacionais e dos fluxos internacionais de capitais e a segunda associada aos fatores que explicam a mudança da disposição de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos em relação ao direcionamento de seus capitais para operações na América Latina.

Em relação à primeira questão, a seção 1.2 analisa os desenvolvimentos que ocorrem nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80, assim como seus impactos sobre a dinâmica desses mercados e a dos fluxos internacionais de capitais. Essa discussão é fundamental, haja vista que expressiva parcela dos fluxos de capitais que se dirigem à América Latina a partir do início da década de 90 decorre de operações de investimento de portfólio e de empréstimos securitizados, sujeitas a uma dinâmica distinta daquela dos empréstimos bancários, que haviam predominado na década de 70. A utilização de instrumentos securitizados, o encurtamento de seus prazos, a disponibilidade de mercados secundários, o uso de instrumentos derivativos, a liberalização e a desregulamentação dos fluxos de capitais nos países desenvolvidos e os avanços nas áreas de telecomunicações e informática atuaram, em conjunto, para dar aos agentes que operam nos mercados financeiros internacionais grande flexibilidade e mobilidade. Com isso, as transações por eles realizadas passam a se caracterizar pela presença de um acentuado elemento especulativo e de curto prazo, o

que, por sua vez, faz com que os fluxos internacionais de capitais tenham grande volatilidade e pequeno comprometimento com as economias para os quais se dirigem, o que torna o financiamento externo dessas economias sujeito a bruscas e inesperadas mudanças.

O risco de que ocorra uma reversão brusca e inesperada da disponibilidade de financiamento externo não deve ser avaliado apenas em função dos desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais e de seus impactos sobre a dinâmica das operações neles realizadas e dos fluxos internacionais de capitais. É fundamental que se associe a essa discussão outra, referente à identificação do papel e da importância dos diversos fatores externos e internos à América Latina que explicam o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para os países da região. Os riscos descritos no parágrafo anterior são maiores quanto maior for a importância de fatores externos *vis-a-vis* os internos e de fatores conjunturais e reversíveis em relação aos permanentes, de um lado, e quanto maior for o elemento especulativo e de curto prazo presente nas ações de empresas, de instituições financeiras e de investidores estrangeiros em detrimento de objetivos associados a atividades produtivas, de outro lado. A seção 1.3 analisa este ponto de forma detalhada, mediante uma revisão crítica da literatura que vem discutindo o processo de retorno e crescimento dos fluxos de capitais para a América Latina.

A seção 1.4 dedica-se aos comentários finais do capítulo.

1.2 MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS NAS DÉCADAS DE 80 E 90: MUDANÇAS E NOVOS RISCOS

Esta seção tem por objetivo discutir uma primeira fonte de riscos relacionada ao retorno e ao crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários à América Latina a partir do início da década de 90, que se associa à dinâmica dos mercados financeiros internacionais e dos fluxos internacionais de capitais. A discussão é feita nas subseções 1.2.1 e 1.2.2. A primeira analisa os desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80, decorrentes de movimentos em curso na economia e na política econômica dos países desenvolvidos, enquanto a subseção 1.2.2 mostra como esses desenvolvimentos levaram a uma mudança na dinâmica dos mercados financeiros internacionais e dos fluxos internacionais de capitais, que passam a ter como seus principais traços a presença de instabilidade e volatilidade muito maiores que em outros períodos, geradoras de amplos riscos para as economias que recebem esses fluxos de capitais.

1.2.1 Mercados Financeiros Internacionais na Década de 80

Os desenvolvimentos que têm ocorrido nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80 decorrem dos requisitos de tomadores de crédito, emprestadores e investidores diante de um quadro internacional instável e em contínua mudança. Vale lembrar, a esse respeito, que este quadro resultou de dois movimentos. Em primeiro lugar, a ampliação dos déficits públicos e dos desequilíbrios de balanço de pagamentos nos países desenvolvidos, notadamente no caso dos déficits público e comercial dos EUA e dos superávits comerciais japonês e alemão, aumentou de forma acentuada a instabilidade presente nas relações econômico-financeiras internacionais. Esta instabilidade passou a refletir-se de maneira cada vez mais forte no movimento das taxas de câmbio e de juros, que passaram a mostrar grande instabilidade, aumentando diretamente o risco de preço envolvido nas operações dos mercados financeiros internacionais e indiretamente o risco de crédito, mediante seu impacto sobre a solvência dos tomadores de recursos (BAER, 1993a:45-48). Em segundo lugar, o quadro de instabilidade e de contínuas mudanças nas relações econômico-financeiras internacionais deve-se, também, ao acirramento da concorrência nos mercados dos

países desenvolvidos, que incentivou um amplo processo de reestruturação das empresas ao longo da década de 80, em especial das grandes, que se submeteram a um acelerado processo de transformações produtivas, tecnológicas e organizacionais, assim como de reestruturação patrimonial e de seus espaços de atuação a partir de meados da década (COUTINHO, 1992).

Esses dois movimentos construíram um quadro gerador tanto de maiores riscos de crédito e de preço, quanto de amplas oportunidades de investimento para os agentes que operam nos mercados financeiros internacionais. Neste último caso, deve-se destacar as oportunidades existentes para que investidores busquem tirar proveito dos diferenciais de rentabilidade existentes entre os diversos mercados financeiros nacionais e entre ativos denominados em diferentes moedas e das flutuações das taxas de câmbio. A reação de ambos, agentes que procuram proteger-se da maior instabilidade e agentes que dela tiram proveito, desembocou na busca de flexibilidade, de redução dos prazos das operações e de mecanismos de redução de riscos. Isto, por sua vez, levou ao aprofundamento de três processos em curso há vários anos: a securitização, acompanhada pela desintermediação financeira, o aumento da importância dos investidores institucionais e o desenvolvimento dos instrumentos derivativos. Esses processos foram acompanhados pelo aprofundamento da integração existente entre os diversos mercados financeiros nacionais. Vejamos de forma breve cada um deles.

O processo de securitização envolve a diminuição da importância relativa das operações tradicionais de empréstimos bancários, que na década de 70 haviam sido a atividade mais destacada nos mercados financeiros internacionais, e o simultâneo crescimento das operações de empréstimo e de investimento realizadas com títulos e ações, que se mostraram mais aptas a atender aos requisitos postos por tomadores de crédito, emprestadores e investidores¹. De um lado, a emissão de títulos e de ações tomou-se uma opção interessante para financiar a reestruturação das empresas, que puderam usufruir de melhores condições de custo e maiores montantes de crédito por meio da captação direta de recursos nos mercados de capitais nacionais e estrangeiros, sem intermediação bancária, em especial no caso das grandes empresas em meio a processos de reestruturação (BAER, 1993a:50-51). Um segmento especializado acabou por adquirir importância como forma de financiar empresas de menor porte e/ou em setores com maiores dificuldades diante do processo de reestruturação, o de *junk*

¹ A diminuição da importância dos empréstimos bancários, no entanto, é apenas relativa. Os próprios bancos passaram a reciclar suas formas de atuação, assim como a tirar proveito dos novos instrumentos disponíveis e das novas oportunidades existentes para sua atuação, especialmente a partir da segunda metade dos anos 80, quando a fase mais grave da crise da dívida externa havia sido superada por eles (LIMA, 1995:137; BAER et al., 1994:61).

bonds, mercado para títulos de empresas de maiores risco e rentabilidade (LIMA, 1995:159-160).

De outro lado, poupadores e pequenos e médios investidores encontraram nos instrumentos securitizados os prazos menores e a liquidez que buscavam, em especial por meio da aplicação de recursos em fundos de investimento e de pensão e em seguradoras, meio encontrado para obter maior flexibilidade e segurança em relação à aplicação de recursos no sistema bancário, que havia se fragilizado com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento (BAER, 1993a:53). Por sua vez, esses fundos (os investidores institucionais) e grandes investidores encontraram nos títulos e ações os prazos menores e a liquidez proporcionada por mercados secundários bastante desenvolvidos, que procuraram tanto para fazer frente à maior instabilidade vigente nas relações econômico-financeiras internacionais e aos riscos de preço e de crédito contidos nos títulos, quanto para adquirir a flexibilidade necessária para realizar operações de arbitragem ². O movimento de poupadores e investidores gerou um expressivo crescimento do patrimônio dos investidores institucionais, que passaram a assumir papel destacado nas transações realizadas nos mercados financeiros domésticos e internacionais, assim como nos fluxos internacionais de capitais (TURNER, 1991:65-72; BAER *et al.*, 1994:65-66; FERREIRA, 1995:60-74) ³.

Em paralelo à securitização e à importância adquirida pelos investidores institucionais, nota-se um terceiro processo em curso nos mercados financeiros internacionais na década de 80: o crescimento e o desenvolvimento dos mercados de *swaps*, futuros e opções, voltados a criar mecanismos de transferência e de gerenciamento de riscos de juros, de câmbio, de crédito e de preço (LIMA, 1995:140-145; PLIHON, 1995:65-66). A utilização e o aperfeiçoamento dos instrumentos derivativos não apenas passaram a permitir a realização de operações de *hedge* de carteiras de instituições financeiras, empresas e investidores, como, por outro lado, ampliaram o espaço para as operações especulativas realizadas nos mercados financeiros internacionais. Nesse sentido, os derivativos mostraram ser muito eficientes para os especuladores, em especial em função do poder de alavancagem que proporcionam (PLIHON, 1995: 66-67).

Associado à securitização, ao crescimento da importância dos investidores institucionais e ao desenvolvimento de mecanismos de transferência de risco está um

² A aquisição de títulos públicos para financiar os déficits de governos em países desenvolvidos, notadamente o dos EUA, constituiu-se no ponto de partida do movimento de securitização (BELLUZZO, 1995:16), logo sendo acompanhada pela aquisição de títulos lançados por tomadores privados, em especial na segunda metade da década de 80, com a aceleração do processo de reestruturação das empresas.

³ Dados do FMI mostram que os ativos de investidores institucionais de cinco países (EUA, Canadá, Reino Unido, Japão e Alemanha) passaram de cerca de US\$ 2,4 bilhões em 1980 para US\$ 9,0 bilhões em 1990 (MELLO, 1997:215).

quarto movimento em curso nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80, o aprofundamento da integração entre os mercados financeiros nacionais ⁴. Esse movimento teve suas origens tanto na criação de instrumentos financeiros mais flexíveis e de instrumentos derivativos, que diminuíram a efetividade dos controles vigentes sobre os fluxos de capitais, quanto em desenvolvimentos ocorridos nos planos institucional e tecnológico. No primeiro, governos de países desenvolvidos procuraram liberalizar e desregulamentar os fluxos de capitais com o exterior, eliminando restrições para a atuação de estrangeiros em seus mercados e para a operação de empresas, instituições financeiras e investidores locais em mercados financeiros no exterior (LIMA, 1995:13-31). No plano tecnológico, avanços nas telecomunicações e na informática forneceram as condições técnicas para uma maior integração entre os mercados financeiros nacionais e para que instituições financeiras e investidores passassem a atuar em vários deles simultaneamente. Deve-se notar que esses avanços deram maiores velocidade e eficiência na obtenção e processamento de informações, na avaliação e no monitoramento dos riscos, na engenharia financeira e na tomada de decisões, facilitando os movimentos de capitais entre os diversos mercados e dificultando seu controle pelas autoridades econômicas.

1.2.2 Dinâmica dos Mercados Financeiros Internacionais e dos Fluxos Internacionais de Capitais

Em decorrência do avanço da utilização de instrumentos securitizados de crédito, do encurtamento de seus prazos, da existência de mercados secundários que proporcionam pronta liquidez, do desenvolvimento de instrumentos de gestão de risco e da maior integração entre os mercados financeiros nacionais, os mercados financeiros internacionais passaram a caracterizar-se pela velocidade e facilidade com que instituições e investidores que neles operam podem reverter as posições de suas carteiras em resposta a mudanças ocorridas nas condições que cercam a sua rentabilidade e risco nos diversos mercados em que atuam de forma simultânea:

(...) Obtém-se melhores termos de troca e maiores opções de ativos, tem-se acesso mais fácil e mais barato aos recursos externos, melhores possibilidades de administração de riscos, maior liquidez do mercado de títulos. Enfim, aumentam as possibilidades de arbitragem, tornando as respostas dos participantes do mercado mais rápidas e mais eficazes a diferenciais de preços, impostos e regulamentações. (BAER *et al.*, 1994:62)

⁴ Os primeiros passos nesta direção ocorreram em fins da década de 60 e na década de 70 com o desenvolvimento do Euromercado.

Amplia-se portanto o espaço para operações de arbitragem, tanto para proteção das carteiras de agentes envolvidos em transações nos mercados financeiros internacionais, quanto para operações especulativas que tiram proveito dos diferenciais existentes entre as taxas de juros nos diversos países e da volatilidade das taxas de câmbio. A maior parte dos fluxos internacionais de capitais passa a ser resultado de decisões de portfólio tomadas por instituições financeiras e investidores, motivadas, principalmente, pela possibilidade de se obter ganhos de capital de curto prazo, e não por considerações de longo prazo relativas a investimentos produtivos (AKYUZ, 1993:52; CEPAL, 1994:232; FERREIRA, 1995:67). Fluxos de capitais decorrentes dessas decisões podem desligar-se da evolução dos *fundamentals*, adquirindo grande instabilidade (AKYUZ, 1993:52; PLIHON, 1995:64). Akyuz nota que:

(...) A maior parte dos movimentos de capital é motivada principalmente pela perspectiva de ganhos de capital de curto prazo, mais que por oportunidades de investimento produtivo e por considerações de risco e de retorno de longo prazo. O elemento especulativo é capaz de gerar flutuações das taxas de câmbio e dos preços dos ativos financeiros por meio de reversões súbitas nos fluxos de capitais não relacionadas às políticas e/ou aos *fundamentals*. (...) (AKYUZ, 1993:52)⁵

Esse traço apresenta-se de forma ainda mais forte no caso das economias de países em desenvolvimento, cuja instabilidade macroeconômica é geradora de amplas oportunidades para ganhos de curto prazo e cuja política econômica tem menos poder para conter eventuais movimentos especulativos:

(...) A exposição a fluxos de capitais especulativos, de curto prazo, é muito maior para países em desenvolvimento que para países desenvolvidos, porque sua instabilidade gera maiores oportunidades para a obtenção de *windfall profits* em movimentos de capitais de curto prazo, enquanto sua habilidade para influenciar os fluxos de capitais por meio da política monetária é muito mais limitada. (AKYUZ, 1993:52)⁶

De maneira geral, em decorrência do predomínio das operações com títulos e do caráter especulativo e de curto prazo nelas presente, observa-se um crescimento da instabilidade presente nos mercados financeiros nacionais e internacionais. Três fontes principais de instabilidade podem ser citadas (BAER *et al.*, 1994:63-64). Em primeiro lugar,

⁵ No original:

(...) *The bulk of capital movement is motivated primarily by the prospect of short-term capital gains, rather than by real investment opportunities and considerations of long-term risk and return. The speculative element is capable of generating gyrations in exchange rates and financial asset prices by causing sudden reversals in capital flows for reasons unrelated to policies and/or the underlying fundamentals.* (...)

⁶ No original:

(...) *The exposure to short-term, speculative capital flow is much greater for developing countries than for developed countries because their instability provides greater opportunities for quick, windfall profits on short-term capital movements while their ability to influence capital flows through monetary policy is much more limited.*

como mencionado, os desenvolvimentos descritos na subseção 1.2.1 ampliaram as dificuldades para que governos e seus órgãos e agências pudessem exercer um controle adequado das instituições financeiras e de suas operações. Em segundo lugar, a emergência de políticas de liberalização e de desregulamentação das transações financeiras e dos fluxos internacionais de capitais, a liberação das taxas de captação e de aplicação e o aumento da concorrência entre as instituições financeiras provocaram um movimento de redução dos *spreads* das operações, encurtando tanto a lucratividade quanto as margens de segurança. Por fim, uma terceira fonte de instabilidade presente nos mercados financeiros está associada ao comportamento dos mercados de títulos, em especial no que se refere ao risco de que uma queda generalizada de seus preços crie problemas de solvência⁷. Em relação a isso, os desenvolvimentos que ocorrem nos mercados financeiros internacionais ampliam o potencial de volatilidade dos preços dos títulos, principalmente em função da relativa convergência nas opiniões dos agentes. A passagem abaixo deixa clara esta idéia:

A estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes que neles operam. A crescente concentração dos recursos em fundos coletivos de investimento e o desenvolvimento do sistema informacional tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de "risco de convergência" de opiniões, eliminando o pressuposto que daria uma certa estabilidade ao mercado. (BAER *et al.*, 1994:63)

Dando sequência à sua argumentação, o trabalho citado inclui passagem extraída de um estudo do FMI:

As decisões de investimento estão crescentemente concentradas nas mãos de administradores profissionais de fundos. Simultaneamente, conforme se expandem tecnologias de informações sofisticadas, as "notícias" relevantes para a tomada de decisões financeiras estão chegando cada vez mais no mesmo instante. Consequentemente, durante aqueles períodos onde os administradores dos fundos compartilham percepções homogêneas sobre a evolução das variáveis financeiras e sobre os impactos das notícias, existe o potencial para que novas informações produzam compras/vendas massivas e grandes movimentos nos preços. (FMI, *apud* BAER *et al.*, 1994: 63-64)⁸

A convergência de opiniões pode levar a grandes e bruscas flutuações nos preços dos títulos, para cima ou para baixo, em resposta ao movimento simultâneo dos agentes que operam nos mercados financeiros internacionais. Assim, fluxos de capitais destinados a uma determinada economia ou região podem crescer de forma contínua

⁷ Há uma diferença entre esse tipo de risco e aqueles associados à solvência do sistema bancário. Os riscos derivados de uma redução da solvência das instituições financeiras e à reação dos depositantes foram reduzidos em função da introdução e ampliação dos mecanismos de seguros de depósitos (BAER *et al.*, 1994: 63).

⁸ Tradução feita pelos autores do referido trabalho. Note-se que, por erro nele contido, não há referência ao seu final que permita identificar o estudo do FMI da qual foi extraída a passagem citada.

em virtude da convergência de opiniões desses agentes, gerando bolhas especulativas. O sucesso de instituições financeiras e investidores "pioneiros" nesses mercados em obter grandes lucros em operações de arbitragem com taxas de juros e/ou com a aquisição de ações com preços atraentes atrai novos agentes, que têm expectativas de que se repita o lucro obtido anteriormente - efeito *bandwagon* (AKYUZ, 1993: 52-53). O processo ganha vulto pelo próprio impacto dos fluxos de capitais sobre os preços dos ativos, que passam a crescer e a gerar ganhos ascendentes para seus portadores, atraindo novos agentes para o mercado e incentivando um aumento do seu grau de alavancagem, em um processo que se auto-alimenta continuamente (COUTINHO e BELLUZZO, 1996:133). O crescimento dos fluxos de capitais tende a fortalecer as bolhas em virtude de seu efeito sobre a taxa de câmbio dos países que os recebem: o fortalecimento da moeda desses países indica aos agentes que tomam parte desses fluxos de capitais um horizonte mais tranquilo em relação à evolução da taxa de câmbio, reduzindo a percepção de risco cambial e elevando a possibilidade de ganhos (COUTINHO e BELLUZZO, 1996:136). Por fim, se os fluxos de capitais são acompanhados pela adoção de uma política monetária voltada a esterilizar seus impactos, há uma tendência a perpetuar o elevado diferencial entre as taxas de juros externas e as internas que deu origem a essa bolha, inflando-a ainda mais.

As bolhas especulativas têm duração indefinida, mas estão sujeitas a súbitas reversões quando há uma mudança no sentimento inicial dos mercados que esteve por trás de sua origem. Esta mudança pode resultar de movimentos externos aos países aos quais se dirigem os capitais, dada a integração entre os diversos mercados financeiros nacionais, ou de movimentos internos, como, por exemplo, o surgimento de dúvidas em relação à consistência das políticas seguidas por seus governos. Nesse sentido, os efeitos negativos dos fluxos de capitais sobre a evolução da taxa de câmbio, da balança comercial, do setor externo em geral e das finanças públicas podem indicar aos agentes que tomam parte desses fluxos de capitais a construção de quadros externo e macroeconômico insustentáveis nessas economias, geradores de elevados riscos em relação às condições em que eles retornarão seus capitais a seus países de origem⁹. Como há uma convergência de opiniões dos diversos agentes, a bolha estoura

⁹ Ainda que as dificuldades postas para as políticas cambial, fiscal e monetária pelo crescimento dos fluxos de capitais não interessem diretamente enquanto problema de gestão macroeconômica, que passa ao largo desta dissertação, elas devem ser consideradas enquanto elementos fundamentais na formulação das expectativas de empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros em relação ao desempenho das economias para as quais dirigem seus capitais, como colocado no texto. Em relação à gestão das políticas cambial, fiscal e monetária, uma extensa literatura vem sendo produzida, no exterior e no Brasil. Para fins de referência, pode-se citar os seguintes trabalhos: GOLDSTEIN, MATHIESON e LANE (1991), AKYUZ (1993), CALVO, LEIDERMAN e REINHART (1993 e 1997), REISEN (1993), MATHIESON e ROJÁS-SUAREZ (1993), SCHADLER *et al.* (1993) e DEVLIN, FRENCH-DAVIS e GRIFFITH-JONES (1994). Para uma discussão centrada no caso brasileiro: CARNEIRO e GARCIA (1993 e 1995), MEYER (1994),

de forma tão rápida como se inflou, invertendo o movimento dos capitais ¹⁰. As amplas quedas de preços geradas podem levar a desvalorizações expressivas dos ativos de instituições financeiras, de empresas e de investidores, levando a crises localizadas que, em função da grande integração entre os mercados financeiros nacionais e da internacionalização das carteiras desses agentes, podem se converter em uma crise de grandes proporções, atingindo vários mercados (BAER *et al.*, 1994:64; COUTINHO e BELLUZZO, 1996:130-137) ¹¹. Dado o grande poder de alavancagem detido por parcela dos agentes que operam nos mercados financeiros internacionais, o potencial disruptivo de um movimento de redução acentuada nos preços dos títulos é enorme ¹².

Em suma, os desenvolvimentos que ocorrem nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80 têm acirrado o componente especulativo presente nos fluxos internacionais de capitais, tornando estes muito mais voláteis que em outros períodos. O pouco comprometimento desses capitais com as economias para as quais se dirigem as submetem à possibilidade de súbitas e inesperadas fugas de capitais, motivadas tanto por movimentos especulativos em curso nos mercados financeiros internacionais, quanto por eventos ocorridos na economia e na política econômica de países nos quais seus detentores operam. Com isso, as economias dos países que recebem esses fluxos de capitais passam a depender de forma crescente das estratégias de crescimento e de diversificação da carteira de investidores e de instituições financeiras, definidas em geral fora das suas fronteiras e sobre as quais a política econômica tem pouca influência. Mais concretamente, a possibilidade de acesso aos fluxos internacionais de capitais e as condições pelas quais isso ocorre passam a ser função, em grande parte, das expectativas e das atitudes de dois agentes chaves. De um lado estão os *global hedge funds*, grandes investidores que se engajam em posições altamente alavancadas a partir de um capital próprio de menor escala que outros participantes nas transações nos mercados financeiros. Considerados os especuladores por excelência operando nos mercados financeiros, atuam como sinalizadores do mercado ao abrir caminho para as ações de outros investidores (BAER *et al.*, 1994:65-66; FERREIRA, 1995:73-74; COUTINHO e BELLUZZO, 1996:131). De outro lado estão os investidores institucionais, que, ao seguir tendências determinadas por *hedge funds*, dão corpo às bolhas especulativas, dada a convergência de opiniões dos

COUTINHO e BELLUZZO (1996), GARCIA e BARCINSKI (1996), NOGUEIRA BATISTA (1996) e CARNEIRO (1997).

¹⁰ O crescimento e a explosão de bolhas especulativas tornaram-se comuns nos mercados financeiros internacionais, com a ocorrência de diversos casos (CANUTO e LAPLANE, 1995: 35).

¹¹ Como se viu a partir da eclosão da recente crise mexicana, em dezembro de 1994 e que é discutida com detalhes na subseção 1.3.2.

¹² Neste caso, os acontecimentos que estiveram por trás da origem da crise mexicana também fornecem um exemplo claro, como está discutido na subseção 1.3.2.

administradores de fundos. Os investidores institucionais podem ser considerados os determinantes do movimento geral dos capitais, dada a grande concentração de recursos em suas mãos (BAER, 1994:65-66). Assim, suas estratégias de crescimento e de diversificação de carteira são responsáveis pela definição da maior parte das transações realizadas nos mercados financeiros internacionais, assim como pela parcela mais expressiva dos fluxos internacionais de capitais.

1.3 DETERMINANTES DO RETORNO E DO CRESCIMENTO DOS FLUXOS DE CAPITALIS VOLUNTÁRIOS À AMÉRICA LATINA

Os riscos apontados na seção anterior de uma ruptura brusca e inesperada da disponibilidade de financiamento externo não devem ser avaliados de uma forma isolada, na medida em que eles podem ser ainda maiores de acordo com o papel e a importância dos diversos fatores externos e internos à América Latina que explicam o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para as economias da região na primeira metade da década de 90. Uma maior importância de fatores externos em relação aos internos, assim como de fatores temporários e reversíveis frente aos fatores de maior duração, torna essas economias muito mais suscetíveis a mudanças na direção dos fluxos de capitais. Além disso, uma maior importância de finalidades de natureza especulativa na explicação desse processo, em detrimento de finalidades ligadas à produção, eleva o risco delas serem atingidas por movimentos especulativos em curso nos mercados financeiros internacionais.

O objetivo desta seção é o de discutir essa questão, mediante a apresentação de dois conjuntos de idéias distintas que têm aparecido na literatura. A subseção 1.3.1 aborda a interpretação que vem predominando, defendida em especial por economistas ligados a organismos financeiros internacionais e a governos latino-americanos. Segundo eles, o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários destinados à América Latina a partir do início da década de 90 deve ter suas principais causas buscadas em movimentos internos aos países da região, que teriam construído quadros macroeconômico e institucional promotores de maiores espaços e rentabilidade para a realização de operações de investimento de longo prazo e para seu financiamento nesses países. Ainda que reconheçam o papel desempenhado por fatores externos à região e o elemento especulativo presente em parcela dos fluxos de capitais, defensores desse tipo de idéia tendem a subestimar sua importância, atribuindo o papel principal aos movimentos internos. Com isso, relegam a segundo plano o risco de uma reversão na direção desses fluxos de capitais causada por motivos alheios à condução das políticas e reformas pelos governos desses países. O risco de uma fuga de capitais, portanto, estaria relacionado especialmente a uma condução equivocada das políticas fiscal, monetária e cambial, assim como das reformas estruturais, e não a choques externos ou a movimentos especulativos em curso nos mercados financeiros internacionais.

A subseção 1.3.2 realiza uma análise crítica desse tipo de idéia que vem predominando. De modo geral, aceita-se a idéia de que movimentos internos de política na América Latina criem melhores condições para as operações de estrangeiros nas economias da região. Apesar de se aceitar esse ponto, argumenta-se que os principais elementos que explicam o crescimento dos fluxos de capitais destinados a essas economias devem ser localizados em eventos que ocorrem nos países desenvolvidos e nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80 e no início da de 90. Com base nesta idéia, argumenta-se que é necessário pensar de forma distinta o papel desempenhado por políticas internas à região na atração dos fluxos de capitais estrangeiros, assim como a própria discussão dos riscos a que se expõem suas economias ao receber fluxos de capitais estrangeiros.

1.3.1 Interpretação Predominante

Tem havido uma tendência, em especial entre economistas ligados a organismos financeiros internacionais e a governos de países latino-americanos, de ressaltar a importância de movimentos internos a esses países na explicação do processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários a eles destinados¹³. Mais precisamente, a adoção de políticas fiscal e monetária austeras, a implementação de uma série de reformas estruturais liberalizantes e a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady são vistas como fundamentais na criação de ambientes macroeconômico e institucional favoráveis à realização de investimentos de longo prazo nessas economias e a seu financiamento. Os casos exemplares teriam sido Chile e México, onde essas políticas e reformas foram adotadas antes do retorno e do crescimento dos fluxos de capitais. Vejamos com mais detalhes esse tipo de argumentação.

Inicialmente, deve-se notar que defensores desse tipo de idéia atribuem aos desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80 a criação de maiores espaços para a integração das economias de países em desenvolvimento aos fluxos internacionais de capitais (FMI, 1994:54; CLAESSENS, 1995:4-5). As políticas de liberalização e de desregulamentação financeiras adotadas em países desenvolvidos, em especial, teriam aumentado a competição nesses mercados, assim

¹³ Há exceções entre os economistas ligados a organismos internacionais, que apresentam uma visão distinta da apresentada nesta subseção e que serve de base à apresentação de uma visão alternativa a esta na subseção seguinte. Este é o caso, por exemplo, de Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman e Carmen Reinhart, do FMI (CALVO, LEIDERMAN e REINHART, 1993 e 1996), Fernández-Arias e Montiel, do Banco Mundial (ARIAS E MONTIEL, 1996), e Reisen, da OCDE (REISEN, 1993).

como promovido uma maior mobilidade internacional dos capitais, elevando a eficiência na alocação de recursos em nível internacional¹⁴. Teria sido criada uma tendência de longo prazo em direção à globalização dos investimentos e à diversificação internacional dos portfólios, criando espaços para a integração de economias de países em desenvolvimento aos fluxos internacionais de capitais. Fortalecendo essa tendência, a maior participação desses países no produto e na renda mundiais ampliaria o espaço para aquela diversificação dos portfólios em direção a ativos desses países, em função tanto de seus elevados retornos quanto da baixa correlação entre eles e os retornos obtidos nos países desenvolvidos (FMI, 1994:54; CLAESSENS, 1995:5). A menor dotação de capital dos países em desenvolvimento levaria à maior remuneração desse fator de produção em relação à obtida em países desenvolvidos, ativando o mecanismo de alocação internacional de poupanças, liberado dos entraves ao seu funcionamento pela adoção das mencionadas políticas de liberalização e de desregulamentação.

O argumento dessa corrente de interpretação completa-se com a ênfase dada a políticas adotadas por governos de países latino-americanos a partir de fins da década de 80 e, principalmente, do início da década de 90, na explicação das causas do retorno e do crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários. Essas políticas teriam mudado as expectativas de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos em relação à realização de operações de investimento de longo prazo ou ao seu financiamento nesses países. A adoção de programas de estabilização baseados em políticas fiscal e monetária austeras, a implementação de reformas estruturais liberalizantes no campo das relações econômico-financeiras desses países com o exterior e no da participação do Estado na atividade econômica e a renegociação da dívida externa teriam exercido papel crucial na redução do risco e da incerteza associados aos investimentos e elevado sua rentabilidade (EL-ERIAN, 1993:183-187; KUCZYNSKI, 1993; SCHADLER *et al.*, 1993:7-10; FMI, 1994:55; CLAESSENS, 1995:4). Ao fazê-lo, teriam permitido a essas economias aproveitar-se das mudanças estruturais nos mercados financeiros internacionais que teriam ampliado e melhorado a alocação internacional de poupanças. Esses movimentos internos de política teriam potencializado o impacto positivo dessas mudanças, tomando as economias latino-americanas candidatas ao recebimento de largos fluxos de capitais estrangeiros na

¹⁴ Destaca-se a adoção de medidas que permitiram a diversificação das carteiras de investidores institucionais de países desenvolvidos em direção a ativos estrangeiros, liberaram o acesso de empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros aos mercados de capitais de países desenvolvidos e reduziram os custos envolvidos nesse acesso. Duas medidas adotadas nos EUA exercem importante papel nessa direção: a *Regulation S*, aprovada em 1990, que facilitou a venda de eurobônus a cidadãos norte-americanos, e a *Rule 144-A*, também aprovada em 1990, que facilitou a emissão de títulos de países estrangeiros nos mercados norte-americanos (EL-ERIAN, 1992:187-190).

primeira metade da década de 90. A passagem abaixo, retirada de um relatório do FMI, é bastante clara em relação a esse tipo de idéia que vem predominando:

Em adição à estabilidade macroeconômica, reformas estruturais e a orientação para o exterior das políticas de comércio (...) têm desempenhado um papel chave na atração de investimentos diretos estrangeiros. Desregulamentação financeira, privatização e reformas fiscais têm reduzido distorções e geralmente levam a melhores condições do lado da oferta, desta forma melhorando os potenciais retornos de investimentos de longo prazo. (...)

Muitos países em desenvolvimento que têm liberalizado as políticas de comércio têm se beneficiado de grandes fluxos de investimento direto. A possibilidade de importar bens de capital e bens intermediários tem influenciado a disposição de investidores estrangeiros de se engajar em investimentos de longo prazo. (...)

Extensa desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros domésticos não apenas têm melhorado a alocação de poupanças em muitos países em desenvolvimento mas também atraído largos influxos de capitais estrangeiros. (...) Estas reformas também têm dado suporte ao crescimento e ao desenvolvimento dos mercados acionários, que contribuem para a mobilização da poupança interna e ajudam a gerar capitais para investimentos a custos relativamente baixos.

(FMI, 1994:55)¹⁵

A renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady, por sua vez, teria exercido papel importante ao dar fim às constantes renegociações, atrasos nos pagamentos e moratórias que vinham marcando o relacionamento entre os países latino-americanos e seus credores externos, em especial na segunda metade da década de 80. Assim, a credibilidade das políticas e reformas internas teria sido reforçada, uma vez que se reduziu o risco de que a implementação de políticas austeras e reformas por governos desses países pudesse ser interrompida por um eventual surgimento de preocupações quanto à capacidade e/ou a disposição do país pagar a dívida externa e seus serviços (EL-ERIAN, 1993:185-187; SCHADLER *et al.*, 1993:10).

Resumindo, movimentos internos de política teriam exercido papel preponderante na criação de estímulos para o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários destinados à América Latina na primeira metade da década de 90, enquanto fatores externos e especulativos têm seus papéis relegados a segundo plano. Quanto aos primeiros, a retração da atividade econômica e a redução das taxas de juros nos países desenvolvidos teriam exercido papel secundário na

¹⁵ No original:

In addition to macroeconomic stability, structural reforms and the outward orientation of trade policies (...) have played a key part in attracting foreign direct investment. Financial deregulation, privatization, and tax reforms have reduced distortions and generally led to improved supply conditions, thereby enhancing the potential returns on long-term investment. (...)

Many developing countries that have liberalized trade policies have benefited from large flows of foreign direct investment. The ability to import both capital goods and intermediate inputs has influenced the willingness of foreign investors to engage in long-term investments. (...)

Extensive deregulation and liberalization of domestic capital markets not only have improved the allocation of saving in many developing countries but also have greatly encouraged inflows of foreign capital. (...) These reforms also have supported the growth and development of stock markets, which

promoção da reintegração das economias latino-americanas aos fluxos internacionais de capitais voluntários. Seu papel teria sido o de consolidar a tendência acima mencionada de uma maior diversificação internacional dos portfólios de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos em direção a ativos de países em desenvolvimento (KUCZYNSKI, 1993; SCHADLER *et al.*; 1993:5-6; FMI, 1994:53-54; CLAESSENS 1995:4)¹⁶.

Em relação à presença de elementos especulativos no processo, a eles também vem sendo atribuído pequena importância na explicação do retorno e do crescimento dos fluxos de capitais para a América Latina. Para um primeiro grupo de países, aqueles que adotaram políticas e reformas na direção apontada nesta subseção, assume-se *a priori* uma destinação automática dos fluxos de capitais estrangeiros a atividades produtivas, seja diretamente, via operações de investimento, seja indiretamente, por meio de seu financiamento, sem considerar a fundo a presença de elementos especulativos na explicação do processo. Por outro lado, admite-se a presença de fluxos de capitais especulativos no caso de um segundo grupo de países, aqueles marcados por um quadro de forte instabilidade macroeconômica e pelo atraso na implementação das mencionadas políticas e reformas. Esses países teriam tirado proveito de uma mudança nas expectativas de empresas, de instituições financeiras e de investidores estrangeiros em relação à América Latina, mudança proporcionada pelos progressos alcançados pelos países do primeiro grupo. A passagem abaixo, de um relatório do FMI, esclarece esse ponto:

Embora condições domésticas favoráveis têm desempenhado um papel chave na maioria dos casos, há também alguns países que têm se beneficiado do otimismo geral em relação às perspectivas de crescimento de países em desenvolvimento, mas onde os *fundamentals* não parecem garantir a confiança que largos fluxos de capitais podem sugerir. *Para esses países há razão para preocupação em relação à sustentabilidade dos fluxos de capitais e ao risco de súbitas mudanças no sentimento do mercado.* (FMI, 1994:55, *italico nosso*)¹⁷

Fica evidente que uma condução apropriada das políticas fiscal e monetária e das reformas estruturais reduziria o elemento especulativo presente nos fluxos de capitais e ativaria o crescimento dos fluxos de capitais de mais longo prazo e ligados a

has contributed to the mobilization of domestic saving and helped to provide investment capital at a relatively low cost.

¹⁶ Outros, como El-Erian, do FMI, simplesmente não consideram o papel exercido por esses movimentos cíclicos (EL-ERIAN, 1993).

¹⁷ No original:

Although favorable domestic conditions have played a key role in most cases, there are also some countries that have benefited from the general optimism about developing country growth prospects, but where underlying fundamentals do not seem to warrant the confidence that large capital inflows may suggest. For such countries there is reason for concern about the sustainability of the capital inflows and about the risk of sudden changes in market sentiment.

atividades produtivas, notadamente via investimento ou seu financiamento. Essa conclusão a que chegam os defensores das idéias expostas nesta subseção é de suma importância, uma vez que associa os riscos para as economias que recebem esses fluxos de capitais a uma condução equivocada das políticas fiscal, monetária e cambial, assim como ao atraso na adoção de reformas (EL-ERIAN, 1993:191-192; KUCZYNSKI, 1993:335; FMI, 1994:55).

1.3.2 Interpretação Alternativa

A adoção das políticas e reformas mencionadas na subseção anterior deve ser considerada em qualquer tentativa de se explicar o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a América Latina na primeira metade da década de 90. Não há dúvida que elas são importantes elementos que afetam as condições de acesso de um país aos fluxos internacionais de capitais, em especial a partir do momento em que elas são consolidadas e criam um quadro macroeconômico mais estável, reforçando sua credibilidade. Isto fica claro, por exemplo, no caso das operações de empréstimos externos: empresas e instituições financeiras de países em estágios mais avançados em relação à estabilização, às reformas estruturais e à renegociação da dívida externa conseguem emitir títulos nos mercados financeiros internacionais com menores custos e *spreads* e maiores prazos do que agentes de países ainda marcados por instabilidade macroeconômica e incertezas¹⁸. Ainda que a adoção de políticas fiscal e monetária austeras e de reformas internas e a construção de um quadro macroeconômico sólido tenham impacto positivo do ponto de vista das expectativas e atitudes de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos em relação à realização de operações na América Latina, isso não significa que se deva atribuir única e exclusivamente a esses movimentos internos aos países da região a explicação para o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para suas economias, postura que vem predominando.

O conjunto de idéias exposto na subseção anterior não consegue explicar de maneira convincente dois pontos. Em primeiro lugar, observa-se no caso do Chile, por exemplo, que fluxos de capitais em larga escala passaram a se dirigir ao país apenas a

¹⁸ Em relação a isso, ver artigo de economista do BNDES que apresenta dados das operações de empréstimos externos de empresas, de instituições financeiras e do setor público do México, da Argentina e do Brasil entre 1991 e 1996 (ARONOVICH, 1997). O artigo mostra que as condições de custo e de prazo obtidas no caso do México foram significativamente melhores quando comparadas aos casos argentino e

partir do início da década de 90, apesar da adoção de políticas fiscal e monetária e de reformas estruturais na direção apontada na subseção anterior vir acontecendo desde meados da década anterior (BACHA, 1993:7). O mesmo ocorreu no México, onde essas políticas e reformas vinham sendo adotadas desde fins de 1987. Em segundo lugar, é difícil explicar o retorno e o crescimento simultâneo dos fluxos de capitais tanto a países em estágio avançado na condução de políticas de estabilização, na implementação de reformas e na renegociação da dívida externa, quanto a países sujeitos à instabilidade macroeconômica e sem rumos definidos em relação à adoção dessas políticas e reformas (AKYUZ, 1993:54; CALVO, LEIDERMAN e REINHART, 1993:109 e 1996; BAER, 1995:102; FERNÁNDEZ-ARIAS e MONTIEL, 1996:60). O caso do Brasil é exemplar, haja vista que o crescimento dos fluxos de capitais entre fins de 1991 e meados de 1994 deu-se em meio a um quadro marcado por grande instabilidade macroeconômica, pela crise política que levou ao *impeachment* de Collor, pelas trocas sucessivas da equipe econômica no início do governo Itamar Franco e pelas incertezas em relação aos rumos a serem seguidos pela estabilização.

Deve-se, portanto, pensar o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a América Latina a partir do início da década de 90 em moldes distintos daqueles expostos na subseção anterior. Isso significa repensar o papel e a importância relativa dos diversos fatores externos e internos aos países da região que atuam no processo, assim como reavaliar os riscos associados.

1.3.2.1 Papel e Importância dos Fatores Externos e Internos

Em relação aos fatores que explicam o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros para a América Latina, autores de diversas filiações teóricas localizam em movimentos na economia e na política econômica de países desenvolvidos seus principais determinantes, assim como atribuem papel crucial aos desenvolvimentos que vêm ocorrendo nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80 na viabilização desse processo. A contrapartida a ambas as idéias, como será visto, é a visão de que os movimentos internos de políticas e de reformas em curso na América Latina cumprem papel distinto ao atribuído pelos expoentes das idéias apresentadas na subseção 1.3.1.

Um primeiro ponto importante a ser destacado na interpretação alternativa que aqui se propõe é a importância da construção de um quadro macroeconômico nos países desenvolvidos extremamente favorável à integração das economias latino-

brasileiro. A diferença em favor dos emissores de títulos mexicanos apenas se estreitou à medida que Argentina e Brasil avançaram na estabilização macroeconômica e na adoção de reformas.

americanas aos fluxos internacionais de capitais ao longo de toda a primeira metade da década de 90. A redução das taxas de crescimento nesses países nos primeiros anos da década de 90 e, em especial, o patamar historicamente baixo das taxas de juros mantido durante a primeira metade da década contribuíram e ainda contribuem, no caso das taxas de juros, para levar empresas, instituições financeiras e investidores desses países a se envolver em operações associadas às economias latino-americanas (BACHA, 1993:6-8; CALVO, LEIDERMAN e REINHART, 1993 e 1996; REISEN, 1993:112-114, BAER, 1995:100-102; LIMA, 1995:194-197; FERNÁNDEZ-ARIAS e MONTIEL, 1996:60-62). Nos primeiros anos da década, principalmente em 1990 e 1991, esses estímulos decorreram tanto da redução do crescimento dos países desenvolvidos, como se vê na Tabela 1.1, que ilustra as taxas de crescimento do PIB real, quanto de uma expressiva redução das taxas de juros praticadas nesses países, que fica evidente na Figura 1.1. Esta apresenta a evolução da Libor de seis meses para empréstimos em dólar, de taxas de juros norte-americanas selecionadas e, por fim, das taxas de desconto praticadas pelos bancos centrais dos EUA, da Alemanha e do Japão.

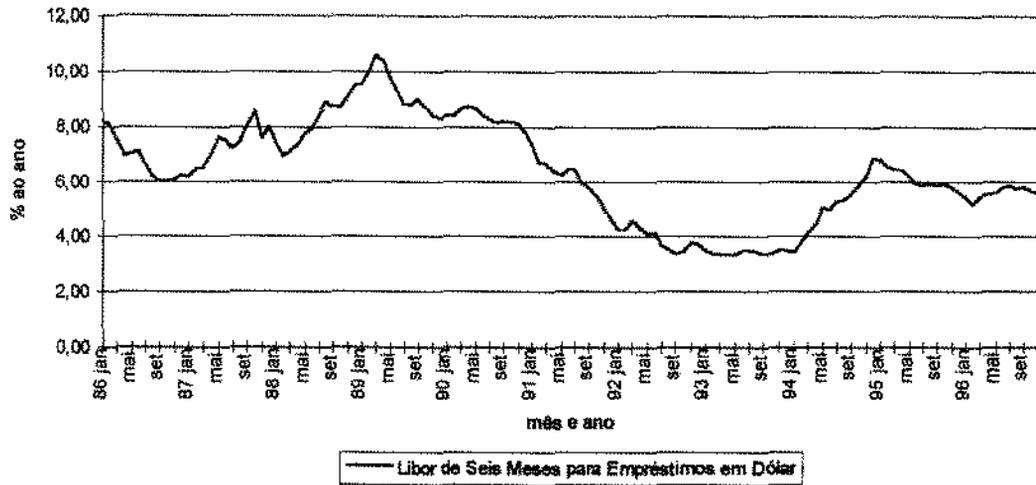
TABELA 1.1
TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB REAL
Países Desenvolvidos, 1983-1996
% ao ano

ANO	EUA	ALEMANHA ¹	JAPÃO	REINO UNIDO	FRANÇA	ITÁLIA
1983	3,9	1,9	2,7	3,7	0,7	1,0
1984	6,2	3,1	4,3	2,3	1,3	2,7
1985	3,2	1,8	5,0	3,8	1,9	2,6
1986	2,9	2,2	2,6	4,3	2,5	2,9
1987	3,1	1,5	4,1	4,8	2,3	3,1
1988	3,8	3,7	6,2	5,0	4,4	4,1
1989	3,4	3,6	4,8	2,2	4,3	2,9
1990	1,3	5,7	5,1	0,4	2,5	2,1
1991	-1,0	0,7	4,0	-2,0	0,8	1,1
1992	2,7	1,8	1,1	-0,5	1,2	0,6
1993	2,2	1,0	0,1	2,1	-1,3	-1,2
1994	3,5	2,8	0,5	3,8	2,8	2,1
1995	2,0	1,9	0,9	2,4	2,2	3,0
1996	2,4	2,2	3,6	2,4	1,3	0,8

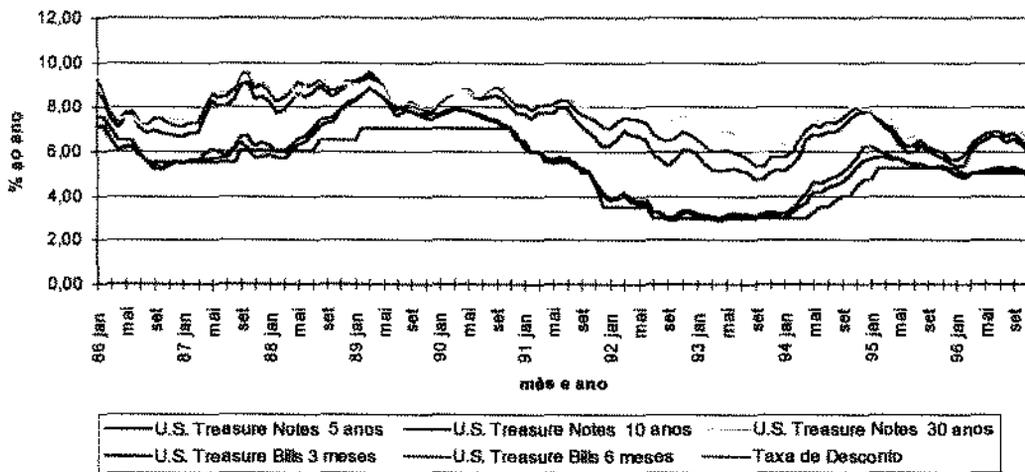
FORNTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil (Suplemento Estatístico)* vários números.

NOTA: ¹ Até 1990 refere-se à Alemanha Ocidental.

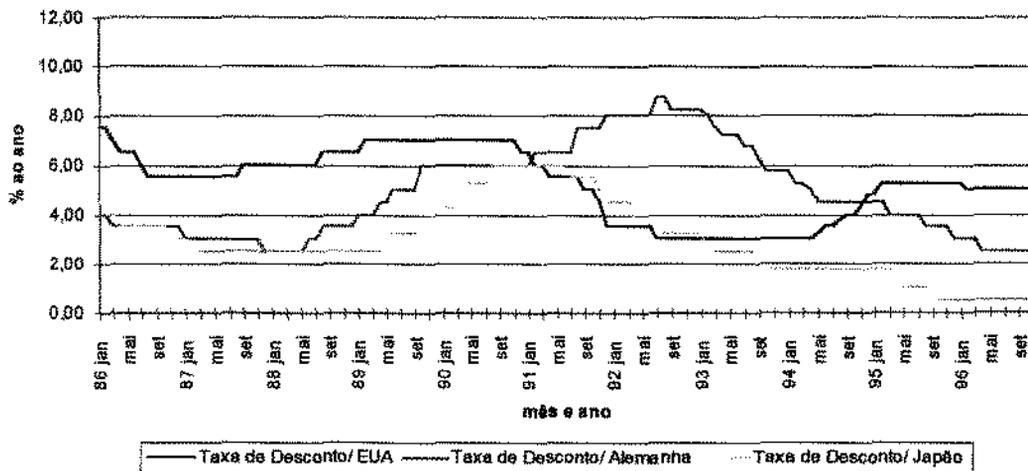
FIGURA 1.1
TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS SELECIONADAS
1986-1996
% ao ano



FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.



FONTE: OCDE, *Financial Statistics Monthly - Part I*, vários números.



FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

Nota-se na tabela e na figura um movimento de acentuada redução das taxas de crescimento e das taxas de juros nos países desenvolvidos a partir de fins da década de 80, com destaque para a economia norte-americana. Esta, após crescer a taxas acima dos 3% anuais a partir de 1983, teve forte desaceleração em 1990, quando cresceu 1,3%, e em 1991, em que houve uma redução do PIB real, da ordem de 1,0%. Outros países também passaram pelo mesmo processo, alguns dos quais ainda têm dificuldades para sustentar taxas de crescimento mais elevadas, como a França e a Itália. Como a redução das taxas de crescimento resultou em larga medida do arrefecimento do processo de reestruturação produtiva, tecnológica e organizacional das empresas, assim como do processo de fusões e de aquisições a ele associado, houve uma redução das emissões de títulos e de ações nos primeiros anos da década de 90¹⁹. Estreitaram-se assim os espaços para que os agentes que operavam nos mercados financeiros internacionais aplicassem seus capitais nesses países.

Tão ou mais importante que essa redução das taxas de crescimento foi, e continua a ser, como será visto, a expressiva redução das taxas de juros nesses países, dado seu impacto direto sobre a rentabilidade das operações neles realizadas. A Figura 1.1 mostra em sua parte superior uma rápida redução da Libor de seis meses para empréstimos em dólar a partir de 1989. Após atingir um pico de 10,60% em março desse ano, a Libor reduziu-se continuamente, atingindo 8,30% em dezembro do mesmo ano, 7,78% em dezembro de 1990 e 4,55% em dezembro de 1991. Em menos de três anos, portanto, a Libor teve uma queda muito expressiva, de cerca de 6%, o que teve dois impactos. De um lado, deve-se notar que, diante do fato de que elevada parcela da dívida externa latino-americana tem seus pagamentos de juros atrelados à Libor, a queda desta gerou uma importante redução desses pagamentos, com um efeito positivo sobre os balanços de pagamentos dos países da região. De outro lado, voltando à questão da rentabilidade das operações realizadas nos países desenvolvidos, a redução da Libor, assim como de outras taxas de juros nesses países, trouxe uma acentuada perda de rentabilidade nas operações com títulos públicos e privados. A parte do meio da Figura 1.1 mostra que, a despeito de uma defasagem em relação à Libor, as taxas de juros nos títulos do Tesouro norte-americano dos mais variados prazos também caíram de forma rápida a partir de dezembro de 1990, puxadas em parte pela redução da taxa de desconto fixada pelo Fed, o que trouxe uma redução da rentabilidade obtida

¹⁹ Dados da UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*) apontam uma redução pronunciada dos fluxos de investimento direto estrangeiro no mundo em 1991 e 1992, em parte importante devido à redução das operações de fusão e de aquisição. Em relação aos fluxos de investimento direto, eles caíram de US\$ 200 bilhões em 1989 e US\$ 211 bilhões em 1990 para US\$ 158 bilhões em 1991 e US\$ 170 bilhões em 1992 (UNCTAD, 1995:14). Quanto às fusões e aquisições, após atingirem US\$ 123 bilhões em 1989 e US\$ 115 bilhões em 1990, elas tiveram uma acentuada redução entre 1991 e 1993, tendo caído para US\$ 50 bilhões em 1991, US\$ 75 bilhões em 1992 e US\$ 67 bilhões em 1993 (COMIN, 1996:71).

pelos aplicadores. O mesmo ocorreu em outros países. Embora a evolução das taxas de juros de curto e de longo prazo nesses países não esteja ilustrada, basta notar a redução das taxas de desconto praticadas pelos seus bancos centrais para se ter uma idéia do movimento geral daquelas taxas. Apenas para fins de ilustração, a parte inferior da figura mostra a evolução das taxas de desconto na Alemanha e no Japão, países atingidos por forte redução das taxas de crescimento nos anos de 1991 e de 1992, respectivamente, que se refletiram em igualmente fortes quedas das taxas de desconto.

Esse movimento de estreitamento dos espaços para a aplicação de capitais de empresas, de instituições financeiras e de investidores nos países desenvolvidos, assim como de redução da rentabilidade obtida por aplicadores em títulos públicos e privados, portanto, exerceu papel essencial na explicação do processo de retorno dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a América Latina a partir do início da década de 90²⁰, assim como tem importante papel na compreensão dos riscos associados a esse processo, como será visto na próxima subseção. Apesar da recuperação das taxas de crescimento do PIB de algumas economias desenvolvidas, novamente com destaque para a norte-americana (Tabela 1.1), e de uma elevação do patamar das taxas de juros praticadas nesses países ao longo de 1994 e em parte de 1996, elas ainda se encontram em um patamar bastante abaixo daquele atingido em fins da década de 80, como se pode ver na Figura 1.1. A Libor, por exemplo, após ter se mantido em um patamar abaixo dos 4% entre julho de 1992 e fevereiro de 1994, teve um movimento de ascensão ao longo deste ano, atingindo 6,87% em dezembro, mas voltou a decrescer a partir de 1995, mantendo-se a partir de então em um patamar em torno de 5,5 a 6,0%. Apesar de se localizar algo em torno de 2% acima do piso atingido em 1992 e 1993, ela

²⁰ Isto também ocorreu em outros períodos da história latino-americana, quando a possibilidade de acesso dos países da região aos fluxos internacionais de capitais foi determinada por eventos externos. A experiência latino-americana com os fluxos de capitais estrangeiros nas décadas de 50 e de 70 é clara em relação a isso. Na primeira, os fluxos de investimento direto estrangeiro que se dirigiram a alguns países da região decorreram, principalmente, de eventos ocorridos no âmbito do processo concorrencial nos países desenvolvidos. O acirramento da concorrência entre empresas européias e norte-americanas no espaço econômico europeu levou-as a buscar novas bases em mercados na periferia capitalista, criando oportunidades para esses países deslançarem processos de industrialização pesada. No Brasil, essas oportunidades foram aproveitadas pelo governo J.K, que, como se sabe, criou vários incentivos para as empresas estrangeiras, na forma de construção de infra-estrutura, de concessão de subsídios, isenções e incentivos fiscais e de proteção do mercado, capacitando o país a receber largos fluxos de investimento direto.

Na década de 70, o acesso de países latino-americanos aos empréstimos bancários também se deveu a movimentos em curso nos países desenvolvidos, notadamente do quadro de sobreliquidez gerado pela redução das taxas de crescimento e pelo primeiro choque do petróleo, que concentrou no sistema bancário internacionalizado uma enorme massa de recursos oriundos dos superávits dos países exportadores de petróleo. Com poucos espaços e rentabilidade para aplicar seus recursos nos próprios países desenvolvidos, o sistema bancário comercial "capturou" os países em desenvolvimento, dando origem ao período de acelerado endividamento externo. Como na década de 50, políticas adotadas por governos latino-americanos exerceram papel importante ao criar mecanismos que colaram suas economias à dinâmica internacional favorável, como no caso brasileiro, em que os governos militares adotaram uma série de políticas para empurrar empresas e instituições financeiras, privadas e públicas, em direção ao crédito externo (CRUZ, 1984).

se encontra cerca de 4% abaixo do pico atingido em março de 1989. O mesmo ocorreu com as taxas de juros pagas pelos títulos do Tesouro norte-americano, cuja remuneração, apesar de ter subido em 1994 e em parte de 1996, ainda se encontra cerca de 2 a 3% mais baixa que a vigente em fins da década de 80 e no início da década de 90.

Verifica-se, portanto, que o incentivo existente para que empresas, instituições financeiras e investidores de países desenvolvidos destinem parcela crescente de seus capitais para a aquisição de títulos e de ações latino-americanos, assim como para outras operações relacionadas à América Latina, continuou elevado na maior parte da primeira metade da década de 90, com exceção do ano de 1994 e do início de 1995. No entanto, a existência desse quadro macroeconômico favorável à integração das economias da região aos fluxos internacionais de capitais não é suficiente para que esses fluxos de capitais se efetivem. Torna-se necessário, também, que se resolva a questão do risco associado a essas operações, para a qual exerce papel crucial a série de desenvolvimentos que vêm ocorrendo nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80. Esses desenvolvimentos dão aos estrangeiros interessados em investir na América Latina, incluindo latino-americanos com capitais no exterior ²¹, a possibilidade de se envolver em operações relacionadas à região com um melhor gerenciamento dos riscos. A utilização de instrumentos securitizados, a prerrogativa de negociá-los em mercados secundários, o encurtamento de seus prazos, o aumento da velocidade das transações e a utilização de mercados futuros e de opções permitiram a esses agentes dispor da flexibilidade necessária para movimentar rapidamente seus capitais em resposta a mudanças na sua percepção de risco:

As profundas alterações ocorridas nos mercados financeiros internacionais tiveram uma participação decisiva para o retorno de antigos devedores duvidosos: a idéia de que os agentes financeiros internacionais tinham aprendido com a crise de 82 e por isso desenvolvido uma série de instrumentos financeiros capazes de viabilizar uma gestão adequada dos riscos incentivava o reestabelecimento de relações espontâneas com parceiros que, afinal, haviam propiciado retornos significativos no passado. Se a questão dos riscos estava equacionada, por que não voltar a realizar operações que permitiam altos retornos? (LIMA, 1995:194)

²¹ Deve-se notar que parcela expressiva dos fluxos de capitais para a América Latina nos primeiros anos da década resultou da repatriação de capitais de residentes nos países da região que haviam procurado refúgio no exterior, especialmente nos EUA, ao longo da década anterior. Estimativas citadas por Bacha apontam que a participação desses capitais nos fluxos de capitais totais destinados à região chegou a atingir 60 a 70% (BACHA, 1993:7). Da mesma forma que os estrangeiros, os detentores desses capitais também foram atingidos no momento em que a economia norte-americana passou a crescer menos e as taxas de juros caíram de forma rápida, sendo estimulados a buscar novos mercados para investi-los. A opção de repatriar seus capitais foi facilitada pelo maior conhecimento desses agentes dos mercados, da economia e da política em seus países de origem, estando portanto melhor capacitados a avaliar as alternativas para investir e os riscos envolvidos (CALVO, LEIDERMAN e REINHART, 1993; WEST, 1993). A melhoria dos indicadores do setor externo proporcionada pelo ingresso desses capitais reduziu os riscos associados a esses países, em especial o cambial, estimulando novos fluxos de capitais, com participação crescente de outros agentes que não os latino-americanos com capitais no exterior.

Desta forma, o predomínio de fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos securitizados resulta da busca pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais de meios para gerir os riscos associados às operações realizadas na América Latina. As Tabelas 1.2 e 1.3 apresentam dados desses fluxos de capitais que ilustram esse predomínio.

TABELA 1.2
FLUXOS LÍQUIDOS DE CAPITAIS PARA A AMÉRICA LATINA
1973-1995
US\$ bilhões por períodos selecionados (média anual)

	1973-77	1978-1982	1983-1988	1989-1995
TOTAL	14,0	33,3	7,6	38,7
- Fluxos de capitais privados	11,7	28,9	(2,1)	33,0
Investimento direto	2,6	5,8	4,7	13,2
Investimento de Carteira ¹	-	2,0	(1,1)	25,4
Outros investimentos ²	9,2	21,1	(5,7)	(5,6)
- Fluxos de capitais oficiais	2,3	4,4	9,7	5,7
- Variação das reservas ³	2,2	2,4	0,5	(12,2)

FONTE: FMI, *World Economic Outlook*, vários números.

NOTAS: ¹ Inclui investimento de portfólio e empréstimos securitizados.

² Inclui empréstimos oficiais e privados de curto prazo.

³ Sinal negativo indica acúmulo de reservas.

TABELA 1.3
FLUXOS LÍQUIDOS DE CAPITAIS PARA A AMÉRICA LATINA
1989-1996
US\$ bilhões

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOTAL	5,8	18,6	28,1	53,5	62,8	43,1	58,4	66,1
- Fluxos de capitais privados	24,9	55,5	61,7	44,8	35,7	77,7
Investimento direto	10,9	12,9	13,4	21,5	19,9	29,9
Investimento de Carteira ¹	14,5	30,6	61,1	60,8	(7,5)	27,1
Outros investimentos ²	(0,5)	12,0	(12,8)	(37,5)	23,3	20,7
- Fluxos de capitais oficiais	3,2	(2,0)	1,1	(1,7)	22,7	(11,6)
- Variação das reservas ³	(15,5)	(21,3)	(19,9)	11,2	(23,6)	(20,8)

FONTE: FMI, *World Economic Outlook*, vários números.

NOTAS: ¹ Inclui investimento de portfólio e empréstimos securitizados.

² Inclui empréstimos oficiais e privados de curto prazo.

³ Sinal negativo indica acúmulo de reservas.

Nota-se um nítido predomínio dos fluxos de capitais na forma de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos securitizados entre 1989 e 1995, agregados pelo FMI no item investimento de carteira. Acompanhando sua evolução anual (Tabela

1.3), nota-se também que esse predomínio é mais marcante até 1994, sinal de sua importância dessas operações na viabilização do envolvimento de estrangeiros na região. Apenas mais recentemente os fluxos de investimento direto estrangeiro passaram a crescer de forma mais expressiva, puxados de um lado pela privatização de uma série de empresas estatais e pela aquisição de empresas e de instituições financeiras latino-americanas por estrangeiros e de outro lado pela melhoria dos indicadores macroeconômicos trazida pela estabilização. Voltaremos a esse ponto oportunamente.

Decorre da análise que vem sendo feita nesta subseção a conclusão de que o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros para a América Latina na primeira metade da década de 90 decorrem, fundamentalmente, da emergência e da manutenção de um quadro macroeconômico nos países desenvolvidos que empurra empresas, instituições financeiras e investidores em direção a novos mercados em países estrangeiros, de um lado, e de desenvolvimentos nos mercados financeiros internacionais que permitem que esse envolvimento ocorra em simultâneo a uma gestão adequada dos riscos por parte desses agentes. Ao contrário do que defendem expoentes da corrente de interpretação apresentada na subseção anterior, deve-se considerar o retorno e de crescimento desses fluxos de capitais como um processo que teve suas origens em um choque externo aos países da região e que tem como traço importante a presença de um forte elemento especulativo e de curto prazo, resultante do predomínio de operações de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados, como discutido na seção 1.2.

Esses fluxos de capitais não devem ser vistos, portanto, como um resultado da adoção de políticas e reformas econômicas internas que teriam ampliado os espaços e a rentabilidade associados aos investimentos de longo prazo ou a seu financiamento na região. Ainda que isto venha ocorrendo em anos mais recentes, permitindo alguma melhoria na qualidade do financiamento externo das economias da região, como será visto a seguir, o predomínio dos fluxos de capitais na forma de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos nos primeiros anos da década de 90 e sua elevada participação nos anos recentes, a despeito do mencionado crescimento dos fluxos de investimento direto estrangeiro, exige que as políticas e reformas internas cumpram outros papéis que não aqueles destacados pelos defensores do conjunto de idéias exposto na subseção anterior. É fundamental, antes de tudo, que ela atenda a um requisito central do ponto de vista dos agentes envolvidos nos fluxos de capitais: a criação de um arcabouço regulatório vigente sobre as transações cambiais e os fluxos de capitais entre as economias latino-americanas e o exterior que permita a esses agentes operar com a flexibilidade e a mobilidade necessárias para dar conta dos riscos

associados a essas economias. Se o gerenciamento desses riscos passa pelo uso de instrumentos securitizados, pela possibilidade de negociá-los em mercados secundários, pela utilização dos mercados futuros e de opções e pela inexistência de restrições à movimentação dos capitais estrangeiros, é de crucial importância que governos latino-americanos alterem a legislação vigente sobre as transações cambiais e os fluxos de capitais de forma a atender a esses requisitos. Isto teve importância marcante nos primeiros anos da década, quando a existência de uma ainda elevada incerteza em relação ao comportamento da taxa de câmbio e de outras variáveis tornava as operações na região muito arriscadas. Daí o papel fundamental exercido pelas políticas de liberalização e de desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais, que, portanto, abrem espaço e eliminam restrições para a efetivação de fluxos de capitais marcados pela presença de elevado componente especulativo e pelo curto prazo de suas operações.

De outro lado, uma segunda demanda que deve ser atendida pelos governos latino-americanos é a criação e/ou ampliação de opções de ativos para investimento estrangeiro, notadamente em títulos públicos e ações, que dão ao seus portadores a possibilidade de negociá-los em mercados secundários em prazos muito curtos. Assim, como notam Coutinho e Belluzzo:

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobreliquidez causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos "mercados emergentes" latino-americanos, de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção de taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

Os países da periferia, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. Em primeiro lugar, é preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e, posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.

(COUTINHO e BELLUZZO, 1996: 140-141).

Desta forma, políticas monetárias restritivas baseadas em elevadas taxas de juros reais, ações de empresas públicas e privadas depreciadas por quase uma década de crise e títulos emitidos nos mercados financeiros internacionais por empresas, instituições financeiras e setor público latino-americanos, com elevados *spreads*, foram as opções encontradas por estrangeiros para recuperar a rentabilidade perdida em seus países de origem. Por sua vez, os fluxos de capitais aí originários permitiram consolidar

políticas de estabilização baseadas na ancoragem cambial adotadas em anos anteriores, como no caso do México com seu Pacto de Solidariedade Econômica de dezembro de 1987, e viabilizar a implementação de estratégias semelhantes em outros países, como fizeram Argentina (o Plano Cavallo, de abril de 1991) e Brasil (o Plano Real de julho de 1994). Surgiram aí novas opções de negócios, dada a necessidade de manter as taxas de juros reais elevadas, a exigência de conduzir uma ampla privatização, em boa parte para tentar cobrir parte do forte aumento da dívida pública, e o enfraquecimento de empresas devido à concorrência externa.

Para finalizar a discussão desta subseção, deve-se mencionar a questão do risco cambial. A possibilidade de prever a evolução da taxa de câmbio é essencial para diminuir a possibilidade de que investidores estrangeiros tenham perdas de capital e de que tomadores de crédito externo sejam atingidos por um aumento de suas obrigações externas em função de desvalorizações inesperadas da taxa de câmbio. Daí a importância da adoção de determinadas políticas cambiais que deram à taxa de câmbio um comportamento previsível ao determinar sua estabilidade em termos nominais ou reais. É o caso das políticas cambiais decorrentes da utilização de âncoras cambiais mais (Argentina) ou menos (México e Brasil, este a partir de julho de 1994) rígidas ou da política de minidesvalorizações diárias da taxa de câmbio que acompanhavam a inflação esperada, adotada no Brasil ao longo do período compreendido entre outubro de 1991 e junho de 1994. Note-se, em relação a isso, que a credibilidade dessas políticas cambiais e o crescimento dos fluxos de capitais se reforçam mutuamente, haja vista que a primeira é favorecida pelo acúmulo de reservas cambiais decorrentes do crescimento dos fluxos de capitais, o que aumenta a solidez do setor externo percebida pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais, e que os fluxos de capitais são eles próprios favorecidos pela possibilidade de prever com menos erros a evolução da taxa de câmbio.

1.3.2.2 Riscos do Ponto de Vista do Financiamento Externo das Economias Latino-Americanas

O papel distinto atribuído pela análise que vem sendo feita nesta subseção aos fatores externos e internos que explicam o processo de retomo e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros para a América Latina leva à necessidade de se fazer uma reavaliação dos riscos a que se submetem as economias da região ao aprofundarem seus vínculos financeiros externos. Esta discussão adquire importância ainda maior quando se leva em conta que o crescimento dos fluxos de capitais traz como um de seus principais resultados um aumento expressivo da dependência dessas

economias em relação ao financiamento externo. De um lado, a adoção das mencionadas estratégias de estabilização baseadas na ancoragem cambial e na acelerada abertura comercial, ambas viabilizadas pelo crescimento dos fluxos de capitais, levaram a uma inversão dos sinais observados na balança comercial. Após vários anos de superávit, a associação de ambas as políticas trouxe uma redução dos superávits comerciais, seu desaparecimento e a emergência de elevados déficits comerciais no México, na Argentina e no Brasil. De outro lado, o crescimento dos fluxos de capitais traz outro impacto importante sobre o balanço de pagamentos dessas economias, uma vez que leva ao aumento das remessas de lucros e de dividendos e de outros serviços como *royalties*, no caso dos fluxos de investimento direto e de portfólio, e do pagamento de juros (no caso dos empréstimos e, em menor medida, dos financiamentos) ²².

Em suma, o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários que se dirigem à América Latina abriu amplas possibilidades para países da região. Três deles, México, Argentina e Brasil, têm se destacado por implementar políticas voltadas a tirar proveito dessas possibilidades, notadamente no que se refere à promoção de uma maior integração aos fluxos internacionais de comércio, via abertura comercial, e à adoção de estratégias de estabilização baseadas na ancoragem de suas moedas ao dólar. Como discutido no parágrafo anterior, isto tem levado a uma importante mudança no balanço de transações correntes desses países: não apenas a balança comercial tem apresentado déficits pela primeira vez em muitos anos, como a balança de serviços tem seus déficits ampliados. Isto significa que esses países têm ampliado sua dependência em relação ao financiamento externo proporcionado por esses fluxos de capitais, evento que não está livre de riscos, como demonstrado, por exemplo, pela crise cambial mexicana de dezembro de 1994 e pelos seus efeitos negativos sobre a Argentina e o Brasil.

Dois pontos devem ser considerados na avaliação dos riscos a que se submetem as economias latino-americanas ao se integrarem aos fluxos internacionais de capitais a partir do início da década de 90. O primeiro decorre da constatação de que houve uma mudança da natureza dos vínculos financeiros entre essas economias e o exterior, que reflete os desenvolvimentos que ocorrem nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80. Esses desenvolvimentos, como visto, dão

²² Outros fatores também contribuem para a ampliação dos déficits na balança de serviços desses países. Um deles é a adoção de políticas de liberalização e de desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais entre esses países e o exterior, que deram maior liberdade às remessas de lucros e de dividendos citadas no texto, e a uma série de remessas por conta de viagens internacionais e despesas com cartões de crédito no exterior, por exemplo. Outro fator é a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady, que teve alcance limitado, atingindo apenas a parcela da dívida externa representada pela

crescentes mobilidade e flexibilidade a esses capitais, assim como imprimem neles forte caráter especulativo e de curto prazo, elementos que derivam da utilização de instrumentos securitizados, do encurtamento dos seus prazos, da existência de mercados secundários desenvolvidos para a negociação de títulos e ações, da utilização de mecanismos de gestão de riscos, da adoção de políticas de liberalização e desregulamentação dos fluxos de capitais e das transações cambiais pelos governos de países desenvolvidos, dos avanços tecnológicos nas áreas de telecomunicações e de informática e, por fim, do aprofundamento da integração entre os diversos mercados financeiros nacionais. Em função desse aumento da mobilidade e da flexibilidade presentes nas transações realizadas nos mercados financeiros internacionais, os fluxos internacionais de capitais passam a se caracterizar pelo pouco comprometimento com as economias que os recebem, uma vez que os agentes passam a mover continuamente seus capitais entre os diversos mercados financeiros nacionais em resposta a mudanças objetivas ou subjetivas (estas no plano das suas expectativas) nas variáveis que determinam a rentabilidade e os riscos envolvidos nas suas aplicações nesses mercados.

Do ponto de vista do financiamento externo das economias que os recebem, isto quer dizer que ele passa a se caracterizar pela inexistência de garantias em relação à sua duração e às condições nas quais ele será fornecido, tornando-o muito menos previsível e estável do que em outros períodos. O financiamento externo passa a depender, portanto, da forma como as mudanças ocorridas na economia e na política econômica nos países desenvolvidos e em outros países latino-americanos, a consistência das políticas internas e os movimentos especulativos nos mercados financeiros internacionais venham a afetar objetiva ou subjetivamente as condições de rentabilidade e de risco das carteiras dos grandes investidores estrangeiros, notadamente os *global hedge funds* e os investidores institucionais. Suas estratégias de investimento e de diversificação passam a determinar, portanto, a possibilidade das economias que recebem seus capitais continuarem a fazê-lo, assim como as condições pelos quais o farão, e sobre essas estratégias a política econômica adotada em países latino-americanos tem efeito bastante reduzido.

O segundo ponto que deve ser considerado na avaliação dos riscos associa-se ao papel que vem sendo exercido por fatores externos aos países da região no processo. A presente subseção procurou mostrar como a possibilidade das economias latino-americanas voltarem a receber esses fluxos de capitais após uma década de marginalização deveu-se, fundamentalmente, à construção de um quadro

dívida do setor público junto aos bancos comerciais estrangeiros (PORTELLA, 1994) e que trouxe pequenos descontos ao estoque e aos encargos da dívida (BACHA, 1993; BAER, 1993b; PORTELLA, 1994).

macroeconômico nos países desenvolvidos marcado por acentuada desaceleração da atividade econômica nos primeiros anos da década e, especialmente, por uma forte redução das taxas de juros ao longo de todo o período, que têm restringido os espaços e a rentabilidade associadas às operações realizadas por empresas, instituições financeiras e investidores desses países. Diante desse quadro, esses agentes têm tido ao longo de toda a primeira metade da década de 90 um grande incentivo para aplicar seus capitais em títulos e ações lançados nos mercados financeiros internacionais por empresas, instituições financeiras e setor público de países latino-americanos, assim como para investi-los diretamente nos mercados de capitais desses países. Portanto, como em outros períodos na história latino-americana, caso das décadas de 50 e de 70, a possibilidade dos países da região receberem fluxos de capitais volta a estar ligada na primeira metade da década de 90 a um determinado contexto macroeconômico nos países desenvolvidos que, estreitando de tal forma as oportunidades de negócios nesses países, empurra empresas, instituições financeiras e investidores em direção a clientes e países de "segunda linha" na região latino-americana, que, apesar de portadores de maiores riscos, fornecem a rentabilidade perdida nos países desenvolvidos.

O risco que se coloca em função dessa constatação relaciona-se à possibilidade de que esse quadro macroeconômico venha a se reverter. Apesar da recuperação das taxas de crescimento em alguns países desenvolvidos, como nos EUA, esse movimento não tem sido acompanhado por uma elevação das taxas de juros praticadas nesses países, que continuam em patamares muito baixos quando comparadas com o dos últimos anos da década de 80. Uma eventual reversão desse quadro em direção a um aumento sustentado das taxas de juros terá efeito deletérios sobre as economias latino-americanas, que podem sofrer um movimento de fuga de capitais mais acentuado. Os sinais mais evidentes desse risco podem ser encontrados nos vários momentos ao longo da primeira metade da década de 90 em que pequenos movimentos para cima das taxas de juros norte-americanas ou a mera incerteza em relação ao rumo a ser seguido pelo *Federal Reserve* na sua fixação levaram a uma deterioração das condições de acesso de agentes latino-americanos aos mercados financeiros internacionais, refletida em menores prazos e montantes e em maiores custos de empréstimos, assim como a uma redução dos fluxos de investimento dirigidos à América Latina.

Os problemas enfrentados por México, Argentina e Brasil ao longo de 1994, que culminaram na crise mexicana em dezembro, nos pacotes de ajuda financeira para o México e para a Argentina e na crise cambial de março de 1995 no Brasil foram um exemplo desses riscos. A partir de fevereiro de 1994, a elevação das taxas de juros

norte-americanas (ver Figura 1.1 anteriormente apresentada) apareceu aos olhos dos agentes que operam nos mercados financeiros internacionais como o ponto final do período de baixas taxas de juros vigente a partir do início da década, levando a uma virtual paralisação das operações de emissão de títulos latino-americanos e, no caso das poucas emissões realizadas, a uma deterioração das condições relativas à taxa de juros, aos *spreads* e aos prazos²³. Embora a percepção dos agentes em relação ao comportamento futuro das taxas de juros nos países desenvolvidos viesse a se mostrar equivocada, uma vez que essas taxas continuariam em patamares baixos em 1995 e 1996, um grande estrago foi feito na forma da deterioração das condições da economia mexicana, até a crise que a atingiria em dezembro de 1994, e dos seus impactos sobre as economias argentina e brasileira. No caso do México, a redução acentuada da captação de empréstimos externos e do investimento de portfólio resultou em uma menor disponibilidade de financiamento externo e, a partir daí, no surgimento de dúvidas em relação à solidez do quadro externo do país e do seu quadro macroeconômico em geral. Acontecimentos políticos aumentaram a instabilidade até a eclosão da crise no final do ano.

Os eventos ocorridos ao longo de 1994 também fornecem evidência dos riscos existentes para as economias latino-americanas em função de sua integração aos fluxos internacionais de capitais depender, principalmente, de fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados e em função do chamado "risco América Latina". Em relação ao primeiro desses pontos, deve-se notar que a deterioração das condições de acesso dessas economias a esses fluxos de capitais ao longo de 1994 decorreu em parte de movimentos especulativos em curso nesses mercados. Segundo descrição da imprensa especializada, a queda dos preços dos títulos emitidos por agentes de países emergentes em função do crescimento das taxas de juros norte-americanas detonou movimentos de vendas maciças de títulos para cobrir margens em operações alavancadas, acentuando a queda daqueles preços, ainda mais porque os grandes lucros obtidos nos anos anteriores haviam reduzido a preocupação em relação aos riscos de uma exposição excessiva em relação aos títulos de países latino-americanos²⁴. Esse movimento foi acentuado pelo fato de que muitos fundos e instituições operam com mecanismos de *stop loss*, por meio dos quais há

²³ Ver "Lançar papéis no exterior fica difícil", *Gazeta Mercantil*, 10 de março de 1994, pp. 1 e 22 e "Crise externa afeta entrada de dólares", *Gazeta Mercantil*, 30 de março de 1994, pp. 1 e 29.

²⁴ Fundos alavancavam suas compras em 75%, no caso de bancos mais prudentes, ou até em 90%, permitindo elevados ganhos sobre um dinheiro que simplesmente não existia. Com a crise do mercado de títulos latino-americanos e a queda de seus preços, muitos fundos tiveram que cobrir margens pré-estabelecidas em contrato no caso de uma queda abaixo de certos limites. Ver "Lançar papéis no exterior fica difícil", *Gazeta Mercantil*, 10 de março de 1994, pp. 1 e 22.

vendas automáticas de papéis quando sua cotação cai abaixo de certo nível, como uma forma a diminuir os prejuízos.

O movimento especulativo, no entanto, não se limitou a esse ponto. No mesmo período e atuando de forma específica no caso brasileiro, esse movimento teve mais força em função das expectativas em relação à conclusão da renegociação da dívida externa, então em seus passos finais. Como no caso de outros países os novos títulos lançados em função da renegociação haviam tido grande valorização, houve uma compra maciça dos títulos antigos da dívida externa brasileira em uma base conhecida como *when and if*: se o acordo do Brasil fosse assinado, a compra teria que ser efetivada, mas com ganhos provavelmente muito altos; se não saísse o acordo, não havia a obrigação de comprar os títulos. Diante dos pequenos riscos existentes, muitos fundos, especialmente os *hedge funds*, passaram a alavancar essas compras. No momento em que os preços dos títulos de países emergentes passaram a cair, muitos fundos tiveram que cobrir margens, havendo prejuízos altíssimos; a saída foi vender outros títulos para cobrir esses prejuízos, o que ajudou a aprofundar a crise.

Outra fonte de riscos para as economias latino-americanas que ficou evidente ao longo de 1994 associa-se ao denominado "risco América Latina", isto é, à percepção de empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros sobre os países da região como um conjunto. Os efeitos da deterioração da situação do México sobre a situação da Argentina e do Brasil deixaram claro que os mercados financeiros internacionais ainda vêem esses países como um único conjunto, tendo a crise mexicana levado ao surgimento de grandes dificuldades tanto para a Argentina, que necessitou de um pacote de ajuda financeira externa, quanto para o Brasil, que chegou às portas de uma grave crise cambial em março de 1995.

Em suma, os eventos ocorridos ao longo de 1994 nos EUA e os movimentos especulativos em curso nos mercados financeiros internacionais trouxeram sérias dificuldades para os principais latino-americanos, evidenciando os riscos associados ao fato de que suas economias têm dependido de maneira crescente do financiamento externo proporcionado pelos fluxos de capitais estrangeiros. Um aumento mais forte das taxas de juros praticadas nos países desenvolvidos pode vir a ter, portanto, efeitos bastante negativos sobre a disponibilidade de financiamento externo. Ainda que isto possa não significar um pronto desaparecimento dos fluxos de capitais que se dirigem aos países da região, ela pode trazer consigo um agravamento de tal vulto nas condições vigentes no setor externo de suas economias que, da mesma forma, levará a um resultado final semelhante, por meio do impacto negativo sobre as expectativas dos agentes que tomam parte dos fluxos de capitais. A consideração dessa possibilidade é de fundamental importância quando se leva em conta a série de incertezas que vêm

sendo criadas em torno do comportamento do setor externo da economia brasileira, tanto em função do crescimento dos fluxos de capitais, quanto em função dos impactos do Plano Real sobre a balança comercial e, em menor medida, sobre a balança de serviços, a serem discutidos no terceiro capítulo. Considere-se, nesse sentido, a possibilidade de que uma mudança no âmbito da economia e/ou da política econômica dos países desenvolvidos resulte em uma deterioração nas condições de acesso das economias latino-americanas aos fluxos internacionais de capitais voluntários, expressa de várias formas. No caso dos empréstimos externos, essa mudança poderia levar, por meio da reação de possíveis compradores e/ou portadores de títulos latino-americanos, a uma piora nas condições relativas a prazos, montantes e custos, uma dificuldade na renovação ou prorrogação de operações antigas e a execução das cláusulas de pagamento antecipado (*put*). Além disso, empresas e instituições financeiras latino-americanas poderiam paralisar as novas operações de empréstimos, assim como exercer a opção de pagamento antecipado (*call*) das operações existentes. No caso dos investimentos nos países latino-americanos, especialmente de portfólio, uma mudança nos países desenvolvidos pode gerar a interrupção de novas operações, de um lado, e o aumento das repatriações e das remessas de lucros e dividendos, de outro.

Em conjunto, esses movimentos poderiam deteriorar o quadro vigente no setor externo das economias latino-americanas em uma proporção tal que minaria de vez as expectativas de empresas, de instituições financeiras e de investidores estrangeiros em relação à realização de operações associadas a essas economias, o que aprofundaria o movimento de fuga de capitais e levaria, no limite, à virtual extinção dos fluxos de capitais dirigidos a essas economias. No que se refere aos eventos ocorridos em 1994, os problemas enfrentados pelo México, pela Argentina e pelo Brasil não levaram a um final como aquele de setembro de 1982 apenas em virtude da intervenção conduzida pelo governo norte-americano e pelo FMI e que foi facilitada em virtude de uma especial configuração das economias e das políticas econômicas dos EUA, da Alemanha e do Japão e dos interesses norte-americanos em relação ao México, que induziram os EUA a intervir (COUTINHO e BELLUZZO, 1996:136-137)²⁵. Pode-se questionar se a ocorrência de um novo episódio no México, na Argentina ou no Brasil levaria a uma nova intervenção norte-americana ou se, diante de episódios simultâneos em mais de um desses ou de outros mercados emergentes, os EUA teriam poder para conter a fuga de capitais. Diante de uma resposta negativa a ambas as questões, tem-se uma idéia clara do risco que se coloca para as economias latino-americanas, e para a economia

²⁵ Como notam Coutinho e Belluzzo, a intervenção foi facilitada pelas dificuldades da Alemanha e do Japão em relação ao crescimento de suas economias, o que vinha mantendo baixas suas taxas de juros. Se os

brasileira em particular que nos interessa mais de perto, em virtude do fato de que as condições pelas quais elas obtêm financiamento externo são definidas no âmbito das economias e da política econômica dos países desenvolvidos, notadamente nos EUA.

É certo que o maior conhecimento de empresas, de instituições financeiras e de investidores estrangeiros sobre a América Latina após vários anos de operação nas economias da região e, principalmente, os importantes avanços alcançados na estabilização tenham melhorado as condições de acesso dessas economias aos fluxos internacionais de capitais, como destacam expoentes da corrente de interpretação dominante. No entanto, não se deve menosprezar a possibilidade de uma fuga de capitais causada por movimentos externos a essas economias, sobre os quais a política econômica adotada por governos latino-americanos tem impacto desprezível.

1.4 COMENTÁRIOS FINAIS

Este capítulo procurou discutir o processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a América Latina a partir do início da década de 90, dando especial atenção à discussão conjunta dos seus determinantes e dos riscos a ele associados do ponto de vista do financiamento externo das economias da região. Em relação aos determinantes desse processo, a análise feita na seção 1.3 apontou falhas nas idéias que vêm sendo apresentadas por economistas ligados a organismos financeiros internacionais e a governos de países latino-americanos. Para esses, o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais teria resultado de uma mudança nas políticas econômicas e da adoção de reformas estruturais liberalizantes que, em conjunto, teriam ampliado os espaços e a rentabilidade associados ao investimento ou a seu financiamento. Além disso, dado o papel exercido por esses movimentos internos à América Latina, esse grupo de economistas tem associado os riscos de uma reversão dos fluxos de capitais e de uma redução da disponibilidade de financiamento externo a uma condução equivocada das políticas e reformas internas.

A esse conjunto de idéias que vem predominando na literatura foi contraposto outro, que propõe localizar em movimentos externos à América Latina e nos vários desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais os principais determinantes do processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais para as economias da região a partir do início da década de 90. A partir dessa idéia, propôs-se repensar o papel desempenhado por movimentos internos à região, atribuindo-se a eles papéis distintos daqueles atribuídos pela corrente de interpretação dominante. A reconsideração dos papéis e da importância relativa desses movimentos externos e internos levou à conclusão de que o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais para a América Latina têm sido um resultado, fundamentalmente, de um choque externo às economias da região que empurrou empresas, instituições financeiras e investidores de países desenvolvidos em direção à realização, principalmente, de operações de investimento de portfólio e de empréstimos securitizados caracterizadas pela presença de forte elemento especulativo e de curto prazo.

Decorre daí a necessidade de que os riscos do ponto de vista do financiamento externo das economias da região devem ser pensados não apenas em função do surgimento de inconsistências das políticas internas, mas, também, em função da possibilidade de uma reversão do quadro de baixas taxas de juros vigente nos países desenvolvidos, da emergência de dificuldades em outros países em desenvolvimento e da ocorrência de movimentos especulativos nos mercados financeiros internacionais.

Como ficou claro em 1994, a ocorrência de eventos nessas direções tem efeitos negativos sobre a disponibilidade de financiamento externo para essas economias, assim como sobre as condições de acesso a esse financiamento. Mais ainda, dada a mudança da natureza dos vínculos financeiros mantidos pelas economias latino-americanas com o exterior, na direção do predomínio de fluxos de capitais de menores prazos e com elevado componente especulativo, argumentou-se que as expectativas dos agentes que tomam parte dessas operações são um elemento fundamental na determinação das condições de acesso ao financiamento externo por essas economias.

CAPÍTULO 2

POLÍTICAS PARA PROMOVER A INTEGRAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA AOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS: (1990-1996)

2.1 INTRODUÇÃO

O capítulo anterior discutiu como a emergência de um quadro macroeconômico marcado pela recessão e pela redução das taxas de juros nos países desenvolvidos empurrou empresas, instituições financeiras e investidores desses países em direção à realização de operações associadas à América Latina a partir de fins da década de 80 e, principalmente, do início da década de 90. Com isso, abriu-se espaço para que governos de países da região pudessem adotar uma série de medidas voltadas a recuperar o acesso de suas economias aos fluxos internacionais de capitais voluntários e, em um segundo momento, a aprofundar os vínculos financeiros mantidos com o exterior. Viu-se também no primeiro capítulo que o aprofundamento desses vínculos foi acompanhado por uma maior exposição das economias latino-americanas aos riscos de um corte abrupto e inesperado de seu financiamento externo, que pode ser motivado por mudanças na política econômica dos países desenvolvidos, eventos em curso em outros países em desenvolvimento, movimentos especulativos nos mercados financeiros internacionais ou por inconsistências das políticas seguidas pelos seus governos.

O objetivo deste capítulo é o de iniciar a discussão da forma como os governos brasileiros reagem à emergência desse quadro de oportunidades e de riscos a partir do início da década de 1990. Dois pontos principais devem ser abordados. Primeiro, é necessário identificar e analisar os determinantes e as motivações presentes nas várias medidas que vêm sendo adotadas para incentivar o retorno dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários ao país e, uma vez alcançado esse intento, para aumentar o grau de integração financeira externa da economia brasileira. Segundo, deve-se localizar nesse conjunto de políticas e ações elementos que permitam entender a postura dos governos brasileiros em relação aos riscos envolvidos nessa maior integração, em especial no que se refere aos instrumentos para dar condições ao país

de enfrentá-los. Esta última discussão tem nesse capítulo apenas seu início, devendo ser complementada no terceiro capítulo.

Uma visão geral de ambos os pontos é proporcionada na seção 2.2, que prepara o caminho para a realização de uma análise temática nas seções 2.3 a 2.5, que se voltam a discutir as motivações e os objetivos presentes nas diversas políticas e ações que vêm sendo adotadas pelos governos brasileiros na área. A seção 2.3 descreve a liberalização e a desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior, mostrando o papel fundamental que exercem para atender às demandas postas pelos agentes estrangeiros e brasileiros que tomam parte desses fluxos de capitais. A seção 2.4 discute um elemento que vem sendo frequentemente esquecido pelo governo e por boa parte dos economistas, a dívida externa herdada das décadas de 70 e 80. Argumenta-se que a forma como foi conduzida a sua renegociação entre 1990 e 1994 pouco mudou o quadro vigente na década de 80, em que o país tinha que enviar anualmente ao exterior elevados montantes de recursos para pagamento de juros e de amortizações, e que isto deveria ser considerado nas análises que se faz do setor externo da economia brasileira. A seção 2.5, por sua vez, discute a forma como as políticas cambial e monetária vêm exercendo papel fundamental dentro do objetivo de aprofundar e de manter os vínculos financeiros da economia brasileira com o exterior. Por fim, a seção 2.6 dedica-se aos comentários finais do capítulo.

2.2 VISÃO GERAL DAS POLÍTICAS INTERNAS

A criação de condições para a reintegração da economia brasileira aos fluxos internacionais de capitais voluntários e para o aprofundamento dos vínculos financeiros por ela mantidos com o exterior têm recebido considerável atenção por parte dos governos brasileiros ao longo de toda a primeira metade da década de 90. Essencial nos anos de 1990 e de 1991 para superar um quadro de restrição financeira externa e de ameaça de crise cambial, a adoção de políticas e de ações voltadas a atrair fluxos de capitais estrangeiros para o país passou a atender a outros objetivos de política nos anos seguintes, especialmente no que se refere à preparação, à implementação e à consolidação de uma determinada estratégia de estabilização baseada na ancoragem da moeda nacional ao dólar, o Plano Real. Este último ponto é de crucial importância, haja vista que considerações relativas à estabilização têm exercido papel central na determinação das formas, da natureza e da profundidade dos vínculos financeiros que vêm sendo mantidos pela economia brasileira com o exterior, assim como na definição dos riscos a que ela se expõe. Ainda que esse capítulo não se destine a uma análise do Plano Real enquanto estratégia de estabilização, ele não pode se furtar a incorporar à discussão a forma como ele age para construir e/ou consolidar os principais traços presentes na integração financeira externa da economia brasileira.

A seção divide-se em duas subseções. A subseção 2.2.1 apresenta as linhas de ação perseguidas pelos governos brasileiros a partir de 1990 para promover o retorno dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários ao país e aprofundar os vínculos financeiros mantidos pela economia com o exterior. A subseção 2.2.2, por sua vez, dedica-se a uma análise específica do Plano Real enquanto elemento fundamental na determinação das características da integração da economia brasileira aos fluxos internacionais de capitais, dando especial atenção à questão da forma como os riscos associados a essa integração têm sido considerados pelos formuladores da política econômica.

2.2.1 Linhas de Ação

Três grandes linhas de ação caracterizam os esforços dos governos brasileiros a partir de 1990 para, em um primeiro momento, recuperar o acesso da economia aos fluxos internacionais de capitais voluntários e, posteriormente, aprofundar os vínculos financeiros por ela mantidos com o exterior. Em comum, apresentam como traço mais

claro um inequívoco comprometimento em atender às demandas postas por agentes estrangeiros e brasileiros interessados em realizar operações de investimento e de empréstimo que resultem em fluxos de capitais e de serviços entre o país e o exterior. Concretamente, esse comprometimento resulta na condução de um amplo e profundo processo de liberalização e de desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais entre o país e o exterior e na eliminação de restrições para a atuação de empresas e de instituições financeiras no país, no abandono de qualquer tentativa de se renegociar a dívida externa em moldes mais favoráveis ao país e na utilização das políticas cambial e monetária de modo a atender a demandas relativas ao risco cambial e à rentabilidade. Vejamos de forma mais detalhada esse conjunto de ações.

A liberalização e desregulamentação cambial e dos fluxos de capitais exerce papel central na explicação do processo de retorno e de crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para o país. Vale lembrar, com base na discussão do capítulo anterior, a importância dos desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais desde a década anterior na viabilização desse processo. A utilização de instrumentos securitizados, o encurtamento dos prazos das operações, a existência de mercados secundários para a negociação de títulos e ações, a utilização de instrumentos derivativos, a liberalização e a desregulamentação adotadas por governos de países desenvolvidos e os avanços nas áreas de telecomunicações e informática atuaram, em conjunto, para dar aos agentes que operam nesses mercados grandes flexibilidade e mobilidade, essenciais para dar conta dos maiores riscos gerados por uma maior instabilidade presente nas relações econômico-financeiras internacionais. Com isso, no momento em que esses agentes passaram a se interessar por operações relacionadas à América Latina a partir do início da década de 90, a possibilidade de responder com extrema rapidez a mudanças nas condições externas e internas aos países da região que afetam a rentabilidade e o risco de suas carteiras é que proporcionou a eles condições de melhor gerenciar os riscos de suas operações.

A regulamentação para a realização de operações de empréstimos mediante lançamento de títulos no exterior por empresas e instituições financeiras e a abertura do mercado de capitais brasileiro a investidores estrangeiros de portfólio, retirando-se restrições de prazo e de tributação e à sua movimentação, foram fundamentais para incentivar o crescimento de ambas operações a partir de fins de 1991. Foram essas medidas, entre outras que serão discutidas na seção 2.3, que permitiram aos agentes envolvidos lidar com os elevados riscos associados a um país marcado por aguda instabilidade macroeconômica, pela presença de incertezas em relação aos rumos das reformas estruturais e por instabilidade política.

Posteriormente, as medidas na área incluíram a eliminação de restrições para a atuação de empresas e de instituições financeiras estrangeiras no país. Adotadas principalmente a partir de 1995, essas medidas assumiram papel central dentro da estratégia de estabilização do Plano Real, sendo consideradas fundamentais para dar ao país condições de enfrentar os riscos associados ao aprofundamento dos vínculos financeiros da economia com o exterior. A criação de maiores espaços para o investimento direto estrangeiro no país responde, fundamentalmente, ao objetivo de se proporcionar uma fonte de financiamento externo mais estável e de longo prazo para o país, de forma a reduzir a dependência em relação aos fluxos de capitais associados ao investimento estrangeiro de portfólio e aos empréstimos externos securitizados. Simultaneamente, os fluxos de investimento direto estrangeiro têm sido considerados fundamentais na criação de condições para o aumento da produtividade e da eficiência na economia brasileira, de forma a promover uma maior competitividade externa.

Uma segunda linha de ação perseguida pelos governos brasileiros para promover a integração da economia aos fluxos internacionais de capitais voluntários foi o abandono de qualquer tentativa de renegociar em moldes mais favoráveis ao país a dívida externa herdada das décadas de 70 e 80. A seção 2.4 descreve a forma como eles conduziram a reaproximação com os credores após a moratória não declarada do pagamento dos juros adotada pelo governo Sarney em fins de junho de 1989, até a conclusão da renegociação da dívida externa pública em abril de 1994. A idéia por trás dessas ações foi a de que a renegociação deveria ser levada adiante nos moldes exigidos por organismos financeiros internacionais e credores, isto é, no âmbito do Plano Brady, de modo a se evitar um confronto que pudesse comprometer o objetivo maior de atrair fluxos de capitais estrangeiros. Isto fez com que os governos Collor e Itamar Franco abdicassem de uma tentativa de renegociar a dívida externa em bases mais favoráveis ao país, o que poderia ter se refletido em uma maior abrangência do acordo, em maiores descontos no estoque e nos serviços da dívida, em salvaguardas que atuassem no caso de choques externos ou em uma contrapartida em recursos novos. Ao não atender a nenhum desses pontos, a renegociação da dívida externa fez com que a economia brasileira aprofundasse seus vínculos financeiros com o exterior na primeira metade da década de 90, o que inclui o crescimento de uma nova dívida externa na forma de títulos, sem que o endividamento herdado das décadas de 70 e 80 tenha sofrido mudanças mais importantes relativas aos pontos mencionados.

Por fim, uma terceira linha de ação pela qual foram conduzidos esforços para atrair fluxos de capitais estrangeiros deu-se no plano da política econômica. A seção 2.5 discute como as políticas cambial e monetária vêm sendo desenhadas e implementadas desde o último trimestre de 1991 com um olho voltado às necessidades relativas à

estabilização e outro ao objetivo de criar, manter e ampliar os incentivos para que aqueles agentes tenham suas demandas atendidas. Em relação à política cambial, que se caracteriza por percorrer três etapas distintas no período, ela tem exercido com grande eficácia um papel crucial do ponto de vista dos agentes envolvidos nos fluxos de capitais: o de construir um horizonte claro e previsível para a evolução da taxa de câmbio, afastando a possibilidade de que uma desvalorização inesperada e acentuada traga perdas patrimoniais para investidores estrangeiros ou um aumento do valor dos compromissos em moeda estrangeira no caso dos tomadores de crédito externo. No que se refere à política monetária, a seção mostra como a adoção de uma política de taxas de juros reais elevadas, cuja variação também supera a da taxa de câmbio, atende a dois requisitos fundamentais dos agentes que tomam parte dos fluxos de capitais: a geração de um elevado diferencial de rentabilidade em favor de aplicações financeiras na economia brasileira, do ponto de vista do investidor estrangeiro, e de um igualmente elevado diferencial de custos de empréstimos que empurra empresas e instituições financeiras instaladas no país em direção à captação de crédito externo.

2.2.2 Plano Real, Integração aos Fluxos Internacionais de Capitais e Riscos para a Economia Brasileira

A decisão de adotar uma estratégia de ancoragem cambial como haviam feito o México e a Argentina, adotada em meados de 1993, exigiu um comprometimento ainda maior dos governos brasileiros em relação ao aprofundamento dos vínculos financeiros mantidos pela economia com o exterior. As experiências mexicana e argentina haviam mostrado a importância de um esforço prévio de acumulação de reservas que permitisse enfrentar a provável emergência de um quadro de deterioração dos resultados das balanças comercial e de serviços e, portanto, do balanço em transações correntes. Vale lembrar, nesse sentido, que três fatores atuaram para a conformação desse quadro em ambos os países (NOGUEIRA BATISTA, 1996:2): primeiro, a estabilidade da taxa de câmbio nominal e a não convergência imediata das taxas domésticas de inflação às taxas internacionais geraram uma valorização cambial que reduziu a competitividade externa de suas economias; segundo, a acelerada abertura dessas economias às importações; e, terceiro, a expansão da demanda doméstica que se seguiu à estabilização, geraram em conjunto um expressivo crescimento das importações, reforçando o efeito negativo gerado pela valorização cambial sobre as contas comerciais externas.

A despeito da provável emergência de um quadro deste tipo no Brasil, os responsáveis pela política econômica acreditavam que o quadro vigente no setor externo criava os meios para enfrentar esses problemas. De um lado, os superávits comerciais elevados e a política cambial realista perseguida desde fins de 1991 criavam condições, na visão do governo, para que a economia pudesse absorver o impacto de um aumento pronunciado das importações e de uma redução das exportações¹. De outro lado, as condições relativas à conta de capital eram vistas como ainda mais favoráveis: o elevado patamar das reservas cambiais e a crescente entrada de capitais estrangeiros via investimento de portfólio e empréstimos securitizados abriam espaço, na visão do governo, para que fossem contidos eventuais ataques especulativos contra a taxa de câmbio e para que a economia pudesse absorver uma deterioração do saldo em transações correntes.

Diante do quadro externo visto como favorável e da decisão de preparar e implementar uma estratégia de ancoragem da moeda nacional ao dólar, as medidas relacionadas à integração da economia brasileira aos fluxos internacionais de capitais passaram a se associar, essencialmente, às questões postas pela estabilização. Durante a etapa de preparação do Real, entre meados de 1993 e junho de 1994, a atração de volumes maiores de capitais estrangeiros e o acúmulo de reservas cambiais adicionais atendeu a três preocupações. A principal e mais óbvia era a necessidade de acumular reservas para ancorar a nova moeda nacional ao dólar no momento de lançar o Real, dotar o governo de meios para enfrentar uma eventual redução dos superávits comerciais e um aumento do déficit em transações correntes e deter possíveis ataques especulativos contra a nova moeda. Além disso, a dificuldade de precisar o nível das reservas necessário para empreender a ancoragem também pressionava por um acúmulo de maiores reservas². Uma segunda preocupação associou-se à dificuldade de realizar o ajuste fiscal previsto para a etapa de preparação do Plano Real, tendo ele

¹ Note-se, no entanto, que a visão do governo sobre as condições vigentes no balanço de transações correntes desconsiderava questões importantes (NOGUEIRA BATISTA, 1996:11-13). Em primeiro lugar, a mididesvalorização cambial de fins de setembro de 1991 e a política de manter a taxa de câmbio real não haviam compensado a valorização cambial acumulada a partir de fins da década de 80, principalmente porque, a partir de meados de 1992, ela não conseguiu manter a taxa de câmbio real, como será visto na seção 2.5. Em segundo lugar, essa valorização poderia ter sido compensada apenas em parte por um crescimento na produtividade, mas não totalmente, já que nunca foi "(...) convincentemente demonstrado que os ganhos de produtividade da economia brasileira, relativamente aos dos seus concorrentes internacionais, fossem suficientes para neutralizar os efeitos da valorização cambial (...)" (NOGUEIRA BATISTA, 1996:11). Por fim, os elevados superávits comerciais refletiam, de forma importante, o clima recessivo presente na economia brasileira desde a década de 80 e que persistiu nos primeiros anos da década de 90, o que acentuava o risco de que um crescimento da demanda doméstica viesse a deteriorar de forma mais acentuada o saldo da balança comercial.

² Segundo Gustavo Franco, havia três pontos problemáticos em relação à escolha do nível de reservas para ancorar a moeda nacional: a dificuldade de escolha do agregado monetário que seria conversível, o comportamento desconhecido desses agregados no momento em que caíssem as taxas de inflação e, por fim, o risco de que os ativos financeiros da economia migrassem para os ativos monetários e, eventualmente, para moedas estrangeiras (FRANCO, 1995:88-90).

se limitado à cobrança do IPMF, à aprovação do Fundo Social de Emergência e ao combate à sonegação fiscal. Dada a sua importância para evitar que desequilíbrios que pudessem comprometer a sustentação da taxa de câmbio, segundo o governo, era importante dotar o país de maiores reservas. Por fim, a proximidade da conclusão da renegociação da dívida externa com credores e organismos internacionais criava uma necessidade adicional de reservas, já que a troca da dívida antiga pela dívida nova, em bônus, exigiria um comprometimento de divisas para a constituição de garantias.

A resposta do governo a essas preocupações durante a preparação do Plano Real foi de procurar ampliar os trunfos detidos no setor externo, principalmente por meio da manutenção das políticas cambial e monetária que vinham sendo conduzidas desde o último trimestre de 1991. Em relação à política cambial, a prática de minidesvalorizações diárias que acompanhavam as expectativas de inflação, de modo a manter estável a taxa de câmbio real, não foi mudada, de modo a evitar uma valorização cambial mais acentuada e uma perda de competitividade do setor exportador no período anterior à implementação do plano. Além disso, a previsibilidade do comportamento da taxa de câmbio continuava a ser importante para se atrair fluxos de capitais. A política monetária baseada em elevadas taxas de juros reais ganhava novo impulso. Em suma, cabia ao governo Itamar Franco ampliar a aposta na modelo de integração financeira externa que vinha sendo construído desde fins de 1991, com o predomínio dos fluxos de capitais nas formas de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados, marcados, como se viu no primeiro capítulo, pela presença de forte elemento especulativo e de curto prazo.

Implementado o Plano Real, em julho de 1994, a economia continuou a caminhar na direção de uma maior dependência em relação a esses fluxos de capitais. Desse mês até março de 1995, essa dependência decorreu da utilização do potencial gerado pela existência de elevadas reservas cambiais e pelo aumento da entrada de capitais, que permitiu uma utilização plena da valorização cambial e da abertura comercial para promover uma queda mais rápida da inflação e para gerar dividendos políticos-eleitorais, dada a eleição presidencial e as eleições gerais de outubro e novembro.

Diante disso, havia a necessidade de manter e, se possível, ampliar a entrada de capitais estrangeiros na economia, a despeito dos riscos envolvidos e da conjuntura internacional que começava a criar dificuldades, como se viu no primeiro capítulo. O aprofundamento dos vínculos financeiros baseados em fluxos de capitais de curto e de médio prazos e de elevado potencial especulativo era a única forma de gerar uma entrada de capitais em montante suficiente para atender às necessidades provenientes da estratégia de estabilização. A continuidade da entrada de capitais incentivava o

governo a prosseguir em sua estratégia, apostando que o crescimento do déficit em transações correntes pudesse ser compensado na conta de capital. A política monetária rígida adotada para conter a expansão da demanda doméstica, de um lado, e a previsibilidade do comportamento da taxa de câmbio, de outro, continuavam a ser instrumentos importantes na atração de capitais estrangeiros.

A possibilidade de contar com os capitais estrangeiros de curto e de médio prazos para a sustentação do Plano Real viu-se ameaçada no período compreendido entre dezembro de 1994 e março de 1995, dados os efeitos da crise mexicana, que levaram à crise cambial neste último mês. Superada a crise e instalado um sistema de bandas cambiais, a postura e as ações do governo em relação aos riscos envolvidos tem se caracterizado por três elementos. O primeiro tem sido a manutenção das bases da estratégia de estabilização, com o governo evitando fazer correções de rumo que a comprometam. Isto significa evitar medidas de maior impacto sobre dois de seus principais instrumentos, o câmbio e a abertura às importações. Em relação ao câmbio, a única medida adotada pelo governo foi a referida implementação de um sistema de bandas cambiais e que, em virtude da forma como foi feita e do movimento especulativo que se seguiu, gerou uma mididesvalorização do real, como será visto na seção 2.5. Adicionalmente, o governo tem evitado a imposição de restrições mais fortes às importações, limitadas a medidas como o aumento das alíquotas em setores que não prejudicassem o esforço de estabilização e de modernização produtiva (automóveis e bens de consumo duráveis) e a imposição de um sistema de cotas para as importações de automóveis. Tem havido também uma ênfase na adoção de medidas de incentivo às exportações (BANCO CENTRAL, 1996:103-105).

Um segundo elemento presente na estratégia do governo tem sido a insistência nas reformas estruturais, consideradas essenciais para alcançar dois objetivos. As reformas, conjuntamente com a abertura às importações, aumentariam a produtividade, a eficiência e a competitividade externa da economia, permitindo compensar no médio prazo o impacto da valorização cambial e reverter os déficits comerciais. Além disso, o encaminhamento das reformas no campo fiscal abriria espaço para a consolidação da estabilização e para a retomada do crescimento da economia, o que representaria, em conjunto, um importante incentivo para a entrada de capitais estrangeiros mais estáveis, melhorando a "qualidade" do financiamento externo. Simultaneamente, esse incentivo decorreria, também, da própria natureza de algumas dessas reformas, que atrairiam esses capitais por meio da eliminação das restrições existentes à atuação do capital estrangeiro em setores importantes da economia, via Reformas Constitucionais e aceleração do processo de privatização. As medidas adotadas nessa direção são discutidas na seção 2.3.

O terceiro elemento que tem caracterizado a postura e as atitudes do governo em relação à integração da economia aos fluxos internacionais e em relação aos seus custos e riscos é a renovação da aposta na integração aos fluxos de capitais de curto e de médio prazos provenientes dos mercados financeiros internacionais. Esses capitais continuam a ser vistos como essenciais para garantir um financiamento externo suficiente durante o período de consolidação da estabilização e das reformas pretendidas pelo governo, abrindo espaço, na sua visão, para que em um momento seguinte a economia passe a receber capitais mais estáveis e de maiores prazos. Nesse ínterim, cabe reforçar a posição das reservas cambiais, fornecendo meios para a contenção de eventuais movimentos especulativos, e manter uma política monetária restritiva. A receita de gerar uma recessão em caso de deterioração das contas comerciais externas volta a ser utilizada, com elevação das taxas de juros reais e forte restrição ao crédito. Desta vez, no entanto, essa receita cumpre um papel que não se limita a conter a demanda interna, mas, também e de forma cada vez mais importante, a incentivar a entrada de capitais estrangeiros de curto e de médio prazos.

2.3 LIBERALIZAÇÃO E DESREGULAMENTAÇÃO DAS TRANSAÇÕES CAMBIAIS E DOS FLUXOS DE CAPITAIS (1990-1996)

A ruptura do mercado de créditos voluntários para países em desenvolvimento no início da década de 80, com a moratória do México, gerou um quadro de acentuada restrição financeira externa para esses países, notadamente para os latino-americanos. Diante da ausência de financiamento externo voluntário, da rigidez da conta de juros e da necessidade de limitar ao mínimo possível os déficits em transações correntes, governos de países da região tiveram que adotar agressivas políticas de geração de superávits comerciais, assim como se viram obrigados a submeter uma série de transações cambiais e de fluxos de capitais com o exterior a fortes controles, de forma a evitar uma fuga de capitais para o exterior ainda maior que a então em curso. Pelo mesmo motivo, controles sobre essas operações herdados da década de 70 também não podiam ser eliminados ³.

Exigências relativas ao setor externo, portanto, fizeram com que os governos latino-americanos tivessem que andar na contramão das tendências em curso em países desenvolvidos e em países em desenvolvimento que haviam superado a crise da dívida externa. Governos destes, como exposto no primeiro capítulo, passavam a empreender esforços em uma direção oposta, conduzindo um amplo e profundo processo de liberalização e de desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais entre suas economias e o exterior. Com isso, a maior parte dos países latino-americanos tinha no início da década de 90 uma legislação sobre o capital estrangeiro ultrapassada quando comparada à existente em países que conduziram políticas liberais na área nos anos anteriores. Legislações mais liberais e com menores restrições nesses países eram o mínimo que se deveria oferecer a empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros caso os governos latino-americanos quisessem atrair seus capitais a partir do início da década de 90.

³ Da mesma forma que os controles sobre as remessas cambiais e os fluxos de capitais para o exterior foram uma imposição da falta de financiamento externo, a própria sobrevivência do processo de substituição de importações, mediante a manutenção e mesmo a ampliação de barreiras às importações, deve ser vista como uma exigência e não como uma escolha de política econômica. Ao contrário do que argumentam alguns membros do governo Fernando Henrique Cardoso, como faz explicitamente Gustavo Franco (FRANCO, 1996), a manutenção dessas barreiras não deve ser vista como uma vitória de interesses retrógrados, contrários a uma maior integração da economia brasileira aos fluxos internacionais de comércio que pudesse tirar-lhes uma posição privilegiada. Ainda que interesses contrários à abertura comercial existissem e, certamente, fossem favorecidos pelo fechamento da economia brasileira, esse favorecimento foi, antes de tudo, um resultado direto da absoluta incapacidade da economia brasileira financiar déficits em transações correntes (COUTINHO e BELLUZZO, 1996:137-140; ERBER, 1996).

Diante desse quadro, uma das mais importantes frentes de ação dos governos brasileiros ao longo da primeira metade da década de 90 para incentivar o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros tem sido, como discutido na seção anterior, a liberalização e a desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior. Por meio de medidas nessa área, conseguiu-se renovar parcela expressiva do arcabouço regulatório vigente sobre os capitais estrangeiros no país, adaptando-o às muitas mudanças ocorridas nos mercados financeiros internacionais e nos fluxos internacionais de capitais a partir da década anterior. Essas medidas regulamentaram operações e instrumentos financeiros ainda não previstos na legislação, criaram incentivos e retiraram restrições para a sua utilização, removeram obstáculos a um maior envolvimento de empresas, de instituições financeiras e de investidores estrangeiros no mercado brasileiro e para um maior grau de extroversão financeira externa de empresas e instituições financeiras instaladas no país, reduziram a tributação sobre muitas dessas operações e eliminaram a burocracia, agindo de forma decisiva na atração de fluxos de capitais estrangeiros.

A descrição e a discussão desse conjunto de medidas são realizadas em quatro subseções. A subseção 2.3.1 aborda a liberalização cambial, centrando-se nas medidas que facilitaram o acesso de agentes estrangeiros e domésticos ao mercado de câmbio no Brasil. Essas medidas atuam de forma importante ao criar canais alternativos para os fluxos de capitais e ao ampliar as alternativas e os limites para as remessas cambiais entre a economia brasileira e o exterior (viagens internacionais, despesas com cartões de crédito internacionais, transferências unilaterais). As três subseções seguintes tratam das medidas de liberalização e de desregulamentação dos fluxos de capitais, relativas a mudanças na legislação sobre os capitais estrangeiros no país. Discute-se portanto nas subseções 2.3.2, 2.3.3 e 2.3.4 medidas associadas, respectivamente, aos empréstimos externos, ao investimento estrangeiro de portfólio e ao investimento direto estrangeiro, procurando-se contrapor o arcabouço regulatório resultante dessas medidas com aquele vigente até o início da década de 90. Em relação ao investimento direto estrangeiro, são abordadas também medidas nos campos da privatização e das Reformas Constitucionais, que assumiram papel importante após a implementação do Plano Real e que têm viabilizado um crescimento expressivo do investimento direto estrangeiro a partir de 1995.

2.3.1 Liberalização Cambial

O primeiro passo da liberalização cambial no Brasil foi dado em dezembro de 1988, quando o governo Sarney criou o segmento de câmbio de taxas flutuantes, que então englobou apenas transações relativas a viagens internacionais, incluindo viagens relacionadas a turismo, negócios, eventos esportivos, educação e tratamentos de saúde (SOUZA, 1993:48-49) ⁴. A idéia era a de trazer para o mercado oficial uma série de transações que há anos vinham sendo feitas no mercado paralelo, objetivo para o que contribuiriam dois pontos. Primeiro, como as taxas de câmbio eram flutuantes nesse mercado, o comportamento da oferta e da demanda de divisas tomou-se responsável pela determinação da taxa de câmbio, o que aproximaria esta da taxa de câmbio vigente no mercado paralelo. Com isso, este sofreria concorrência do mercado flutuante oficial, para onde seria transferida parcela expressiva de suas transações. Segundo, sem ter a obrigação de intervir para sustentar a taxa de câmbio, o Banco Central poderia ampliar a abrangência do novo mercado, incorporando outras transações além das relacionadas a viagens internacionais, e expandir os limites existentes para cada uma, o que seria um incentivo adicional à transferência de operações do mercado paralelo para o flutuante. Ainda que isto pudesse significar uma maior demanda por moeda estrangeira, esta resultaria em desvalorização no mercado flutuante e não em perda de reservas cambiais do país (SOUZA, 1993: 15-16).

Criado o mercado de dólar flutuante em fins de 1988, os governos brasileiros passariam a incorporar outras transações a ele posteriormente, assim como a ampliar os limites de cada transação ⁵. Ainda no governo Sarney, diante do agravamento das dificuldades no setor externo da economia brasileira, que culminaria com a centralização cambial em fins de junho de 1989, outras transações seriam incorporadas a esse mercado, notadamente no que se refere às transferências unilaterais ⁶. Já no governo Collor, o processo de liberalização cambial teria continuidade com o aumento do limite para a utilização de cartões de crédito internacionais ⁷ e a ampliação das possibilidades para sua utilização ⁸. Novas medidas na área seriam adotadas em maio de 1996, de forma a simplificar procedimentos, elevar limites operacionais de algumas transações realizadas nesse mercado e incluir novas transações. Entre essas medidas, destacam-

⁴ Resolução nº 1.542 do Conselho Monetário Nacional, de 1º de dezembro de 1988, substituída pela Resolução nº 1.552, de 22 de dezembro do mesmo ano, sendo esta última regulamentada pela Circular nº 1.402 do Banco Central, de 29 de dezembro.

⁵ Descrições mais detalhadas do processo de liberalização cambial encontram-se em SOUZA (1993) e GONÇALVES (1996a).

⁶ Circular nº 1.500 do Banco Central, de 22 de junho de 1989, complementada por outras medidas nos anos seguintes (SOUZA, 1993:51).

⁷ Circular nº 1.936, de 15 de abril de 1991.

⁸ Circular nº 2.051, de 3 de outubro de 1991.

se a autorização para utilização de cartões magnéticos para a realização de saques no exterior e a ampliação dos tipos de despesas com tratamento de saúde no exterior que justificam a remessa de divisas pelo mercado flutuante (BANCO CENTRAL, 07/1996:30) ⁹.

Outro aspecto importante relativo à liberalização cambial refere-se à adoção de uma série de medidas voltadas a facilitar a realização de investimentos brasileiros no exterior por meio do mercado de taxas flutuantes. Inicialmente, em agosto de 1990, foi liberada a realização de investimentos inferiores a US\$ 1 milhão por esse mercado, sem exigência de compensação cambial ¹⁰. Posteriormente, em maio de 1992, o mecanismo de compensação cambial foi extinto, com a nova regulamentação para o investimento brasileiro no exterior mantendo a liberação para operações de valor inferior a US\$ 1 milhão por ano. Operações de valores maiores exigiam autorização do Banco Central ¹¹. Em agosto de 1994, com o objetivo específico de ampliar a remessa de divisas para o exterior e ajudar a conter uma valorização ainda mais acentuada do real, o limite para a realização de investimentos no exterior por parte de empresas passou de US\$ 1 milhão para US\$ 5 milhões ¹². O mesmo objetivo orientou a criação, em setembro do mesmo ano, dos Fundos de Investimento no Exterior, pelos quais residentes no Brasil podem aplicar recursos em títulos de dívida negociadas nos mercados financeiros internacionais ¹³. A regulamentação inclui uma exigência de aplicação de no mínimo 60% dos recursos do fundo em títulos da dívida externa de responsabilidade da União. Por fim, em setembro de 1996, o governo regulamentou a realização de investimentos no exterior com o mecanismo de Certificados de Depósitos de Valores Mobiliários (*Brazilian Depository Receipts, BDRs*), lastreados em títulos mobiliários emitidos por companhias sediadas no exterior ¹⁴.

Três outras medidas relativas à liberalização cambial devem ser destacadas. Primeiro, a autorização para que qualquer banco comercial pudesse operar no

⁹ Circular nº 2.685, de 16 de maio de 1996.

¹⁰ Circular nº 1.797, de 15 de agosto de 1990. A compensação cambial havia sido criada pela Circular nº 1.280 de 18 de janeiro de 1988. Por meio dela, investimentos brasileiros no exterior apenas podiam ser realizados mediante uma compensação por parte do investidor, que deveria vender ao Banco Central ouro comprado no mercado doméstico. Com esse mecanismo, a transferência de recursos para o exterior para a realização do investimento, ainda que realizada pelo mercado de câmbio comercial (à época não existia o mercado flutuante), era feita por uma taxa de câmbio equivalente à vigente no mercado paralelo (SOUZA, 1993:50).

¹¹ Resolução nº 1.925 do Conselho Monetário Nacional, de 5 de maio de 1992, regulamentada pela Circular nº 2.243 do Banco Central, de 14 de outubro, com nova redação dada pela Circular nº 2.249, de 13 de novembro do mesmo ano.

¹² Circular nº 2.472, de 31 de agosto de 1994.

¹³ Resolução nº 2.111 do Conselho Monetário Nacional, de 22 de setembro de 1994, regulamentada pela Circular nº 2.485, também de 22 de setembro. Essa circular foi alterada pela Circular nº 2.489, de 11 de outubro de 1994, e pela Circular nº 2.569, de 4 de maio de 1995. A aquisição de cotas por entidades fechadas e abertas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização é tratada na Resolução nº 2.114 do Conselho Monetário Nacional, de 10 de outubro de 1994.

¹⁴ Resolução nº 2.318 e Circular nº 2.723, de 26 de setembro de 1996.

segmento de taxas flutuantes, dada em inícios de 1989 ¹⁵, e a ampliação das posições vendidas e compradas em moeda estrangeira dos bancos aumentaram sua capacidade de se envolver em transações relacionadas com o exterior (SOUZA, 1993:45-48; GONÇALVES, 1996:139) ¹⁶. Segundo, a permissão para que vendedores de divisas nesse segmento não precisassem se identificar facilitou a entrada de capitais de brasileiros antes depositados no exterior, atraídos pelas altas taxas de juros domésticas (GONÇALVES, 1996:139). Terceiro, o incentivo para estas operações de repatriação e para o investimento de não-residentes no país também foi ampliado em virtude da maior liberdade concedida ao mecanismo das CC5, pelo qual não-residentes, que podem incluir brasileiros com capitais no exterior, podem abrir e movimentar contas em moeda nacional no país ¹⁷.

De forma geral, a criação do mercado de câmbio flutuante, elemento central do processo de liberalização cambial, tem tido três impactos principais sobre a configuração assumida pelo setor externo da economia brasileira. Em primeiro lugar, esse mercado constituiu-se em um canal importante para a repatriação de capitais brasileiros no exterior, para a realização de investimentos estrangeiros no país e para a captação de empréstimos externos por empresas e instituições financeiras instaladas no Brasil, até agosto de 1995, quando o governo passou a cobrar IOF sobre as disponibilidades de não-residentes nas contas CC5 e as operações realizadas entre instituições financeiras no país e no exterior ¹⁸. Com isso, operações de investimento e de empréstimo efetuadas pelo mercado de câmbio comercial tornaram-se as preferidas pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais entre o Brasil e o exterior, o que limitou o papel do mercado de câmbio flutuante nesta área (ANDIMA, 1996:86-88).

Em segundo lugar, com a implementação do mercado de câmbio flutuante foram ampliados os canais legais para as remessas para o exterior por conta, por exemplo, de viagens internacionais e de gastos com cartões de crédito internacionais. O desempenho desses itens tem ajudado a ampliar o déficit na balança de serviços e, portanto, o déficit em transações correntes, criando uma fonte adicional de preocupações para o governo ¹⁹.

¹⁵ Circular nº 1.440, de 9 de fevereiro de 1989.

¹⁶ Esses limites têm sido alterados diversas vezes desde então, sendo essas alterações um dos instrumentos utilizados pelos responsáveis pela política econômica para administrar os fluxos de capitais entre o país e o exterior.

¹⁷ Resolução nº 1.946 do Conselho Monetário Nacional, de 29 de julho de 1992, e Circular nº 2.242 do Banco Central, de 7 de outubro de 1992.

¹⁸ Portaria nº 202 do Ministério da Fazenda, de 10 de agosto de 1995, que introduziu uma alíquota de 7% de IOF, mantida pelas Portarias nº 224, de 14 de setembro de 1995, nº 228, do dia seguinte, e nº 28, de 8 de fevereiro de 1996.

¹⁹ Como se discute no próximo capítulo, o item relativo a viagens internacionais e despesas com cartões de crédito internacionais teve seus déficits bastante aumentados ao longo da primeira metade da década de 90, especialmente a partir dos ganhos de renda, da recuperação dos mecanismos de financiamento e do aumento das importações pagas com cartões de crédito que acompanharam o Plano Real. De déficits de

Por fim, a criação do mercado de taxas de câmbio flutuantes tem importante papel no item relativo às transferências unilaterais, que, como visto, foram levadas do mercado paralelo para o flutuante. Com isso, seus superávits cresceram de maneira expressiva na primeira metade da década de 90, contribuindo para reduzir os déficits em transações correntes²⁰.

2.3.2 Empréstimos Externos

Como exposto no primeiro capítulo, a instabilidade presente nas relações econômico-financeiras internacionais e as dificuldades atravessadas pelo setor bancário em função da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento levaram a um crescimento expressivo das operações de empréstimos realizadas por meio da emissão de títulos ao longo da década de 80. Essas operações não apenas foram capazes de atender às demandas dos chamados investidores institucionais e de investidores individuais em busca de ativos mais rentáveis e de maior liquidez, como permitiram às empresas ter acesso a um maior volume de recursos a custos mais baixos que aqueles disponíveis no sistema bancário. A realização de operações de *hedge*, por outro lado, permitia aos tomadores de recursos realizar uma melhor gerência dos riscos de câmbio e de juros, o que se constituiu em incentivo adicional ao crescimento das operações de crédito securitizadas.

Contraposta a essas mudanças ocorridas nas operações de empréstimo realizadas nos mercados financeiros internacionais, a legislação brasileira mostrava-se inadequada no início da década de 90. Tendo sido construída à época da contratação de empréstimos junto aos bancos comerciais estrangeiros, duas décadas antes, ela teria que passar por algumas mudanças para permitir a integração de empresas e instituições financeiras instaladas no país aos fluxos internacionais de empréstimos. No entanto, relativamente às mudanças necessárias para estimular as operações de investimento estrangeiro de portfólio, as mudanças na legislação sobre os empréstimos externos foram mais simples, como se discute no item 2.3.2.1, que trata das medidas relativas à realização dessas operações por empresas e instituições financeiras privadas e

US\$ 121 milhões em 1990, US\$ 212 milhões em 1991 e US\$ 319 milhões em 1992, esse item da balança de serviços passou a ter déficits maiores: US\$ 799 milhões em 1993, US\$ 1,2 bilhão em 1994, US\$ 2,4 bilhões em 1995 e US\$ 3,6 bilhões em 1996.

²⁰ Os dados do Banco Central apresentados no próximo capítulo são claros em relação a isso. De US\$ 70 milhões em 1987 e US\$ 94 milhões em 1988, o saldo positivo das transferências unilaterais passou a US\$ 244 milhões em 1989, US\$ 834 milhões em 1990 e quase US\$ 1,6 bilhão em 1991. Nos anos seguintes, elas cresceriam ainda mais: US\$ 2,2 bilhões em 1992, US\$ 1,7 bilhão em 1993, US\$ 2,6 bilhões em 1994, quase US\$ 4 bilhões em 1995 e US\$ 2,9 bilhões em 1996, evidenciando a importância de sua incorporação ao mercado de câmbio flutuante.

públicas. O item 2.3.2.2 discute especificamente as medidas que vem sendo adotadas desde 1995 no sentido de regulamentar a emissão de títulos no exterior pelos governos federal, estadual e municipal e que tem se constituído em um novo canal para o aumento do endividamento externo da economia brasileira.

2.3.2.1 Empréstimos de Empresas e Instituições Financeiras Privadas e Públicas

Em relação à captação de empréstimos externos por empresas e instituições financeiras, têm sido adotadas medidas em várias direções para tornar a legislação brasileira mais flexível e apta a atender aos requisitos desses agentes. Uma primeira linha de ação foi a ampliação dos canais existentes para a realização dessas operações, por meio da incorporação à legislação de operações de captação de empréstimos ainda não regulamentadas e que, como mencionado anteriormente, tinham adquirido grande importância nos mercados financeiros internacionais a partir da década de 80. Ações na área atingiram tanto empresas quanto instituições financeiras interessadas em captar empréstimos no exterior.

Em relação às instituições financeiras, o Banco Central autorizou a emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais para repasse a tomadores domésticos nos moldes da Resolução nº 63, estendendo portanto faculdade já existente no caso da captação de empréstimos tradicionais. Dada no início para os *commercial papers*, no final de julho de 1990, a autorização foi estendida à emissão de bônus e de *notes* um ano depois ²¹. A emissão desses títulos nos mercados financeiros internacionais, em especial das *notes*, tem sido o principal meio para a captação de empréstimos externos, como será visto no próximo capítulo. A partir de 1995, e seguindo a mesma linha de ação de ampliar as oportunidades para as instituições financeiras captarem empréstimos no exterior, foram adotadas medidas que as autorizaram a captar empréstimos externos para repasse aos setores agropecuário ²² e de financiamento imobiliário ²³ e a empresas exportadoras ²⁴, com exigências de prazo mínimo de amortização e de tributação menores que as incidentes sobre as operações normais.

Um último ponto que deve ser destacado sobre a captação de empréstimos externos por instituições financeiras para fins de repasse é a possibilidade dada em setembro de 1992 para que recursos ainda não repassados pudessem ser aplicados em

²¹ Resolução nº 1.734, de 31 de julho de 1990 do Conselho Monetário Nacional, que deu a autorização no caso dos *commercial papers*, e Resolução nº 1.853, de 31 de julho de 1991, para os bônus e as *notes*.

²² Resolução nº 2.148, de 16 de março de 1995, alterada pela Resolução nº 2.151, de 29 de março e regulamentada pela Circular nº 2.564, de 27 de abril. Posteriormente, novas alterações seriam feitas pelas Resoluções nº 2.167, de 30 de junho do mesmo ano, e nº 2.266, de 29 de março de 1996.

²³ Resolução nº 2.170, de 30 de junho de 1995.

²⁴ Resolução nº 2.312, de 5 de setembro de 1996.

NTNs-D²⁵, que permitiram a realização de operações sem risco cambial, uma vez que esses títulos são corrigidos pela variação cambial. Isto permitiu inclusive a realização de operações de empréstimos externos por instituições financeiras com o objetivo exclusivo de aplicar em NTNs-D e tirar proveito do elevado diferencial entre as taxas de juros aí obtidas e as taxas pagas nos empréstimos. Voltaremos a esse ponto no próximo capítulo. Por ora, basta notar que a autorização para aplicação de recursos ainda não repassados em NTNs-D vigorou até fevereiro de 1996, quando foi retirada como forma de conter a entrada de capitais estrangeiros no país²⁶. Em adição a essa medida, em março foi decidido que os recursos não repassados teriam que ser depositados no Banco Central sem remuneração²⁷. Outra medida do Banco Central, adotada em fins de outubro, autorizou instituições financeiras a depositar recursos ainda não repassados em depósitos remunerados em conta do Banco Central junto a instituições financeiras no exterior²⁸. Sua menor remuneração em relação à obtida com as NTNs-D reduziu fortemente a captação de empréstimos externos por instituições financeiras ao longo de 1996, fazendo com que o Banco Central permitisse novamente a aquisição das últimas em junho de 1997²⁹.

Descritas as medidas específicas à captação de empréstimos por instituições financeiras, cabe citar dois outros instrumentos regulamentados na primeira metade da década de 90. As operações de securitização de exportações, regulamentadas em junho de 1991³⁰, consistem na emissão de títulos, em geral *notes*, que contam com uma garantia dada pela empresa na forma das receitas obtidas com suas exportações. Com isso, são reduzidos os riscos para os compradores desses títulos, o que se reflete em taxas de juros mais baixas e prazos mais longos obtidos pela empresa que os emitem³¹.

²⁵ Circular nº 2.227 do Banco Central, de 9 de setembro de 1992.

²⁶ Circular nº 2.660, de 8 de fevereiro de 1996.

²⁷ Circular nº 2.670, de 1º de março de 1996.

²⁸ Circular nº 2.726, de 31 de outubro de 1996, que revogou a Circular nº 2.227.

²⁹ "Lucro fácil em dólares", *Folha de São Paulo*, 8 de julho de 1997, p. 1-7.

³⁰ Resolução nº 1.834 do Conselho Monetário Nacional, de 26 de junho de 1991, regulamentada pela Circular nº 1.979 do Banco Central, de 27 de junho de 1991.

³¹ No caso da regulamentação brasileira, deve-se destacar que esse mecanismo de redução de riscos é viabilizado por duas contas abertas no exterior pela empresa que emite os títulos. A primeira é a conta de passagem, uma conta com o único fim de permitir que o portador dos títulos acompanhe a evolução das receitas obtidas pela empresa com suas exportações. Essas receitas são depositadas na conta de passagem apenas para fins de registro, sendo imediatamente retiradas, com os recursos passando às mãos da empresa. Com acesso a essa conta, o portador dos títulos pode acompanhar o desempenho das exportações. A segunda conta envolvida em uma operação de securitização de exportações é a conta de depósito de moeda estrangeira, também aberta no exterior pela empresa que emite os títulos. Essa conta recebe depósitos periódicos da empresa, antes da data de vencimento para o pagamento dos juros, amortizações e outros encargos, de forma a demonstrar aos portadores dos títulos a disposição e capacidade da empresa honrar seus compromissos. Uma vez depositados, esses recursos apenas podem ser resgatados para pagamento desses compromissos.

A respeito dessas operações, ver "Exportadores ganham instrumentos para captação direta de recursos", *Gazeta Mercantil*, 27 de junho de 1991, p. 22; "Definidas as normas para captação de recurso no mercado internacional", *Gazeta Mercantil*, 18 de julho de 1991, p. 23; "Securitização dificulta operação de financiamento", *Gazeta Mercantil*, 28 de agosto de 1991, p. 21.

Outra operação, regulamentada a partir de julho de 1992³², foi a emissão de títulos conversíveis em ações, pela qual dá-se ao comprador dos títulos a possibilidade de trocar o rendimento do título pela aquisição de determinadas ações em condições favoráveis. Da mesma forma que uma operação de securitização de exportações, esse tipo de operação permite à empresa emissora obter melhores condições de custo e de prazo³³.

Além da regulamentação de operações ainda não tratados pela legislação, uma segunda linha de ação dos governos brasileiros em relação à captação de empréstimos externos deu-se na área da tributação. A emissão de *commercial papers* no exterior contava desde outubro de 1980 com isenção de imposto de Renda sobre as remessas para o exterior de juros, comissões e despesas de emissão, dada naquele ano para tentar incentivar um canal adicional para a entrada de recursos no país³⁴. Já no início da década de 90, diante da preparação das primeiras operações de emissão de *notes* por empresas estatais e privadas, que mostravam a viabilidade de atrair capitais para o país, o Banco Central estendeu a isenção do imposto de Renda sobre as remessas para as operações de emissão de bônus e *notes*, igualando o tratamento dado aos *commercial papers*, medida adotada em julho de 1991³⁵. Um pouco antes, em março, o prazo mínimo de amortização dos empréstimos para que o tomador tivesse acesso ao benefício fiscal citado havia sido reduzido de dez para cinco anos³⁶. Em relação a esses prazos, deve-se notar que eles foram alterados diversas vezes durante os anos seguintes, atendendo a objetivos do governo relativos à gestão dos fluxos de capitais entre o país e o exterior³⁷.

³² Circular n° 2.199 do Banco Central, de 16 de julho de 1992, e Carta-Circular n° 2.324, também do Banco Central, de 1° de outubro do mesmo ano.

³³ Deve-se notar que o lançamento de bônus e, em especial, de *notes*, têm sido os principais meios para a captação de empréstimos externos, enquanto operações de securitização de exportações e de emissão de títulos conversíveis em ações têm tido importância reduzida, em grande parte decorrente da complexidade e dos prazos envolvidos na sua montagem. As operações de securitização de exportações, por exemplo, tiveram uma captação máxima de US\$ 690 milhões em 1993, caindo para valores inferiores nos anos seguintes: US\$ 272 milhões em 1994, US\$ 495 milhões em 1995 e US\$ 327 milhões em 1996, segundo dados do balanço de pagamentos. Não estão disponíveis dados desagregados que permitam identificar valores referentes às operações de emissão de títulos conversíveis em ações, mas a complexidade dessas operações relativamente a uma operação simples de emissão de *notes* limita muito o interesse por essas operações.

³⁴ Resolução n° 644 do Conselho Monetário Nacional, de 22 de outubro de 1980.

³⁵ Resolução n° 1.853, de 31 de julho de 1991, a mesma que autorizou a captação de empréstimos externos mediante o lançamento desses títulos por instituições financeiras para fins de repasse para tomadores domésticos.

³⁶ Resolução n° 1.803, de 27 de março de 1991.

³⁷ A Circular n° 2.269 do Banco Central, de 24 de abril de 1992, manteve em cinco anos o prazo mínimo de amortização para que tomadores de empréstimos externos tivessem acesso ao benefício fiscal, assim como em dois anos e meio o prazo mínimo para amortização no caso das operações sem benefício. Esse último prazo de dois anos e meio também passou a ser exigido no caso das operações tradicionais de empréstimos, não securitizadas, a partir de 29 de outubro de 1992 (Circular n° 2.333). As Circulares n° 2.372 e n° 2.373, de 16 de junho de 1993, e a Resolução n° 1.986, do dia 28 do mesmo mês, elevaram de cinco para oito anos o prazo mínimo de amortização para acesso ao benefício fiscal, assim como de dois anos e meio para três o prazo mínimo das operações sem benefício. Os mesmos prazos passaram a ser

Ainda em relação à tributação dos empréstimos, deve-se notar que eles também vêm sendo submetidos à cobrança de IOF no momento do ingresso dos recursos, desde novembro de 1993. Essa medida foi adotada inicialmente para controlar os então excessivos fluxos de capitais para a economia brasileira e vem sendo utilizada para incentivar o alongamento dos prazos dessas operações ³⁸.

Além de medidas nas duas áreas anteriores, devem ser consideradas duas outras medidas relativas aos empréstimos externos, uma relativa à regulamentação de operações de *hedge* por tomadores domésticos de empréstimos externos e outra relativa aos procedimentos operacionais para a autorização do Banco Central para a emissão de títulos no exterior. Em relação à primeira dessas medidas, o Banco Central regulamentou em janeiro de 1992 a realização de operações de *hedge* no exterior por empresas e instituições financeiras instaladas no país. Inicialmente, a autorização para a realização de operações dessa natureza limitou-se às operações destinadas a fornecer proteção contra variações das taxas de juros internacionais ³⁹. Pouco tempo depois essas operações passaram a contar com isenção da cobrança de Imposto de Renda sobre as remessas realizadas para o exterior que se caracterizem como necessárias para o cumprimento do objetivo de proteção ⁴⁰. Por fim, em julho de 1993, o Banco Central passou a autorizar a realização de operações de proteção contra variações na taxa de câmbio e variações nos preços das mercadorias, ambas contando também com

aplicados às operações de renovação ou de prorrogação de empréstimos, segundo a Circular nº 2.444, de 14 de março de 1994.

Novas mudanças foram introduzidas em 9 de março de 1995, motivadas pela crise cambial e pela necessidade de atrair fluxos de capitais. Foram reduzidos os prazos mínimos das operações de empréstimos externos sem benefício fiscal de três para dois anos (Circular nº 2.546) e das renovações ou prorrogações, que passou de três anos para seis meses (Circular nº 2.547). Superada a ameaça de crise cambial, os prazos das operações sem benefício fiscal, incluindo as renovações ou prorrogações, voltaria a ser de três anos, segundo a Circular nº 2.661, de 8 de fevereiro de 1996.

³⁸ Decreto nº 995, de 25 de novembro de 1993, que instituiu uma alíquota de IOF de 3%. A partir da edição do Decreto nº 1.071, de 2 de março de 1994 (posteriormente revogado pelo Decreto nº 1.591, de 10 de agosto de 1995), a alíquota de IOF passou a ser definida por portarias do Ministério da Fazenda (disposição mantida pelo Decreto nº 1.591):

- Portaria nº 111, de 2 de março de 1994: 3% de IOF.
- Portaria nº 534, de 19 de outubro de 1994: 7% de IOF.
- Portaria nº 95, de 9 de março de 1995: 3% de IOF.
- Portaria nº 202, de 10 de agosto de 1995: 5% de IOF (exceto para empréstimos para o setor agropecuário, mantidos sem tributação de IOF, segundo a Portaria nº 205, do dia 15 do mesmo mês).
- Portaria nº 224, de 14 de setembro de 1995, introduziu alíquotas diferenciadas de IOF conforme o prazo das operações: 5% de IOF para operações com prazo mínimo de dois anos e inferior a três anos; 4% para operações com prazo mínimo de três anos e inferior a quatro anos; 2% para operações com prazo mínimo de quatro anos e inferior a cinco anos; 1% para operações com prazo mínimo de cinco anos e inferior a seis anos; e, por fim, 0% para operações com prazo mínimo de seis anos. A isenção de IOF foi também estendida às operações de securitização de exportações, assim como mantida para as operações destinadas ao setor agropecuário.

- Portaria nº 228, de 15 de setembro de 1995 (*sic*): manteve as disposições da Portaria nº 224.

- Portaria nº 28, de 8 de fevereiro de 1996: manteve as disposições da Portaria nº 228.

³⁹ Resolução nº 1.902 do Conselho Monetário Nacional, de 29 de janeiro de 1992, substituída pela Resolução nº 1.921 em abril do mesmo ano.

⁴⁰ Resolução nº 1.921, de 30 de abril de 1992, regulamentada pela Circular nº 2.170 do Banco Central, de 30 de abril de 1992. A Resolução nº 1.921 seria substituída pela Resolução nº 2.012 em julho de 1993.

isenção de imposto de Renda sobre as remessas necessárias ao cumprimento do objetivo de proteção ⁴¹.

De maneira geral, a possibilidade de realização de operações de *hedge* nos mercados financeiros internacionais gera incentivos de duas ordens para potenciais tomadores de crédito externo. O primeiro é a possibilidade desses tomadores tirarem proveito de uma conjuntura internacional muito favorável, refletida no patamar historicamente muito baixo das taxas de juros internacionais, mediante a troca de dívidas a taxas de juros flutuantes por dívidas a taxas de juros fixas. O segundo incentivo localiza-se no fato de que a possibilidade de realizar operações de *hedge* de câmbio dá aos tomadores a possibilidade de diversificar os mercados e as moedas em que realizam a emissão de seus títulos. Com isso, eles podem fugir a mercados mais congestionados por emissões de tomadores brasileiros e latino-americanos em direção a outros mercados, emitir seus títulos na moeda neles utilizada e trocar sua dívida nessa moeda por uma dívida em uma moeda mais relevante para seu cálculo, em geral o dólar. Com isso, passaram a ocorrer emissões em ienes, marcos, escudos, libras, entre outras moedas.

Em relação aos procedimentos relativos à autorização para a emissão de títulos no exterior, a partir de fevereiro de 1992 o Banco Central passou a ter cinco dias úteis, não mais um mês, para avaliar as condições preliminares da operação de captação de empréstimos externos a ele submetidas previamente pelo tomador, condições definidas a partir de contato deste com as instituições financeiras responsáveis pelo lançamento e pela venda de seus títulos ⁴². Se o Banco Central não se manifestar no prazo de cinco dias, o tomador pode dar prosseguimento às negociações em torno de sua operação, tendo prazo que tem variado de trinta a sessenta dias para concluí-las. Caso as condições autorizadas anteriormente pelo Banco Central sejam mantidas após concluídas as negociações, a autorização para a emissão dos títulos é automática.

O principal benefício trazido por essa medida localiza-se na flexibilidade que ela confere a empresas e instituições financeiras interessadas em realizar uma emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais. Ao se permitir uma rápida aprovação preliminar das condições acertadas com as instituições financeiras responsáveis pelo lançamento e pela venda dos títulos e, concluídas as negociações, uma autorização automática para a efetivação da operação, diminui-se de forma acentuada o período de

⁴¹ Resolução nº 2.012, de 30 de julho de 1993.

⁴² Circular nº 2.134 do Banco Central, de 12 de fevereiro de 1992, que definiu que a empresa ou a instituição financeira que submeteu as condições da operação ao Banco Central teria trinta dias para concluir as negociações. Este prazo seria modificado posteriormente: a Circular nº 2.384, de 23 de novembro de 1993 ampliou o prazo para a conclusão das negociações para sessenta dias, enquanto a Circular nº 2.491, de 19 de outubro de 1994, voltou a definir um prazo de trinta dias.

preparação da emissão, o que pode ser fundamental para se tirar proveito de uma determinada conjuntura favorável nos mercados financeiros internacionais.

2.3.2.2 Empréstimos Externos dos Governos Federal, Estadual e Municipal

Recentemente, o governo Fernando Henrique Cardoso tem tirado proveito da conjuntura externa favorável para que o setor público em seus três níveis (federal, estadual e municipal) possa emitir títulos nos mercados financeiros internacionais para fins de substituição de parcela da dívida pública mobiliária. Em fins de 1994, o Senado autorizou o governo federal a emitir no exterior até US\$ 2 bilhões em títulos para esse fim. As duas primeiras operações ocorreram em maio e junho do ano seguinte, quando foram emitidos em ienes e marcos, respectivamente, o equivalente a US\$ 944 milhões e a US\$ 725 milhões (BANCO CENTRAL, 1996:136-137) ⁴³. Em novembro, o Senado adicionou aos US\$ 2 bilhões iniciais mais US\$ 3 bilhões em títulos que poderiam ser emitidos para substituição de dívida mobiliária federal. A mesma medida ampliou a flexibilidade dessas operações, eliminando a exigência de listagem dos títulos em bolsa, o prazo limite de cinco anos de prazo e as restrições relativas à periodicidade do pagamento de juros (BANCO CENTRAL, 1996:137). A partir de então, novas operações foram realizadas pelo governo federal (BANCO CENTRAL, 1997:132), com destaque para a emissão de US\$ 750 milhões de *global bonds* em outubro e novembro de 1996.

Além das operações que vêm sendo realizadas pelo governo federal, deve-se notar que, a partir de abril de 1996, foi regulamentada a emissão de títulos no exterior por estados e municípios, pelo distrito federal e por suas autarquias, fundações e empresas. Como no caso da emissão de títulos pelo governo federal, os recursos captados no exterior devem ser obrigatoriamente destinados à substituição de dívida mobiliária ⁴⁴.

2.3.3 Investimento Estrangeiro de Portfólio

O processo de liberalização e de desregulamentação dos fluxos de capitais entre o Brasil e o exterior na primeira metade da década de 90 deu seus principais passos no que se refere à implementação de mudanças na legislação brasileira sobre o investimento estrangeiro de portfólio. Até o início da década de 90, existiam quatro

⁴³ Deve-se mencionar que essas operações foram realizadas com os olhos também voltados ao setor externo, haja vista a crise cambial de março do mesmo ano.

canais para a sua realização no país. Um deles havia sido criado em maio de 1975, quando o governo Geisel regulamentou as Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro ⁴⁵. Em julho de 1986 dois novos instrumentos foram regulamentados, os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro e as Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidas no país por fundos fechados constituídos no exterior ⁴⁶. Por fim, em

⁴⁴ Resolução nº 2.271 do Conselho Monetário Nacional, de 18 de abril de 1996. A Resolução nº 2.280 e a Circular nº 2.687 do Banco Central, ambas de 28 de maio, definiram as normas complementares.

⁴⁵ As Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro foram criadas em 7 de maio de 1975 pelo Decreto-Lei nº 1.401, sendo disciplinadas pela Resolução nº 323 do Conselho Monetário Nacional, do dia seguinte. Dois objetivos nortearam sua criação. Um deles foi o de contribuir para o fortalecimento do mercado acionário no Brasil, assim como do capital privado nacional, dentro da estratégia mais geral do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). O outro objetivo foi o de criar um instrumento que pudesse contribuir para a entrada de fluxos de capitais no país em um momento em que se colocavam as primeiras dificuldades no setor externo, em função da recessão nos países desenvolvidos e, em especial, do choque do petróleo de 1973-1974.

Segundo a regulamentação, estrangeiros interessados em investir no mercado de capitais deveriam constituir uma sociedade anônima para esse fim. A tributação englobava quatro elementos: a) rendimentos, bonificações em dinheiro e ganhos de capital pagavam uma alíquota de 15% de Imposto de Renda por ocasião da remessa, sendo isentos na fonte; b) essas remessas pagavam Imposto Suplementar de Renda se superassem 12% do capital investido: 40% para remessas acima de 12% e de até 15% do capital investido, 50% para remessas acima de 15% e de até 25% do capital investido e de 60% para remessas acima de 25% do capital investido; c) recursos que ficassem integralmente no país por prazos maiores de seis anos tinham incentivo fiscal, com rendimentos e bonificações em dinheiro pagando alíquotas menores por ocasião da remessa: 12% de Imposto de Renda para aplicações com mais de seis anos e de até sete anos, 10% para aplicações com mais de sete anos e de até oito anos e 8% para aplicações com mais de oito anos; e d) isenção do Imposto Suplementar de Renda para recursos aplicados por mais de oito anos.

Nota-se, portanto, a existência de restrições relativas à tributação que, claramente, penalizavam operações com prazos mais curtos, devido às preocupações do governo em relação à volatilidade desses investimentos. Essas preocupações ajudaram a definir outros traços das Sociedades de Investimento: e) os recursos aplicados estavam sujeitos a um prazo mínimo de permanência no país de três anos, assim como a limites para a repatriação do capital investido após decorridos os três anos, uma vez que a repatriação não poderia ultrapassar 20% do capital investido por semestre; f) a composição da carteira estava sujeita à exigência de uma aplicação mínima de 50% em ações ou debêntures conversíveis em ações emitidas por empresas e instituições financeiras de *capital privado nacional*, com o restante podendo ser livremente aplicado em ações de outras empresas privadas, debêntures emitidas pelo *capital privado nacional* e títulos do Tesouro Nacional; e g) havia critérios de diversificação que limitavam o total das aplicações a no máximo 10% do capital votante ou 20% do capital total de uma única empresa, assim como o total de aplicações em valores mobiliários de um único emitente não podia ultrapassar 10% do total de aplicações da sociedade.

Em 28 de dezembro de 1982, diante das críticas de instituições financeiras e de investidores estrangeiros ou estabelecidos no país e dos fracos resultados em termos de atração de capitais estrangeiros, o governo Figueiredo alterou alguns pontos da legislação. Os olhos do governo estavam voltados aos graves problemas do setor externo, haja vista a moratória mexicana de dois meses antes e suas repercussões no Brasil. O Decreto Lei nº 1.986 dessa data reduziu o prazo mínimo de permanência dos recursos no país de três anos para noventa dias, eliminou o limite de 20% do capital investido para as repatriações em cada semestre, isentou do Imposto de Renda os ganhos de capital enviados ao exterior e do Imposto Suplementar de Renda as remessas de dividendos e bonificações em dinheiro. Foram mantidos os incentivos fiscais para aplicações com prazos maiores que seis anos, assim como os critérios de composição e de diversificação da carteira dessas sociedades.

Uma última mudança da legislação sobre as Sociedades de Investimento antes da passagem para a década de 90 ocorreu em 20 de março de 1987, quando o governo Sarney uniu essa peça da legislação às duas outras criadas em 1986 para ampliar os canais para o investimento estrangeiro de portfólio: os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro e as Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários. Cada um desses canais passou a ser regulamentado por um anexo à Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional. As Sociedades de Investimento passaram a ser também conhecidas como Anexo I, sendo que uma única mudança foi feita em relação aos critérios de diversificação de suas carteiras, com o total das aplicações em uma única empresa tendo se reduzido de um máximo de 10% para 5% do capital votante dessa empresa.

⁴⁶ Os dois fundos foram criados pelo Decreto-Lei nº 2.285 de 23 de julho de 1986 (regulamentados pela Resolução nº 1.224 do Conselho Monetário Nacional, de 28 de novembro) dentro de um conjunto mais amplo de medidas voltadas a ajustar o Plano Cruzado. Os objetivos eram semelhantes aqueles existentes

fevereiro de 1988, foram criados os Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro, limitados aos credores da dívida externa brasileira ⁴⁷.

Os resultados em termos de atração de capitais foram decepcionantes, com o investimento estrangeiro de portfólio destinado a economia brasileira mantendo-se em patamares bastante baixos na segunda metade da década de 70 e ao longo de toda a

no momento da criação das Sociedades de Investimento: desenvolver o mercado de capitais e dar uma contribuição ao ajuste do setor externo, que então começava a passar por dificuldades.

A regulamentação de ambos os fundos foi praticamente idêntica. A diferença está no fato de que os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro são fundos abertos constituídos no Brasil, cujo patrimônio depende das aplicações e dos resgates dos investidores. Sua maior vantagem em relação às Sociedades de Investimento estava localizada na possibilidade de investir no mercado de capitais brasileiro sem ter que passar pela constituição de uma sociedade anônima. Já as Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidas no país por investidores estrangeiros são fundos fechados constituídos no exterior para fins de aplicação de recursos no mercado de capitais brasileiro. Uma vez integralizadas suas cotas, seu patrimônio apenas se altera em função dos resultados obtidos por seus investimentos no país. Investidores que querem entrar ou sair do fundo devem, respectivamente, comprar as cotas de investidores que já aplicam no fundo ou vender suas cotas a outros investidores.

Em relação à regulamentação dos dois tipos de fundos, manteve-se a sistemática de tributar rendimentos e bonificações em dinheiro apenas no momento de sua remessa ao exterior, à alíquota de 15%, que pode ser reduzida se houver acordo entre o Brasil e o país de origem do investidor para evitar dupla tributação. Como as Sociedades de Investimento, há isenção do imposto de Renda na fonte e sobre os ganhos de capital enviados ao exterior (isenção dada às sociedades em fins de 1982, como visto na nota anterior). Além disso, como as sociedades, ambos os fundos foram submetidos a critérios de composição e de diversificação da carteira. A composição da carteira dos fundos foi sujeita à exigência de uma aplicação mínima de 70% em ações de companhias abertas, com o restante podendo ser livremente aplicado em outros valores mobiliários de emissão de companhias abertas e em títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central. Quanto aos critérios de diversificação, o total das aplicações de ambos os fundos foi limitado a um máximo de 5% do capital votante ou 20% do capital total de uma única empresa, assim como o total de aplicações em valores mobiliários de um único emitente não poderia ultrapassar 10% do total de aplicações dos fundos. Por fim, os Fundos de Investimento foram submetidos a um prazo mínimo de permanência de noventa dias, como as sociedades, prazo não exigido para as Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários em função de serem fundos fechados.

Como mencionado na nota anterior, a Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional, de 20 de março de 1987, uniu as Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro e as Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários em um única peça da legislação, correspondendo a cada um dos três um regulamento anexo específico. Os dois últimos passaram a ser também conhecidos como Anexos II e III, respectivamente.

⁴⁷ Os Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro foram criados em 1º de fevereiro de 1988 pela Resolução nº 1.460 do Conselho Monetário Nacional, sendo regulamentados pela Instrução CVM nº 78, de 15 de maio, e, depois, pela Instrução CVM nº 91, de 6 de dezembro do mesmo ano, assim como pelo Decreto-Lei nº 2.469, de 1º de setembro. Foram definidos dois tipos de Fundos de Conversão, um comum e outro destinado à aplicação de recursos em áreas incentivadas (SUDENE, SUDAM, Espírito Santo e Vale do Jequitinhonha), sendo ambos submetidos à regulamentação semelhante às dos Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro e das Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários. Há duas diferenças importantes. Uma se relaciona à cobrança de imposto de Renda de 25% sobre os ganhos de capital enviados ao exterior, inexistente no caso dos três canais para o investimento estrangeiro de portfólio anteriormente mencionados. Outra se refere ao prazo mínimo de permanência de doze anos para os recursos convertidos para integralizar as cotas dos Fundos de Conversão.

Os aspectos comuns relacionam-se à tributação de 15% de imposto de Renda sobre as remessas de rendimento e bonificações em dinheiro ao exterior e aos critérios de diversificação (ver nota anterior em relação a esses critérios). Para os Fundos de Conversão comuns, os critérios de diversificação eram idênticos aos dos fundos criados em julho de 1986: exigência de uma aplicação mínima de 70% em ações de companhias abertas, com o restante podendo ser livremente em outros valores mobiliários de emissão de companhias abertas e em títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central. Para os Fundos de Conversão para Áreas Incentivadas, o mínimo de 70% de recursos poderia ser aplicado tanto em ações de companhias abertas quanto em projetos realizados nas áreas incentivadas e em ações de sociedades beneficiárias de incentivos fiscais (também nas áreas incentivadas). Os recursos remanescentes dos Fundos de Conversão para Áreas Incentivadas podem ser aplicados nas mesmas opções dos fundos comuns e, também, em certificados dos Fundos de Investimento do Nordeste (FINOR) e da Amazônia (FINAM) e do Fundo de Recuperação do Espírito Santo (FUNRES), todos adquiridos em bolsa.

década de 80⁴⁸. Na raiz desse fracasso encontram-se razões como a crise da dívida externa e seus impactos sobre a economia brasileira, que criaram um quadro macroeconômico muito instável, a recuperação do crescimento das economias de países desenvolvidos na segunda metade da década de 80, que criou amplos espaços para operações nesses países e, por fim, a existência no Brasil de um marco regulatório caracterizado pela presença de restrições dos mais diversos tipos, incapaz de concorrer com outros países nos quais a liberalização e a desregulamentação dessas operações haviam avançado bastante a partir da década de 80.

Três tipos de restrições devem ser mencionados. Em primeiro lugar, investidores estrangeiros não podiam aplicar recursos no mercado de capitais brasileiro a partir de carteiras próprias, devendo fazê-lo mediante a aquisição de ações ou de cotas das Sociedades de Investimento ou dos três fundos disponíveis (Fundos de Investimento, Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários e Fundos de Conversão). Em segundo lugar, a aplicação desses recursos estava sujeita a prazos mínimos de permanência, de noventa dias no caso das sociedades e fundos e de doze anos no caso dos Fundos de Conversão, enquanto em outros países a movimentação desses recursos podia ser feita diariamente, sem qualquer tipo de restrição. Terceiro, todos os quatro canais para o investimento de portfólio estavam sujeitos a critérios de diversificação da carteira que limitavam a participação de seus recursos a 5% do capital votante ou 20% do capital total da empresa e estabeleciam que a aquisição de valores mobiliários de um único emitente não poderia ultrapassar 10% do total dos recursos da carteira da sociedade ou do fundo. Com isso, investidores estrangeiros não podiam compor suas carteiras com ênfase em ações de uma ou outra grande empresa estatal, muito procuradas em função de sua maior liquidez, sendo obrigados a diversificar suas aplicações.

Em suma, esse era o quadro vigente no início da década de 90 no que se refere à legislação vigente sobre o investimento estrangeiro de portfólio. As restrições tornavam essas operações menos interessantes para investidores estrangeiros que operações realizadas em outros países emergentes com legislações muito mais flexíveis. A inexistência de restrições nesses países permitia a realização de operações com grande flexibilidade e prazos curtíssimos, essenciais para que se lidasse com o

⁴⁸ Os dados do balanço de pagamentos fornecidos pelo Banco Central indicam que os ingressos brutos para investimento estrangeiro de portfólio foram pouco muito pouco expressivos antes da década de 90 (BARROS, 1993:134-135). Apenas em dois períodos houve uma entrada mais destacada de fluxos de capitais nessa forma, embora muito pequenas diante do patamar que elas atingiriam na década de 90: 1975-1976 e 1987-1989. No primeiro período, os ingressos brutos foram de US\$ 104,9 milhões, em 1975, e de US\$ 172,6 milhões, em 1976. No triênio 1987-1989, esses ingressos atingiram, respectivamente, US\$ 90,7 milhões, US\$ 204,3 milhões e US\$ 148,9 milhões. Nos demais anos (1977 a 1986), os ingressos de capitais para investimento de portfólio foram praticamente desprezíveis, nunca atingindo valor maior que os US\$ 33,7 milhões observados em 1982.

maior risco envolvido em operações relacionadas à América Latina, assim como para que se pudesse responder de forma imediata a mudanças ocorridas nas condições de rentabilidade e de risco nos variados mercados em que operam esses agentes, transferindo seus capitais de um mercado a outro rapidamente.

Com o aumento do interesse estrangeiro por operações relacionadas à América Latina, reforçado pelos elevados lucros obtidos em mercados de capitais de outros países da região, como o México e o Chile, instituições financeiras e investidores de países desenvolvidos e do próprio Brasil passaram a demandar mudanças na legislação junto ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários⁴⁹. Essas demandas, postas desde fins de 1990, indicaram um caminho a ser seguido pelo governo na condução do processo de liberalização e de desregulamentação do investimento estrangeiro de portfólio, facilitando a adoção de medidas que, atendendo aquelas demandas, pudessem atrair fluxos de capitais de forma mais rápida⁵⁰. As medidas mais importantes na área foram adotadas durante o governo Collor e, em especial, pela equipe econômica comandada por Marcílio Marques Moreira, que, a partir de maio de 1991, conduziu uma aceleração na implementação de reformas estruturais liberalizantes, em especial no campo das relações comerciais, produtivas e financeiras da economia brasileira com o exterior. No que se refere ao investimento estrangeiro de portfólio, deve-se destacar a criação de novos canais para a sua realização, a eliminação de algumas das restrições presentes nos canais existentes antes da década de 90 e a autorização para a realização de operações de *hedge* nos mercados futuros e de opções (que veio a ser retirada depois).

2.3.3.1 Novos Instrumentos para o Investimento Estrangeiro de Portfólio

Em relação ao primeiro aspecto, deve-se mencionar a criação de quatro novos canais para a realização de investimento estrangeiro de portfólio no Brasil. Pela ordem cronológica, são eles: os Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro, criados em março de 1991; as Carteiras de Investidores Institucionais, regulamentadas no final de

⁴⁹ Ver, por exemplo, "Salomon Brothers propõe abertura das bolsas", *Gazeta Mercantil*, 20 de abril de 1991, p. 35. Essas demandas também ocorrerem no caso da emissão e/ou venda de ações brasileiras no exterior mediante a utilização dos *Depository Receipts*, discutida mais à frente. Esse instrumento foi regulamentado a partir do interesse de empresas, como a Aracruz Celulose, que demandavam uma legislação apropriada junto ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários ("Aracruz lançará ações nos Estados Unidos através do mecanismo de ADR", *Gazeta Mercantil*, 27 de março de 1991, p. 30).

⁵⁰ Esse elemento presente no processo de liberalização e de desregulamentação do investimento estrangeiro de portfólio foi destacado pelo chefe do Departamento de Capitais Estrangeiros (FIRCE) do Banco Central em novembro de 1991, Márcio Cartier Marques. Ele afirmou que o Banco Central estava procurando ampliar as alternativas para a entrada de capitais estrangeiros, tarefa facilitada pelos contatos mantidos com agentes privados no sentido de conhecer e procurar atender às suas reivindicações ("US\$ 10 bilhões em divisas chegam ao país neste ano", *Gazeta Mercantil*, 27 de novembro de 1991, p. 16).

maio de 1991 e que são o principal canal para essas operações; os *Depository Receipts*, criados dois meses depois; e, por fim, os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, cuja regulamentação data de novembro de 1993.

Os Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro foram criados em março de 1991 durante a gestão de Zélia Cardoso de Mello à frente da área econômica do governo Collor, sendo regulamentados no decorrer do ano ⁵¹. Esses fundos podem ter suas cotas integralizadas por recursos oriundos da conversão da dívida externa, inclusive depósitos no Banco Central, e por recursos novos ⁵², tendo objetivo principal de aplicar recursos em ações de empresas privatizadas no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND), instituído em março de 1990. Definiu-se inicialmente um prazo mínimo de permanência dos recursos no país de doze anos, exceto para os fundos constituídos com base em recursos novos, assim como um prazo mínimo de dois anos para que ativos adquiridos com recursos convertidos pudessem ser vendidos para reinvestimento ⁵³. Em janeiro de 1992, essa última exigência foi eliminada, assim como o prazo mínimo de permanência dos recursos foi diminuído de doze para seis anos ⁵⁴.

Os Fundos de Privatização têm tido pequena importância em termos de atração de recursos externos para o país em comparação com outros canais disponíveis para a realização de investimento estrangeiro de portfólio no país. O principal instrumento para essas operações têm sido as Carteiras de Investidores Institucionais Estrangeiros, regulamentadas no final de maio de 1991, cuja criação marcou a abertura do mercado

⁵¹ Resolução nº 1.806 do Conselho Monetário Nacional, de 27 de março de 1991, regulamentada pela Instrução nº 142 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de abril do mesmo ano. Posteriormente, a Resolução nº 1.810 de 31 de julho complementou as normas, sendo regulamentada pela Circular nº 1.998 do Banco Central, da mesma data. A Instrução nº 142, por sua vez, foi revogada pela Instrução nº 157, de 21 de agosto.

⁵² Segundo a Resolução nº 1.810 do Conselho Monetário Nacional e a Circular nº 1.998 do Banco Central, ambas de 31 de julho de 1991, podem ser utilizados para integralizar as cotas dos Fundos de Privatização: primeiro, obrigações externas de médio e de longo prazos (empréstimos e financiamentos) registradas no Banco Central e sujeitas aos acordos de reestruturação da dívida externa brasileira e de seus encargos; segundo, depósitos em moeda estrangeira constituídos no Banco Central ao amparo de acordos de reestruturação da dívida externa e de seus encargos; terceiro, bônus decorrentes de acordos de reestruturação da dívida externa e de seus encargos; quarto, depósitos em moeda estrangeira constituídos no Banco Central ao amparo de várias medidas adotadas por governos brasileiros nas décadas de 70 e 80; e quinto, recursos novos.

No caso dos depósitos em moeda estrangeira, podem ser utilizados aqueles constituídos ao amparo das seguintes resoluções do Conselho Monetário Nacional: Resoluções nº 229, de 1º de setembro de 1972; nº 432, de 23 de junho de 1976; nº 479, de 20 de junho de 1978; nº 980, de 13 de dezembro de 1984; nº 1.209, de 30 de outubro de 1986; nº 1.564, de 19 de janeiro de 1989, e nº 1.646, de 6 de outubro de 1989. Também estão incluídos os depósitos realizados ao amparo da Circular nº 230 do Banco Central, de 29 de agosto de 1974.

⁵³ Os recursos da venda poderiam destinar-se à aquisição de outros títulos ou valores mobiliários emitidos por companhias abertas ou para a aquisição de participações societárias em empresas fechadas, neste caso podendo ser utilizados até 30% do valor obtido com a venda dos ativos da carteira do fundo.

⁵⁴ Resolução nº 1.894 do Conselho Monetário Nacional, de 9 de janeiro de 1992, que alterou a Resolução nº 1.810 anteriormente citada. Depois, a Resolução nº 1.894 foi revogada pela Resolução nº 2.062, de 12 de abril de 1994, e esta pela Resolução nº 2.203, de 28 de setembro de 1995, mantendo-se as disposições citadas no texto.

de capitais brasileiro ao investidor estrangeiro de portfólio ⁵⁵. Também conhecidas como Anexo IV, essas carteiras são um canal específico para a realização dessas operações por investidores institucionais. Com a sua criação, atendeu-se a antigas reivindicações de instituições financeiras e de investidores estrangeiros e brasileiros. Em primeiro lugar, investidores institucionais estrangeiros passaram a poder aplicar recursos no mercado de capitais brasileiro a partir da formação de carteiras próprias, sem ter que necessidade de adquirir ações ou cotas de Sociedades ou Fundos de Investimento ⁵⁶. Em segundo lugar, operações via Anexo IV liberaram os investidores das exigências de prazos mínimos de permanência dos recursos no país, o que ampliou de forma significativa a flexibilidade dessas operações quando comparada à existente nos quatro canais anteriores. Por fim, essas operações também foram liberadas dos critérios de diversificação da carteira, permitindo a aquisição de ações nas quantidades desejadas pelos investidores.

Outro instrumento regulamentado pelo governo Collor, no final de julho de 1991, foram os *Depository Receipts* ou simplesmente *DRs*, pelos quais empresas instaladas no país passaram a poder emitir e/ou vender ações nos mercados financeiros internacionais, possibilidade estendida para instituições financeiras em dezembro de 1996 ⁵⁷. Esse instrumento também ficou conhecido como o Anexo V. De início pouco utilizados, os *DRs* adquiriram maior importância a partir de 1995, como será visto no próximo capítulo ⁵⁸.

⁵⁵ Resolução nº 1.832 do Conselho Monetário Nacional, de 31 de maio de 1991, que agregou à Resolução nº 1.289 o Anexo IV. A definição dos investidores que podem ser enquadrados como investidores institucionais encontra-se definida na Instrução nº 169 da Comissão de Valores Mobiliários, de 2 de janeiro de 1992, e inclui uma vasta gama de investidores.

⁵⁶ Em relação a isso, um aspecto digno de nota é o de que esse acesso direto, na realidade, passa pela necessidade de que suas carteiras sejam administradas por instituições financeiras, corretoras e distribuidoras instaladas no Brasil, autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Essa exigência, já existente no caso dos demais canais para o investimento de portfólio existentes antes do início da década de 90, tem como principal resultado a criação de uma comunhão de interesses entre estrangeiros e brasileiros que amplia seu poder de barganha.

⁵⁷ Resolução nº 1.848 do Conselho Monetário Nacional, de 31 de julho de 1991, que agregou à Resolução nº 1.289 de 20 de março de 1987 o Regulamento Anexo V. Depois, a Resolução nº 1.848 foi substituída pela Resolução nº 1.927, de 18 de maio de 1992. Esta última foi regulamentada pela Circular nº 2.179, de 21 de maio de 1992. A Resolução nº 2.345, de 19 de dezembro de 1996, autorizou instituições financeiras a se utilizarem dos *DRs*, desde que a partir de ações sem direito a voto, em virtude das restrições existentes na Constituição para a aquisição do controle de instituições financeiras brasileiras por estrangeiros.

⁵⁸ Um *DR* é um título representativo de um certo número de ações de determinada empresa ou instituição financeira que dá a seu portador os mesmos direitos de um portador dessas ações, isto é, dividendos, bonificações, subscrições e um valor cotado em bolsa, assim como a possibilidade de negociá-los quando desejar. Por exemplo, tome-se o caso de uma empresa interessada em emitir *DRs*. Como primeiro passo, ela deposita em um banco no Brasil (o banco custodiante) um determinado número de ações novas, ações de sua posse ou ações recompradas no mercado secundário. O banco custodiante avisa a um banco no país onde a empresa quer emitir os *DRs* (o banco depositário), que detém um certo número de ações custodiadas suficiente para que este banco emita os *DRs* correspondentes aquelas ações. O banco depositário faz com que as ações custodiadas no Brasil sirvam de base à emissão das denominadas *Depository Shares*, que por sua vez lastream a emissão dos *DRs*, que são vendidos no mercado acionário de seu país.

A descrição dos *DRs* realizada no texto e nas notas de rodapé é baseada em diversos artigos publicados na imprensa especializada: "Aracruz lançará ações nos Estados Unidos através do mecanismo

Dois aspectos devem ser ressaltados em relação aos *Depository Receipts*. Em primeiro lugar, para o investidor estrangeiro, a principal vantagem em adquirir ações por meio desses títulos está no fato de que ele deixa de ter que se preocupar com questões burocráticas e operacionais relativas ao país de origem da empresa ou instituição financeira que os emitiram, assim como com a realização de operações de *hedge* em mercados os quais pouco conhece. Além disso, os *DRs* têm sua liquidez dada na bolsa onde foram emitidos, conhecida pelo investidor que os adquiriu, e não na bolsa de um país estrangeiro⁵⁹. Por outro lado, a existência de mecanismos conhecidos como *flow back* e *inflow* cria a possibilidade de arbitragem entre os preços dos *DRs* na bolsa do país de origem do investidor e os preços das ações nas bolsas do país da empresa ou instituição financeira que os emitiram⁶⁰. Em segundo lugar, os *DRs* são um instrumento para a captação de recursos pelas empresas ou instituições financeiras que os emitem, desde que baseados em novas ações⁶¹.

de ADR", *Gazeta Mercantil*, 27 de março de 1991, p. 30; "Como vender ações nos EUA", *Gazeta Mercantil*, 13 de julho de 1991, p. 15; "DR com menor nível de exigência amplia o mercado para o Brasil", *Gazeta Mercantil*, 16 de agosto de 1991, p. 27; e "Aracruz dá o primeiro passo para a captação de recursos no exterior", *Gazeta Mercantil*, 26 de fevereiro de 1992, p. 24.

⁵⁹ Questões burocráticas relativas às remessas de dividendos e de ganhos de capital, às repatriações de seu capital e às operações cambiais são uma preocupação do banco depositário, cabendo ao comprador dos *DRs* apenas a tarefa de ir até esse banco retirar os resultados obtidos ou negociar seus títulos no mercado secundário. A custódia das ações a que estaria sujeito se investisse nas ações da empresa diretamente no país desta também deixa de ser uma preocupação.

⁶⁰ Pelo primeiro mecanismo, o *flow back*, o portador dos *DRs* entrega-os ao banco depositário, que por sua vez cancela esses *DRs* recebidos, informando ao banco custodiante no país de origem da empresa que os emitiu. Finalizando a operação, o banco custodiante dá ao antigo portador dos *DRs* no exterior um número de ações correspondente aos *DRs* cancelados. O movimento de *flow back* é interessante porque o detentor dos *DRs*, tendo ampliado seus conhecimentos sobre o país de origem da empresa que os emitiu, pode preferir ter as ações no mercado desse país, onde, provavelmente, a liquidez para elas será maior que a disponível para os *DRs* em seu país de origem. Pelo segundo mecanismo, o *inflow*, a instituição financeira ou o investidor pode adquirir ações de uma empresa que possui um programa de *DRs* diretamente no mercado acionário do país dessa empresa, depositá-las no banco custodiante nesse país e obter *DRs* do banco depositário. Com esse mecanismo, essa instituição financeira ou esse investidor pode tirar proveito de preços das ações mais baixos no país estrangeiro, mantendo além disso as vantagens de ter *DRs* no seu próprio país, ao invés de manter ações em países estrangeiros.

⁶¹ Em geral, são emitidos inicialmente *DRs* baseados em ações de posse do emissor ou por ele adquiridas no mercado secundário, que, se não permitem levantar recursos novos, abrem caminho para tornar o nome do emissor conhecido no exterior. Esse é um passo importante para uma futura emissão de *DRs* baseados em novas ações, mais caros e complexos, e que geram recursos. O principal mercado para a emissão de *DRs* é o norte-americano, onde a empresa tem à disposição quatro tipos de *American Depository Receipts* (*ADRs*) para emitir, os dois primeiros baseados em ações já emitidas, portanto não permitindo ao emissor levantar recursos, e os dois últimos permitindo a emissão de ações novas e o levantamento de recursos.

Os *ADRs* nível I são os mais simples, pois não exigem que a empresa atenda às normas contábeis norte-americanas (*US GAAP* ou *United States General Accounting Accepted Principles*) ou aos requisitos de transparência da *SEC* (*Securities Exchange Commission*), órgão norte-americano equivalente à Comissão de Valores Mobiliários no Brasil, em relação à divulgação do balanço da empresa e de outras informações relevantes. Os *ADRs* nível I são lastreados em ações já possuídas pelas empresas ou adquiridas no mercado secundário, não podendo ser baseados em ações novas. Desta forma, a emissão de *ADRs* nível I não permite levantar capital, mas é vista como um passo fundamental no sentido de tornar a empresa conhecida no exterior e viabilizar uma futura emissão de novas ações e captação de recursos por meio dos *ADRs* nível III ou dos *ADRs* de colocação privada.

Os *ADRs* nível II, como os de nível I, também não permitem à empresa emitir novas ações para levantar recursos, embora exijam maiores trabalho e custos por parte da empresa. De um lado, esse tipo de *ADRs* exige que a empresa atenda a algumas das normas contábeis norte-americanas (*USGAAP*), além de obter registro junto à *SEC* e de atender a alguns dos requisitos postos por esta última em relação à

Um quarto e último canal para o investimento estrangeiro de portfólio no Brasil criado na primeira metade da década de 90 foram os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, regulamentados em novembro de 1993⁶². Eles foram regulamentados pelo governo Itamar Franco como reação ao direcionamento de parcela crescente do investimento estrangeiro de portfólio para aplicações de renda fixa, notadamente títulos públicos, atraídos pelas elevadas taxas de juros internas. Após a imposição de uma série de restrições a essas operações e de vê-las sendo contornadas uma a uma⁶³, o governo criou um instrumento específico para o investimento estrangeiro em renda fixa, sujeitos a uma alíquota de IOF de 5% como forma de desestimular essas operações⁶⁴.

2.3.3.2 Flexibilização dos Anexos I, II e III

Além da criação de quatro novos canais para o investimento estrangeiro de portfólio, as medidas na área incluíram também a flexibilização das Sociedades (Anexo I) e dos Fundos de Investimento abertos e fechados (Anexos II e III). Adotada em outubro de 1991⁶⁵, essa medida procurou aproximar o tratamento dada a esses canais aquele dispensado aos investidores institucionais no Anexo IV. A flexibilização

apresentação de dados relativos à empresa. Finalmente, os ADRs nível II exigem registro junto a alguma bolsa norte-americana, assim como o atendimento dos requisitos de cada uma em relação à contabilidade e à apresentação de dados periódicos sobre a empresa emissora. Como não permitem levantar recursos, geralmente são considerados um passo desnecessário.

Os ADRs nível III correspondem à emissão de novas ações pela empresa no mercado de capitais norte-americano, tendo como contrapartida a existência de maiores exigências e, portanto, de maiores custos. Emissões desse tipo de ADR devem seguir rigorosamente as normas contábeis norte-americanas (USGAAP), assim como atender às normas da SEC para o registro e a divulgação de informações periódicas, normas mais rígidas que no caso dos ADRs nível II. Também mais rígidas são as normas para registro e divulgação de informações exigidas pelas bolsas de valores onde a emissão pode ser realizada.

Os ADRs de colocação privada são outra alternativa para a captação de recursos mediante a emissão de novas ações nos EUA, mais fácil que no caso dos ADRs nível III. Essa facilidade foi conquistada com a *Rule 144-A* de abril de 1990, que define um grupo de investidores, os *qualified institutional buyers* ou *QIBs*, com grandes portfólios e maior capacidade de levantar informações no mercado e de lidar com os riscos. Isso torna prescindível a proteção da SEC na forma de exigências rígidas para registro e divulgação de operações pela empresa que emite os ADRs nível III. Os ADRs de colocação privada, também conhecidos como ADRs Regra 144-A, permitem captação de maiores montantes de recursos a custos e exigências mais baixos, mas, por outro lado, apenas podem ser negociados por esse grupo especial de investidores, os *QIBs*, nos primeiros anos, o que limita o conhecimento do nome da empresa a eles. Esses ADRs também podem ser negociados para outros *QIBs* no exterior, mediante a *Regulation S*, também aprovada nos EUA em abril de 1990.

⁶² Resolução nº 2.028 do Conselho Monetário Nacional, de 25 de novembro de 1993, regulamentada pela Circular nº 2.382 do Banco Central, do mesmo dia. Posteriormente, essa resolução foi substituída pela Resolução nº 2.034, de 17 de dezembro de 1993, assim como a circular foi substituída pela Circular nº 2.388, também de 17 de dezembro.

⁶³ GARCIA e BARCINSKI (1996) descrevem esse movimento.

⁶⁴ Decreto nº 995, de 25 de novembro de 1993. Posteriormente, a alíquota foi alterada diversas vezes por portarias do Ministério da Fazenda. A Portaria nº 111, de 2 de março de 1994, manteve a alíquota de 5%, que passou a 9% com a Portaria nº 534 de 19 de outubro e voltaria a ser de 5% com a Portaria nº 95, de 9 de março de 1995. A partir da Portaria nº 202, de 10 de agosto de 1995, a alíquota de IOF incidente sobre os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro passaria a ser de 7%, sendo mantida neste patamar desde então (Portarias nº 224, de 14 de setembro e nº 228, de 15 de setembro de 1995, e nº 28, de 8 de fevereiro de 1996).

⁶⁵ Resolução nº 1.877 do Conselho Monetário Nacional, de 22 de outubro de 1991.



significou, na prática, a eliminação do prazo mínimo de permanência de noventa dias para os recursos investidos por meio dos Anexos I e II, assim como o fim, apenas para investidores institucionais, dos critérios de diversificação existentes nos três anexos ⁶⁶.

2.3.3.3 Operação em Mercados Futuros e de Opções

Deve-se mencionar que, entre junho de 1992 e agosto de 1995, investidores estrangeiros de portfólio puderam operar em mercados futuros e de opções de valores mobiliários, taxas de juros e taxas de câmbio, com o objetivo exclusivo de realizar operações de *hedge* de suas carteiras ⁶⁷. Concebida como meio para que eles pudessem se proteger de oscilações de preços, a autorização também viabilizou uma série de operações voltadas a fugir às restrições postas a partir de agosto de 1993 pelo governo Itamar Franco à aplicação de recursos de instituições financeiras e investidores estrangeiros em títulos de renda fixa. A realização de operações que transformavam ativos de renda variável em ativos de renda fixa e a impossibilidade do governo impedi-las levaram à suspensão da autorização para investidores operarem nesses mercados, em agosto de 1995 (GARCIA e BARCINSKI, 1996:13-22) ⁶⁸.

2.3.3.4 Tributação do Investimento Estrangeiro de Portfólio

A tributação sobre o investimento estrangeiro de portfólio ao longo da primeira metade da década de 90 tem sido feita tanto pelo Imposto de Renda, incidente sobre os rendimentos e/ou ganhos de capital, conforme o caso ⁶⁹, quanto pelo IOF, cuja cobrança

⁶⁶ Para recapitular, exigia-se que o total das aplicações fosse limitado a um máximo de 5% do capital votante ou 20% do capital total de uma única empresa, assim como as aplicações em valores mobiliários de um único emitente não poderiam ultrapassar 10% do total de aplicações dos fundos.

⁶⁷ Resolução nº 1.935 do Conselho Monetário Nacional, de 30 de junho de 1992, esclarecida pelo Comunicado-Conjunto nº 45 da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central, de 8 de julho do mesmo ano. Antes, apenas Sociedades e Fundos de Investimento podiam atuar, mas apenas no mercado futuro de câmbio ("Investidores estrangeiros podem atuar em mercado futuro e de opções", *Gazeta Mercantil*, 1º de julho de 1992, p. 25).

⁶⁸ Resolução nº 2.188 do Conselho Monetário Nacional, de 10 de agosto de 1995, depois substituída pela Resolução nº 2.246, de 8 de fevereiro de 1996, que manteve a proibição.

⁶⁹ A Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991, definiu que o investimento estrangeiro de portfólio pelos Anexos I a V (à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987) pagavam 15% de Imposto de Renda sobre as remessas de rendimentos ao exterior, havendo isenção para os ganhos de capital. A mesma sistemática foi aplicada aos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro no momento de sua criação, pela Resolução nº 2.028 de 25 de novembro de 1993. Os Fundos de Privatização e de Conversão pagavam 25% sobre os rendimentos e os ganhos de capital enviados ao exterior.

Em 28 de janeiro de 1994, a Lei nº 8.849 alterou a sistemática de tributação vigente sobre os Anexos I a V e os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, que passaram a pagar os 15% de Imposto de Renda sobre os rendimentos e ganhos de capital obtidos pela carteira, não mais no momento da remessa ao exterior. A alíquota de 25% sobre a remessa de rendimentos e de ganhos de capital enviados ao exterior foi mantida no caso dos Fundos de Privatização e de Conversão.

A Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, reduziu a alíquota vigente sobre os rendimentos e os ganhos de capital obtidos pelas carteiras dos Anexos I a V e dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro de 15 para 10%, exceto para os dividendos e bonificações em dinheiro. A mesma alíquota de

sobre os recursos ingressados para investimento estrangeiro de portfólio começou a ser feita em novembro de 1993 ⁷⁰.

2.3.3.5 Composição da Carteira de Investidores Estrangeiros de Portfólio

Um último aspecto que deve ser tratado em relação ao investimento estrangeiro de portfólio no Brasil refere-se aos ativos que os investidores são autorizados a adquirir. Há dois períodos distintos em relação as medidas do governo na área. Até meados de 1993, as opções disponíveis foram ampliadas continuamente, incluindo desde ativos de renda variável até aqueles de renda fixa. Em relação aos primeiros, deve ser notado que a aquisição de ações foi definida na legislação como a destinação principal dos recursos ingressados nos Anexos I a IV e nos Fundos de Privatização. Os Anexos I a III, desde sua criação, foram (e continuam a ser) submetidos à exigência de aplicação de um percentual mínimo em ações, de 50% no caso das Sociedades de Investimento e de 70% no caso de ambos os fundos (Anexos II e III) ⁷¹. As Carteiras de Investidores Institucionais, por sua vez, não tiveram definido um percentual mínimo para a aplicação de ações e outros valores mobiliários; no entanto, a aplicação em títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central foi limitada a um máximo de 25% ⁷². Por fim, os Fundos de Privatização foram obrigados a aplicar recursos em ações, títulos e créditos de empresas desestatizadas por meio do Programa Nacional de Desestatização ⁷³.

10% foi definida para os Fundos de Privatização e de Conversão, que antes pagavam 25%, mas paga no momento da remessa de rendimentos e de ganhos de capital.

A Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, introduziu uma nova mudança no caso dos Anexos I a V e dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro e de Privatização, passando-se a se cobrar uma alíquota de 15% de Imposto de Renda sobre os ganhos de capital obtidos em aplicações de renda fixa.

Por fim, a Instrução Normativa nº 2 da Receita Federal, de 19 de janeiro de 1996, introduziu duas alíquotas diferentes de Imposto de Renda, aplicadas conforme a proporção da carteira dos Anexos I a V e dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, de Privatização e de Conversão aplicadas em ativos de renda variável e de renda fixa. Carteiras com mais de 51% de suas aplicações em ativos de renda variável passaram a pagar 10% de Imposto de Renda sobre os rendimentos e ganhos de capital, cobradas na fonte nos Anexos I a V e nos Fundos de Renda Fixa e no momento da remessa no caso dos Fundos de Privatização e de Conversão. Se mais de 51% das carteiras estiverem aplicados em ativos de renda fixa, a alíquota passa a ser de 15%.

⁷⁰ Decreto nº 995, de 25 de novembro de 1993, que, como visto, instituiu uma alíquota de IOF de 5% sobre os recursos ingressados para investimento estrangeiro de portfólio via Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro. Depois, em 2 de março de 1994, recursos ingressados via Anexos I a V passaram também a estar sujeitos ao IOF, embora a Portaria nº 111 da mesma data definisse a alíquota em 0%. Operações por esses canais foram tributadas com IOF de 1% apenas por breve período, entre 19 de outubro de 1994 (Portaria nº 534) e 9 de março de 1995 (Portaria nº 95, que reduziu a alíquota a zero novamente). A Portaria nº 28, de 8 de fevereiro de 1996, introduziu uma alíquota de IOF de 5% sobre os Fundos de Privatização.

⁷¹ Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional, de 20 de março de 1987. Para as Sociedades de Investimento, no entanto, o percentual de 70% em ações deve ser cumprido com ações de empresas privadas nacionais, que refletiu, quando de sua criação, o objetivo do governo Geisel de fortalecer o capital privado nacional dentro da estratégia do II PND.

⁷² Resolução nº 1.832, de 31 de maio de 1991.

⁷³ Resolução nº 1.806, de 27 de março de 1991 e Instrução nº 142 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de abril do mesmo ano. Posteriormente, a Resolução nº 1.810 de 31 de julho complementou as normas,

Satisfeitas as exigências mínimas, a legislação define que o restante dos recursos pode ser aplicado em várias opções, incluindo outros valores mobiliários de renda variável não incluídos no mínimo acima mencionado e, principalmente, ativos de renda fixa. Por um bom tempo, investidores estrangeiros puderam tirar proveito do elevado diferencial entre as taxas de juros praticadas no Brasil e aquelas vigentes no exterior, destinando parcela não desprezível de seus recursos para ativos de renda fixa, como será visto no próximo capítulo. Cronologicamente, a legislação autorizou a aquisição de debêntures, de títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central e de cotas de Fundos de Aplicação Financeira por investidores nos Anexos I a IV ⁷⁴, de cotas de fundos de *commodities* por investidores no Anexo IV ⁷⁵, de moedas de privatização por investidores nos quatro anexos ⁷⁶ e, como discutido no item 2.3.3.3, operações nos mercados futuros e de opções ⁷⁷. Além disso, operações utilizando instrumentos derivativos, subterfúgios e brechas na legislação ampliaram as alternativas para que investidores estrangeiros pudessem ganhar com o diferencial entre as taxas de juros interna e externa ⁷⁸.

Em um segundo momento, a partir de meados de 1993, um expressivo movimento de investidores estrangeiros de portfólio em direção a ativos de renda fixa, desvirtuando o objetivo principal atribuído ao investimento estrangeiro de portfólio de aplicar recursos em ações, levou o governo a adotar medidas reduzindo as opções de ativos. O jogo entre o governo e investidores estrangeiros, com proibições do primeiro levando à identificação de brechas pelos últimos, resultou em uma enorme sequência de medidas restritivas. Inicialmente, foram eliminadas as opções de aquisição de cotas de fundos de *commodities*, de títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central ⁷⁹, assim como de debêntures ⁸⁰. Com os investidores estrangeiros passando a realizar operações no mercado de opções para transformar títulos de renda variável em títulos de renda fixa, em dezembro de 1993 o governo ampliou as vedações para aquisição de títulos de

sendo regulamentada pela Circular nº 1.998 do Banco Central, da mesma data. A Instrução nº 142, por sua vez, foi revogada pela Instrução nº 157, de 21 de agosto de 1991.

⁷⁴ Resolução nº 1.819, de 24 de abril de 1991, para os Anexos I a III e Resolução nº 1.832, de 31 de maio, para o Anexo IV.

⁷⁵ Comunicado-Conjunto do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários nº 43, de 11 de março de 1992.

⁷⁶ Títulos da Dívida Agrária (TDAs), Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFNDs), Certificados de Privatização (CPs) e debêntures da Siderbrás, entre outros, segundo a Resolução nº 1.867, de 23 de setembro de 1991, para o Anexo IV, e a Resolução nº 2.013, de 19 de agosto de 1993, para os Anexos I a III.

⁷⁷ Resolução nº 1.935 do Conselho Monetário Nacional, de 30 de junho de 1992, esclarecida pelo Comunicado-Conjunto nº 45 da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central, de 8 de julho do mesmo ano.

⁷⁸ Operações de *box* no mercado de opções, que transformaram aplicações de renda variável em aplicações de renda fixa, e interpretações liberais da legislação, que permitiram a aquisição de NTN-D com correção cambial (portanto, títulos isentos de risco cambial) como moeda de privatização, são exemplos das várias possibilidades existentes (GARCIA e BARCINSKI, 1996:15-16).

⁷⁹ Resolução nº 2.013 do Conselho Monetário Nacional, de 19 de agosto de 1993.

renda fixa e proibiu a realização de operações com derivativos que fugissem ao objetivo de proporcionar *hedge* e/ou que gerassem rendimentos fixos ⁸¹. Ao longo de 1994, o movimento de investidores em direção à aquisição de moedas de privatização e de cotas de Fundos de Aplicação Financeira, assim como a continuidade das operações com derivativos para obter taxas de juros fixas em ativos de renda variável, levaram à proibição de todas essas operações ⁸².

A criação dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro em novembro de 1993, discutida no item 2.3.3.1 acima, representou a contrapartida a esse conjunto de restrições, passando a ser esses fundos uma das duas únicas opções para o investimento estrangeiro de portfólio no Brasil em títulos de renda fixa. No entanto, a pesada tributação de IOF, que desde então tem variado entre 5 e 9%, tornou essa alternativa pouco interessante, uma vez que os recursos passaram a ter que ficar mais tempo no país para compensá-la. A outra opção, mencionada na subseção 2.3.1 que discuti a liberalização cambial, é a realização de investimentos por estrangeiros que tenham acesso a uma conta CC5 em instituições financeiras no país, que também se tornou desinteressante em virtude da cobrança de IOF.

Em suma, a abertura do mercado de capitais a investidores estrangeiros de portfólio, com destaque para a criação das Carteiras de Investidores Institucionais, permitiu a eles ter acesso a uma vasta gama de ativos de renda variável e, por um bom tempo, de renda fixa, ambas geradoras de amplos lucros. Ainda que isso tenha resultado em crescentes fluxos de investimento de portfólio para o país, sua contrapartida tem se dado na forma de uma maior exposição a fluxos de capitais bastante especulativos e voláteis, como se percebe pelo elevado nível tanto dos ingressos quanto das saídas, haja vista a ampla liberdade concedida pela legislação brasileira para essas operações. A dissertação voltará a esse ponto no capítulo seguinte.

⁸⁰ Resolução nº 2.028, de 25 de novembro.

⁸¹ Resolução nº 2.034, de 17 de dezembro.

⁸² A Resolução nº 2.079, de 15 de junho de 1994, proibiu a aquisição de moedas de privatização que não os Títulos da Dívida Agrária (TDAs), as Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFNDs) e as debêntures da Siderbrás. A Resolução nº 2.115, de 19 de outubro, proibiu a compra de cotas de Fundos de Aplicação Financeira. A Resolução nº 2.188, de 10 de agosto de 1995, retirou a autorização para a realização de operações nos mercados futuros e de opções, como mencionado no item 2.3.3.3. Por fim, a Resolução nº 2.246, de 8 de fevereiro de 1996, proibiu a aquisição dos TDAs, das OFNDs e das debêntures da Siderbrás.

2.3.4 Investimento Direto Estrangeiro, Privatização e Concessão de Serviços Públicos

Esta subseção discute as alterações feitas desde 1990 na legislação vigente sobre o investimento direto estrangeiro. Dois pontos são tratados. O item 2.3.4.1 trata das medidas associadas aos aspectos administrativos e tributários da operação de filiais de empresas estrangeiras no país, relativos ao registro do capital investido, às remessas de lucros e dividendos e às repatriações de capital, adotadas na sua maior parte nos anos de 1991 e 1992.

O item 2.3.4.2, por sua vez, descreve as medidas adotadas, em especial, no âmbito da privatização e da concessão de serviços públicos, que, em conjunto, têm aberto espaço para a atuação de empresas estrangeiras em setores antes vedados à sua participação, assim como medidas que, mais recentemente, têm permitido a instituições financeiras estrangeiras operar no país ou ampliar a participação acionária que detêm em instituições financeiras no país. As medidas nessa segunda área têm sido fundamentais na atração de maiores fluxos de investimento direto estrangeiro a partir de 1995, como se verá no próximo capítulo.

2.3.4.1 Mudanças de Aspectos Administrativos e Tributários da Operação de Empresas Estrangeiras no Brasil

A regulamentação do investimento direto estrangeiro no Brasil ao longo das décadas de 70 e 80, herdada em boa parte da década de 60⁸³, destacou-se pela presença de várias exigências voltadas a reter os capitais de empresas estrangeiras no país, retardar sua saída e limitar as remessas de lucros e dividendos (ECIB, 1993a:33-34 e LAPLANE e SARTI, 1997a:41)⁸⁴. Entre essas exigências, deve-se mencionar a cobrança do Imposto Suplementar de Renda sobre as remessas que superassem 12% do capital investido pela empresa no país⁸⁵, a proibição para registro de lucros financeiros⁸⁶, a

⁸³ Lei n° 4.131, de 3 de setembro de 1962, alterada pela Lei n° 4.390, de 29 de agosto de 1964, e regulamentada pelo Decreto n° 55.762, de 17 de fevereiro de 1965.

⁸⁴ Uma norma em particular, no entanto, exercia efeito contrário ao desejado: a correção dos lucros para a realização de reinvestimentos e das remessas era diferente e estimulava as últimas, em detrimento dos primeiros. O registro dos reinvestimentos era feito pela taxa de câmbio média vigente entre a data de apuração do lucro no balanço e a data de registro do reinvestimento no FIRCE. Por sua vez, o valor dos lucros apurado no balanço podia ser corrigido monetariamente e convertido pela taxa de câmbio do dia em que fosse feita a remessa, tornando essa operação mais interessante que o reinvestimento.

⁸⁵ Como mencionado em nota na subseção dedicada à discussão das medidas na área do investimento estrangeiro de portfólio, as alíquotas do Imposto Suplementar de Renda eram as seguintes: 40% para remessas acima de 12% e de até 15% do capital investido, 50% para remessas acima de 15% e de até 25% do capital investido e 60% de imposto de Renda para remessas acima de 25% do capital investido.

⁸⁶ A Instrução n° 85 do FIRCE, de 15 de dezembro de 1981, proibia o registro de lucros financeiros. Por meio dela, Banco Central primeiro expurgava os efeitos provocados pelas receitas financeiras e saldos credores de correção monetária (lucro inflacionário). Depois eliminava, para fins de reconhecer os

proibição para pagamento de *royalties* da filial ou subsidiária para a matriz por conta da utilização de marcas e patentes⁸⁷ e a não-dedutibilidade das despesas com *royalties* e assistência técnica para fins de apuração do Imposto de Renda devido⁸⁸. Além disso, no caso de operações de ambos os tipos realizadas entre empresas no país e o exterior que não mantivessem vínculos de controle, a remessa de divisas para o exterior para pagamento de *royalties* e assistência técnica dependia de autorização do Banco Central, assim como a dedutibilidade dessas despesas estava sujeita a limites (ECIB, 1993b:21).

A partir da posse do governo Collor em março de 1990 e, em especial, do início da gestão de Marcílio Marques Moreira à frente da área econômica, em maio de 1991, uma série de medidas foi adotada para mudar esses pontos da legislação. Deve-se destacar a eliminação do Imposto Suplementar de Renda, definida em fins de dezembro de 1991. As remessas a serem realizadas a partir de 1992 tiveram a alíquota limitada a 25%, com redução para 15% a partir do ano seguinte e se admitindo alíquota menor em caso de existência de acordo com o país da empresa para evitar dupla tributação⁸⁹. A mesma lei autorizou o pagamento de *royalties* de filiais ou subsidiárias para suas matrizes e permitiu a dedução de despesas relativas à assistência técnica e aos *royalties* para fins de pagamento do Imposto de Renda⁹⁰. Em março de 1992, o governo liberou o registro de lucros financeiros e alterou os critérios para a correção monetária das remessas e dos reinvestimentos, eliminando o viés em favor das primeiras⁹¹. A última medida de destaque adotada na área, já em fins de 1995, foi a isenção do Imposto de Renda sobre as remessas de lucros e de dividendos por filiais de empresas estrangeiras no país, exceto no caso dos ganhos obtidos com aplicações de renda fixa, que pagam uma alíquota de 15%, também aplicada aos ganhos de capital (MELLO, 1997: 217-219)⁹²

As mudanças na legislação sobre o investimento direto estrangeiro a partir do início da década de 90 incluíram também a regulamentação de operações específicas que, até então, vinham tendo seus critérios e procedimentos definidos de maneira discricionária pelo Banco Central. É o caso das operações de investimento realizadas via internalização de mercadorias⁹³ e conferência de direitos sobre marcas e patentes

reinvestimentos, os efeitos da correção monetária da conta de lucros ("BC decide permitir as remessas de receitas obtidas com aplicações", *Gazeta Mercantil*, 8 de outubro de 1991, p. 20).

⁸⁷ Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962.

⁸⁸ Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964.

⁸⁹ Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991. A mesma lei eliminou o a cobrança de Imposto de Renda sobre o lucro líquido, incidente sobre empresas nacionais e filiais de empresas estrangeiras, e que aumentava o custo do reinvestimento das últimas (BAUMANN, 1992:14).

⁹⁰ Artigo 50 da Lei nº 8.383.

⁹¹ Carta-Circular nº 2.266, de 13 de março de 1992.

⁹² Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995.

⁹³ Carta-Circular nº 2.165 do Banco Central, de 13 de maio de 1991.

⁹⁴. Na mesma direção, deve-se mencionar também a autorização para a realização de remessas de lucros e dividendos relativas a investimentos cujo registro esteja em curso ⁹⁵ e a definição de critérios para operações de adiantamento para futuro aumento de capital ⁹⁶ e de reorganização societária ⁹⁷.

2.3.4.2 Privatização e Eliminação de Restrições à Atuação de Empresas e de Instituições Financeiras Estrangeiras no Brasil

Uma segunda direção seguida pelas medidas adotadas ao longo da primeira metade da década de 90 no que se refere ao investimento direto estrangeiro reveste-se de importância muito maior do que as medidas discutidas no item anterior. Essas medidas têm se associado, fundamentalmente, ao Programa Nacional de Desestatização (PND), que avança desde 1990 no sentido de retirar restrições à participação do capital estrangeiro na privatização, e às reformas realizadas na Constituição, que vêm eliminando restrições à sua atuação em setores limitados à atuação do Estado e/ou do capital privado nacional, notadamente no que se refere à concessão de serviços públicos.

A maior parte dessas medidas tem se associado de forma estreita à evolução do Plano Real, em especial no que se refere à emergência de uma série de questões relativas à "qualidade" do financiamento externo em que ele se assenta e ao objetivo de promover um aumento da competitividade da economia brasileira. De um lado, a dependência em relação aos capitais de curto e de médio prazos e o surgimento de elevados déficits comerciais e em transações correntes exigem medidas no sentido de estimular a entrada de capitais mais estáveis e de mais longo prazo, notadamente o investimento direto estrangeiro. De outro lado, o papel da privatização e da concessão de serviços públicos como reformas cruciais na visão do governo para consolidar a estabilização e promover ganhos de eficiência, de produtividade e de competitividade exerce um estímulo adicional à adoção de medidas de incentivo ao investimento direto estrangeiro, haja vista que a maior capacidade financeira de grupos estrangeiros permite viabilizar privatizações de empresas de maior porte e a concessão de serviços públicos, que não poderiam ser conduzidas apenas com participação do capital privado nacional.

⁹⁴ Carta-Circular n° 2.282, de 2 de junho de 1992.

⁹⁵ Carta-Circular n° 2.161 do Banco Central, de 18 de abril de 1991. A remessa de lucros relativos a capitais estrangeiros em fase de registro passou a poder ser feita mediante autorização especial do Banco Central. Antes, quantias correspondentes a capitais em fase de registro tinham que permanecer depositadas no Banco Central em moeda nacional, a ser convertida em moeda estrangeira sem correção monetária (BAUMANN, 1992:15).

⁹⁶ Carta-Circular n° 2.198, de 15 de agosto de 1991.

⁹⁷ Carta-Circular n° 2.313, de 1° de setembro de 1992.

Em relação à privatização, o Programa Nacional de Desestatização (PND) foi lançado em março de 1990 como parte das medidas adotadas pelo Plano Collor⁹⁸. Em relação à participação do capital estrangeiro, deve-se notar sua limitação à aquisição de ações em um valor máximo equivalente a 40% do capital votante, a não ser em caso de autorização legislativa para o aumento desse percentual. Deve-se dizer que o programa foi limitado às empresas controladas direta ou indiretamente pela União e instituídas por lei ou ato do Executivo e às empresas criadas pelo setor privado e que passaram posteriormente ao controle da União. Deixou-se de fora do programa as empresas ou sociedades de economia mista que exerciam atividades de competência exclusiva da União, conforme determinação da Constituição Federal.

Em outubro de 1993, houve uma importante mudança em relação à participação do capital estrangeiro no programa de privatização, tendo o limite de 40% do capital votante para a compra de ações sido eliminado⁹⁹. A partir de então, o capital estrangeiro passou a estar autorizado a adquirir até 100% do capital votante, a não ser em caso de determinação contrária do Executivo. Este foi outro aspecto que mudou, uma vez que a decisão em relação à participação do capital estrangeiro na privatização de cada empresa passou do Legislativo para o Executivo. Finalmente, deve-se destacar as mudanças que foram feitas para a participação do capital estrangeiro na privatização via conversão da dívida externa, especialmente com a eliminação, em setembro de 1995, do desconto que vinha sendo aplicado ao valor de face da maior parte dos títulos¹⁰⁰. Voltaremos a esse ponto na seção 2.3. Por fim, a criação do Conselho Nacional de Desestatização (CND) em janeiro de 1995 procurou dotar o programa de privatização de maior velocidade, reduzindo o prazo necessário para privatizar uma empresa ou instituição financeira (BANCO CENTRAL, 1996:76-77)¹⁰¹.

As principais mudanças relativas à atuação de empresas estrangeiras no Brasil a partir do início da década de 90, no entanto, têm ocorrido com a eliminação de uma série de restrições existentes na legislação ordinária e na Constituição, o que tem viabilizado a incorporação dessas empresas aos processos de privatização e de concessão de serviços públicos. Vale lembrar, em relação a essas restrições, que elas decorreram em especial de considerações relativas ao controle de áreas consideradas estratégicas do ponto de vista da segurança nacional e/ou do fortalecimento do capital privado nacional, que levaram à definição de áreas e de setores reservados à atuação

⁹⁸ Medida Provisória n° 155, de 15 de março de 1990, com regulamentação dada pela Lei n° 8.031, de 12 de abril de 1990, e pelo Decreto n° 99.463, de 16 de agosto do mesmo ano. Este último foi revogado pelo Decreto n° 724, de 19 de janeiro de 1993.

⁹⁹ Medida Provisória n° 362, de 25 de outubro de 1993, sucessivamente reeditada por outras medidas provisórias até a edição do Decreto n° 1.204, de 29 de julho de 1994 (BNDES, vários).

¹⁰⁰ Circular n° 2.623, de 28 de setembro de 1995.

¹⁰¹ Medida Provisória n° 841, de 19 de janeiro de 1995.

do Estado e de empresas nacionais (ECIB,1993a:60-64). Essas mesmas considerações fizeram com que restrições fossem mantidas e/ou incorporadas pela Constituição de 1988, assim como pela legislação ordinária.

Quatro restrições devem ser mencionadas. Em primeiro lugar, alguns setores e atividades foram reservados pela Constituição à atuação do Estado, via monopólio da União nas áreas de petróleo ¹⁰², telecomunicações ¹⁰³, serviços postais ¹⁰⁴ e nuclear ¹⁰⁵, assim como a exploração de gás canalizado foi reservada aos estados ¹⁰⁶. Em segundo lugar, a Constituição de 1988 criou a figura da empresa de capital nacional, controlada por pessoas físicas residentes no país, para as quais foi reservada a possibilidade de receber proteção e benefícios especiais temporários em caso de interesse para a segurança e o desenvolvimento tecnológico do país (ECIB, 1993a: 60-61) ¹⁰⁷. Em terceiro lugar, e associado a esse ponto, outros artigos da Constituição de 1988 limitaram ao capital privado nacional a atuação em setores e atividades como a exploração de recursos minerais e de potenciais de energia hidráulica, sob concessão da União ¹⁰⁸, a navegação costeira ¹⁰⁹, a propriedade de empresas jornalísticas, de rádio e de televisão ¹¹⁰ e a assistência médica ^{111 112}. Por fim, deve-se destacar as restrições existentes na Constituição à atuação de instituições financeiras estrangeiras no país. As Disposições Transitórias definiram que, até que fosse promulgada a legislação complementar, estava proibida a instalação de novas agências de instituições financeiras estrangeiras no país, assim como o aumento da participação do capital estrangeiro em instituições financeiras nacionais ¹¹³. No entanto, ficou estabelecida a possibilidade de que essas restrições fossem ignoradas em caso de acordo internacional, reciprocidade ou interesse do governo.

Para complementar essa breve descrição das restrições existentes antes do início da década de 90, cabe ressaltar que, a não ser nos casos das indústrias de informática e de refinação do petróleo, nenhuma restrição existia para a operação de

¹⁰² Artigo nº 177, que definiu o monopólio na pesquisa e extração de petróleo e de gás natural (inclusive proibindo contratos de risco), assim como na refinação, exportação, importação e transporte marítimo do petróleo e de seus derivados.

¹⁰³ Artigo nº 21, com monopólio da União e de suas empresas, por concessão, na exploração de serviços telefônicos, telegráficos, de transmissão de dados e demais serviços de telecomunicações.

¹⁰⁴ Artigo nº 21.

¹⁰⁵ O Artigo nº 177 definiu que a pesquisa, lavra, industrialização e comercialização de minérios nucleares e de seus derivados constituem-se em monopólio da União, enquanto o Artigo nº 21 reservou a operação de instalações nucleares à União.

¹⁰⁶ Artigo nº 25.

¹⁰⁷ Artigo nº 171.

¹⁰⁸ Artigo nº 176.

¹⁰⁹ Artigo nº 178.

¹¹⁰ Artigo nº 222.

¹¹¹ Artigo nº 199.

¹¹² Outras restrições existentes na legislação ordinária atingem a navegação aérea doméstica, o transporte rodoviário e empresas de segurança privada, entre outras restrições de menor importância (ECIB, 1993a: 61-62 e 1993b: 30-32).

empresas estrangeiras no setor manufatureiro (ECIB, 1993a:37; LAPLANE e SARTI, 1997a:41) ¹¹⁴. As restrições limitavam-se portanto às atividades extrativas e de exploração de serviços públicos, como nos países desenvolvidos (ECIB, 1993a:37).

A partir da implementação do Plano Real, em julho de 1994, e da emergência de preocupações em relação à "qualidade" do financiamento externo proporcionado por fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados, tomou-se fundamental do ponto de vista da estratégia do governo a adoção de medidas destinadas a retirar esse conjunto de restrições e abrir espaços mais amplos para a atuação de empresas e de instituições financeiras estrangeiras no país. Uma primeira medida de importância na área foi a aprovação das leis para outorga e prorrogação de concessões e permissões de serviços públicos, em fevereiro e julho de 1995, que representaram um passo inicial para que, alterada a Constituição, empresas privadas, dentre as quais as estrangeiras, pudessem participar do processo ¹¹⁵. A partir de agosto do mesmo ano, uma série de emendas constitucionais foi aprovada, com significativos impactos sobre a possibilidade de atuação de empresas estrangeiras em setores antes vedados a elas. Cinco medidas devem ser destacadas:

- a extinção da reserva de mercado para as empresas estatais nos serviços de distribuição de gás canalizado via concessão ¹¹⁶;

- a extinção do conceito de empresa brasileira de capital nacional, que abriu caminho para que empresas constituídas sob leis brasileiras e com sede e administração no país, incluindo filiais de empresas estrangeiras, possam fazer a pesquisa e a lavra de recursos minerais, bem como aproveitar os potenciais de energia hidráulica, mediante concessão ¹¹⁷;

- o fim da reserva de mercado na navegação interior de cabotagem ¹¹⁸;

- a flexibilização do monopólio na exploração de serviços telefônicos, telegráficos e de comunicações, que facultou a concessão desses serviços ao setor privado ¹¹⁹;

- a flexibilização do monopólio estatal do petróleo, que permitiu que sejam contratadas empresas privadas para a maior parte das atividades na área ¹²⁰.

¹¹³ Artigo nº 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

¹¹⁴ A Lei de Informática foi mudada em 1991 pela Lei nº 8.248, que acabou com a reserva de mercado a partir de outubro de 1992 (ECIB, 1993a:66).

¹¹⁵ Leis nºs 8.987 e 9.074, de 13 de fevereiro e de 7 de julho de 1995, respectivamente. Ver o relatório anual do Banco Central para uma descrição dos setores atingidos por essas leis (BANCO CENTRAL, 1996:77-78).

¹¹⁶ Emenda Constitucional nº 5, promulgada pelo Congresso Nacional em 15 de agosto de 1995.

¹¹⁷ Emenda Constitucional nº 6, também promulgada pelo Congresso em 15 de agosto.

¹¹⁸ Emenda Constitucional nº 7, de 15 de agosto.

¹¹⁹ Emenda Constitucional nº 8, de 15 de agosto.

¹²⁰ Emenda Constitucional nº 9, promulgada pelo Congresso em 9 de novembro de 1995. Abriu-se espaço para que o setor privado seja contratado para as atividades de pesquisa e lavra de jazidas de petróleo e gás natural, refino do petróleo nacional ou importado, importação e exportação dos produtos e derivados

Ainda em 1995, o governo Fernando Henrique Cardoso utilizou-se da acima mencionada prerrogativa dada pela Constituição de 1988 para declarar haver interesse do país na entrada de novas instituições financeiras estrangeiras no país, assim como no aumento da participação acionária dessas instituições no capital de instituições financeiras nacionais, inclusive para aquisição de controle ¹²¹. A medida respondeu a várias motivações, a principal delas a de fazer das instituições financeiras estrangeiras elemento importante do ajuste das instituições financeiras privadas e públicas no Brasil, fragilizadas com a redução das taxas de inflação e dos ganhos aí gerados (MENDONÇA DE BARROS e ALMEIDA Jr., 1997: 16-18) ¹²².

básicos do petróleo, transporte marítimo do petróleo de origem nacional ou de derivados produzidos no país e transporte, por conduto, de petróleo bruto, derivados e gás natural de qualquer origem.

¹²¹ Exposição de Motivos nº 311 do Ministério da Fazenda, de 23 de agosto de 1995.

¹²² A redução da receita inflacionária após a implementação do Plano Real foi enfrentada pelas instituições financeiras com uma ampliação expressiva das operações de crédito, em um quadro de forte aumento do consumo. Com a redução do crescimento da economia, o aumento das taxas de juros e a maior inadimplência em 1995, vários bancos passaram a ter suas dificuldades agravadas, levando o governo a adotar uma série de medidas de ajuste. Entre elas, pode-se citar as seguintes: a) a criação de incentivos fiscais para a incorporação de instituições financeiras em dificuldades; b) a instituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER); c) a criação de um mecanismo de seguro de depósitos (o Fundo de Garantia de Créditos, FGC); d) a imposição de restrições para a criação de novas instituições financeiras e a criação de incentivos para a fusão, incorporação ou transferência de controle acionário; e) o fortalecimento de instrumentos de fiscalização e de punição; e f) a autorização para a cobrança de tarifas (MENDONÇA DE BARROS e ALMEIDA Jr, 1997:6-9). Além disso, foram encaminhadas medidas para ajuste do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal e para a privatização do Banco Meridional, controlado pelo governo federal, e de diversos bancos estaduais (MENDONÇA DE BARROS e ALMEIDA Jr, 1997:9-11).

2.4 DÍVIDA EXTERNA

Por quase uma década, a impossibilidade de contar com financiamento externo havia trazido constantes ameaças de crises cambiais, baixas taxas de crescimento e crescente aceleração inflacionária à economia brasileira. Em 1990, a não ser pela posse de um novo governo e pela adoção de mais um plano de estabilização em março, o quadro vigente no setor externo pouco havia mudado. Desde fins de junho do ano anterior, a economia estava submetida a mais uma ameaça de crise cambial em função da rápida perda de reservas. Contribuíram para isso a redução dos superávits na balança comercial gerada pela valorização cambial e pelos primeiros passos da abertura comercial; o aumento dos pagamentos relativos à dívida externa devido à renegociação concluída em setembro de 1988 e a aceleração das remessas de lucros e de dividendos e das repatriações de capital em função das incertezas geradas pela instabilidade macroeconômica e pela proximidade da eleição presidencial. Diante do risco de uma redução das reservas para um nível abaixo do então limite crítico de US\$ 7 bilhões, correspondente a quatro meses de importação, o governo submeteu uma série de remessas de divisas para o exterior à exigência de depósito no Banco Central a partir de fins de junho daquele ano, como forma de administrá-las e evitar uma perda maior de reservas ¹²³. Foram submetidas a essa exigência as remessas de lucros e de dividendos e as repatriações de capitais de filiais de empresas estrangeiras para suas matrizes e os pagamentos do principal e dos juros relativos à dívida externa junto aos bancos comerciais estrangeiros.

Ao mesmo tempo em que se defrontavam com mais uma ameaça de crise cambial, as autoridades econômicas, pela primeira vez em muitos anos, começavam a vislumbrar a possibilidade de atrair fluxos de capitais estrangeiros voluntários. Isso ficava claro quando se olhava para o sucesso do México, por exemplo, e para as consultas de estrangeiros e de brasileiros interessados na realização de operações de investimento de portfólio e de empréstimos securitizados. A despeito disso, no entanto, nenhum esforço de liberalização e de desregulamentação dos fluxos de capitais entre o Brasil, assim como nenhum diferencial de rentabilidade em favor da economia brasileira, traria capitais estrangeiros ao país sem que antes estivessem mais claras e menos arriscadas as condições relativas à sua movimentação entre o país e o exterior. A

¹²³ A centralização das remessas de divisas para o exterior estava prevista pela Resolução nº 1.564 do Conselho Monetário Nacional e pela Circular nº 1.422 do Banco Central, ambas de 16 de janeiro de 1989, e respondia aos problemas existentes no setor externo da economia. A medida foi implementada pelo Comunicado nº 1.166 do Banco Central, de 30 de junho de 1989, momento em que se aceleraram as remessas de lucros e dividendos e as repatriações de capitais.

centralização das remessas de divisas no Banco Central e as indefinições em relação ao tratamento a ser dado pelo governo à dívida externa eram focos de incertezas em relação às condições pelas quais seriam efetuadas as remessas de lucros e dividendos, as repatriações de capitais estrangeiros no país e os pagamentos de juros e de amortizações. Havia uma retenção forçada dos recursos de filiais de empresas estrangeiras no Banco Central e uma moratória não declarada dos pagamentos referentes à dívida externa cuja superação deveria anteceder qualquer política ou ação governamental destinada a atrair fluxos de capitais para a economia brasileira. Dessa forma, as atitudes dos governos brasileiros na área relativa à dívida externa, inicialmente para flexibilizar a centralização cambial, e depois para retomar as negociações com credores da dívida externa, tiveram papel não desprezível na criação de condições para que a economia brasileira voltasse a receber fluxos de capitais estrangeiros voluntários. Esse é um dos motivos pelos quais a presente seção se dedica a discutir o tema.

O outro motivo para que se discuta a questão da dívida externa decorre da forma como foi conduzida a sua renegociação. A submissão a um tipo de renegociação imposto pelos credores, via Plano Brady, fez com que o país iniciasse um novo período de acelerado endividamento externo, decorrente da emissão de títulos por empresas, de instituições financeiras e de setor público no exterior, sem que tivesse digerido o estoque e os serviços da dívida herdada das décadas de 70 e 80. Desta forma, o crescimento do estoque total da dívida externa deveria ser tratado com mais cuidado do que está sendo, haja vista que esta questão virtualmente sumiu das preocupações do governo brasileiro e da maior parte dos economistas.

2.4.1 A Flexibilização da Centralização Cambial e a Proposta Brasileira de 1990-91

As primeiras ações do governo Collor na área externa voltaram-se a encaminhar soluções para a centralização cambial. A flexibilização desta havia sido iniciada de forma tímida ainda no governo Sarney e deveria ser acelerada caso o governo quisesse ter sucesso na atração de fluxos de capitais estrangeiros. Ao longo de 1990, as medidas adotadas na área conseguiram conduzir à normalidade as transações relativas ao investimento direto estrangeiro e aos empréstimos externos do setor privado e do setor público financeiro. Em relação ao primeiro, houve no decorrer do ano uma

liberação progressiva dos recursos depositados no Banco Central desde 1989 ¹²⁴, assim como, em maio, o governo dispensou da centralização cambial as remessas relativas a lucros e dividendos e a repatriações de capitais ¹²⁵.

Em relação à dívida externa do setor privado, foi estabelecido em dezembro de 1990 que o pagamento do principal, dos juros e de outros encargos devidos aos bancos comerciais estrangeiros seria realizado normalmente nos cronogramas originais a partir de 1º de janeiro de 1991 ¹²⁶. A medida estendeu-se também ao setor público financeiro e, em abril do ano seguinte, à Petrobrás e à Companhia Vale do Rio Doce, então vistas como potenciais candidatas a reinaugurar o acesso do país aos mercados financeiros internacionais ¹²⁷. O governo abdicava, pois, de uma tentativa de obter reduções no estoque e nos serviços dessas dívidas por meio de sua renegociação; de um estoque de US\$ 96,5 bilhões da dívida externa registrada em dezembro de 1990, US\$ 17,7 bilhões, ou cerca de 18,3%, correspondiam a dívidas de responsabilidade do setor privado, do setor público financeiro, da Petrobrás e da Companhia Vale do Rio Doce.

Quanto ao tratamento da dívida externa do setor público com os bancos comerciais estrangeiros, as medidas do governo Collor ao longo de 1990 estavam longe de significar um retorno à normalidade do ponto de vista dos credores. A renegociação com estes foi retomada em outubro, com a apresentação pelo Brasil de uma proposta de securitização da dívida externa do setor público junto aos credores privados, que condicionava o pagamento dos juros à geração de recursos fiscais. A proposta incluía a liberação do pagamento do principal e dos juros da dívida privada de acordo com o cronograma original e dispensava os bancos da oferta compulsória de linhas comerciais e interbancárias de curto prazo, tomando-as voluntárias (BANCO CENTRAL, 1991:79).

A insistência dos credores em uma renegociação da dívida nos moldes do Plano Brady, já aplicados em outros casos, como no do México, levou a um impasse óbvio. No entanto, um endurecimento era arriscado, especialmente em função do fato de que, a partir de 30 de abril de 1991, as linhas comerciais e interbancárias estendidas

¹²⁴ Ao longo de 1990, foram alteradas várias vezes as condições para a remessa dos recursos depositados no Banco Central. Em 10 de janeiro, ainda no governo Sarney, a Circular nº 1.564 do Banco Central autorizou a remessa de lucros, dividendos e bonificações que completassem 120 dias de depósito no Banco Central e das repatriações que completassem 180 dias, prazos contados a partir dessa data. Completados os 120 dias, em 10 de maio o governo Collor determinou pela Circular nº 1.725 que as remessas seriam feitas em doze parcelas mensais e sucessivas a partir de 16 de setembro. Posteriormente, em 4 de julho, o governo estabeleceu o prazo máximo de dezembro de 1990 para a liberação integral dos depósitos, segundo definido pela Circular nº 1.768. Em 27 de julho, a Circular nº 1.785 definiu que, de forma alternativa, poderia autorizar liberações, inclusive antecipadas, quando destinadas a simultâneo investimento direto no Brasil na forma de capital de risco, dentro de tetos periodicamente estabelecidos pelo Banco Central.

¹²⁵ Comunicado nº 2.099 do Banco Central, de 10 de maio de 1990.

¹²⁶ Resolução nº 1.781 do Conselho Monetário Nacional e Circular nº 1.871 do Banco Central, ambas de 26 de dezembro de 1990.

¹²⁷ A liberação para os pagamentos relativos à dívida externa da Petrobrás e à Companhia Vale do Rio Doce foi dada pela Resolução nº 1.812, de 5 de abril de 1991.

por bancos comerciais estrangeiros para o país deixariam de ser obrigatórias, como havia sido definido no acordo assinado entre o Brasil e os credores em setembro de 1988. Com isso, o governo liberou em dezembro os pagamentos referentes à dívida do setor privado e do setor público financeiro, como visto anteriormente. Em relação à centralização cambial, foi liberado o pagamento de 30% dos juros devidos pelo setor público a serem pagos entre janeiro e março de 1991 e que estavam sujeitos a depósito no Banco Central ¹²⁸. Posteriormente, foi liberado o pagamento desse percentual dos juros para o período entre abril e junho.

A aproximação teve continuidade com a assinatura de um acordo com os bancos credores para o pagamento dos atrasados acumulados até 31 de dezembro de 1990, em 8 de abril de 1991. O acordo levou o país a pagar US\$ 2 bilhões aos credores no segundo semestre do ano, cerca de 25% do valor total dos atrasados. Os juros não pagos seriam transformados em bônus no momento da conclusão da renegociação da dívida externa pública.

2.4.2 Renegociação da Dívida Externa Pública e o Acordo de Abril de 1994

Um dos eixos da política econômica da equipe de Marcílio Marques Moreira era a aceleração na promoção de entendimentos com credores e organismos internacionais em torno da dívida externa. Com a substituição de Zélia por Marcílio, em 15 de maio de 1991, a reaproximação com os credores recebeu grande impulso. Marcílio, embaixador em Washington, vinha sendo o responsável pelas negociações durante a gestão de Zélia, sendo sua postura bem recebida pelos credores.

Embora a nova equipe econômica mantivesse o pagamento de apenas 30% dos juros devidos pelo setor público e sujeitos a depósito no Banco Central ¹²⁹, isto não significou uma postura de confronto. Pelo contrário, foram aceleradas as negociações em torno da dívida externa com credores e organismos internacionais. Em fins de 1991, o governo assinou um acordo *stand-by* com o FMI, ratificado por este em fins de janeiro de 1992. Em seguida, em fins de fevereiro, foi fechado acordo com o Clube de Paris para reescalonar US\$ 12,8 bilhões da dívida externa do Brasil, incluindo US\$ 8,6 bilhões

¹²⁸ Resolução nº 1.781 e Circular nº 1.871, de 26 de dezembro de 1990.

¹²⁹ O pagamento de 30% dos juros a vencer sujeitos a depósito pela centralização cambial foi mantido pelas seguintes resoluções do Conselho Monetário Nacional: Resolução nº 1.838, de 26 de junho de 1991 (liberou 30% dos juros a vencer entre julho e setembro); Resolução nº 1.865, de 30 de setembro de 1991 (30% dos juros a vencer entre outubro e dezembro desse ano); Resolução nº 1.889, de 18 de dezembro de 1991 (30% dos juros a vencer entre janeiro e março de 1992); Resolução nº 1.917, de 25 de março de 1992 (30% dos juros a vencer entre abril e junho); Resolução nº 1.938, de 30 de junho de 1992 (30% dos juros a vencer entre julho e setembro); e Resolução nº 1.965, de 30 de setembro de 1992 (30% dos juros a vencer entre outubro e dezembro de 1992).

de atrasados acumulados até 31 de dezembro de 1991 e US\$ 4,2 bilhões a vencer entre 1º de janeiro de 1992 e 31 de agosto de 1993 (BANCO CENTRAL, 1993:64-65). Por fim, em relação à dívida externa do setor público com os bancos comerciais estrangeiros, em 9 de julho de 1992 o governo chegou a um acordo preliminar com os credores sobre as condições básicas para a sua renegociação (BANCO CENTRAL, 1993:65). As opções para transformar a dívida externa em bônus pelos credores foram definidas nesse acordo; a descrição de cada uma será feita mais à frente, quando da discussão do acordo assinado em abril de 1994. Esse acordo preliminar foi aprovado pelo Senado em fins de 1992, já no governo Itamar Franco, a quem caberia a conclusão da renegociação.

Em 1993, a renegociação da dívida externa prosseguiu com a escolha pelos bancos credores das várias opções acertadas no acordo de julho do ano anterior. Em março, quando bancos portadores de 95% da dívida externa já haviam assinado preliminarmente o acordo, o governo liberou o pagamento de 10% adicionais aos 30% de juros sujeitos à centralização cambial que vinham sendo pagos. A medida foi retroativa a janeiro de 1992. Em fins de outubro, o Senado aprovou o perfil da distribuição das opções dos bancos comerciais estrangeiros, permitindo o início da assinatura dos acordos definitivos, que começou em 29 de novembro. Em dezembro, tendo assinado o acordo bancos detentores de 96% da dívida externa, o governo liberou o pagamento de outros 10% dos juros sujeitos à centralização cambial¹³⁰. Com isso, o governo passou a pagar 50% do total dos juros, sendo o restante transformado em bônus.

A renegociação foi concluída com a assinatura dos últimos bancos credores em 15 de abril de 1994, tendo englobado um total de US\$ 46,7 bilhões da dívida externa brasileira, incluindo US\$ 5,4 bilhões de juros atrasados entre 1991 e 1994, a dívida externa com bancos brasileiros e a dívida de US\$ 3,8 bilhões decorrente do pacote de dinheiro novo acertado na renegociação de 1988. O Quadro 2.1 resume as opções de bônus escolhidas pelos credores, assim como apresenta uma descrição das principais características de cada um, seus prazos, taxas de juros, *spreads* e valor da conversão

131

¹³⁰ Circular nº 2.390 do Banco Central, de 22 de dezembro de 1993.

¹³¹ Deve-se notar que, em função do acordo, o Brasil teve que constituir garantias em *Zero Coupon Bonds* do Tesouro norte-americano no valor total de US\$ 3,9 bilhões, sendo US\$ 2,8 bilhões em 15 de abril de 1994 e o restante em quatro parcelas ao longo dos dois anos seguintes ao acordo.

QUADRO 2.1
TRANSFORMAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA EM BÔNUS
15 de abril de 1994

BÔNUS	PRAZO	TAXAS DE JUROS E SPREADS	VALOR
<u>bônus de desconto</u> (sujeito a desconto de 35%, com garantia de 100% do principal e de doze meses de pagamento de juros)	30 anos (amortização ao final do prazo)	Libor de seis meses mais 0,8125%	US\$ 11,2 bilhões
<u>bônus de conversão da dívida</u> (amarrado ao bônus de dinheiro novo)	18 anos (carência de 10 anos)	Libor de seis meses mais 0,875%	US\$ 8,5 bilhões
<u>bônus de dinheiro novo</u> (para cada US\$ 5,5 de dívida convertida, credor deve adquirir US\$ 1 desse bônus)	15 anos (carência de 7 anos)	Libor de seis meses mais 0,875%	US\$ 1,9 bilhão
<u>bônus de juros atrasados</u> de 1991 e de 1992 até o acordo	12 anos (carência de 3 anos)	Libor de seis meses mais 0,8125%	US\$ 5,4 bilhões
<u>bônus de redução temporária dos juros, FLIRB</u> (bônus de juros reduzidos nos primeiros anos, com garantia de doze meses de pagamento de juros até o sexto ano)	15 anos (carência de 9 anos)	4% nos dois primeiros anos 4,5% no terceiro e quarto 5% no quinto e sexto Libor de seis meses mais 0,8125% a partir do sétimo ano	US\$ 1,7 bilhão
<u>bônus ao par</u> (troca ao par por bônus de juros reduzidos nos primeiros anos, com garantia de 100% do principal e de doze meses de pagamento de juros)	30 anos (amortização ao final do prazo)	4% no primeiro ano 4,25 % no segundo 5% no terceiro 5,25% no quarto 5,5% no quinto 5,75% no sexto 6% do sétimo ao trigésimo ano	US\$ 10,5 bilhões
<u>bônus de capitalização</u>	20 anos (carência de 10 anos)	4% nos dois primeiros anos 4,5% no terceiro e quarto 5% no quinto e sexto 8% do sétimo ao vigésimo ano, com capitalização da diferença entre as taxas de juros dos seis primeiros anos e a taxa de 8%	US\$ 7,4 bilhões
TOTAL			US\$ 46,7 bilhões

FONTES: PORTELLA, 1994:80-81 e BANCO CENTRAL, 1996:131-132.

2.4.3 Principais Resultados da Renegociação

A conclusão da renegociação da dívida externa em 15 de abril de 1994 marcou a normalização definitiva das relações entre o país e os credores da dívida externa, o que, segundo o governo, seria fundamental não apenas para criar um quadro favorável à continuidade da integração da economia brasileira aos fluxos internacionais de capitais, como, também, para eliminar um possível foco de incertezas nos momentos anteriores à implementação do plano de estabilização. Desde então, pouco se tem falado sobre a dívida externa herdada das décadas de 70 e 80, o que se deve, em especial, ao quadro de financiamento externo abundante vigente a partir de 1992, que vem permitindo ao país financiar um acentuado crescimento dos déficits em transações correntes e dar conta do pagamento de amortizações em simultâneo a um forte acúmulo de reservas cambiais. No entanto, a emergência de um quadro de maiores dificuldades em relação ao financiamento externo certamente fará com que o estoque e os encargos dessa dívida externa voltem a trazer problemas para o país. Por esse motivo, essa subseção dedica-se a fazer uma análise de alguns pontos da renegociação da dívida externa.

Cinco aspectos da renegociação da dívida externa devem ser destacados. Em primeiro lugar, a forma como ela foi conduzida a partir de 1990 fez com que apenas pequena parcela da dívida fosse submetida a mudanças nas suas condições, já que foram excluídas a dívida externa do setor privado, do setor público financeiro e da Petrobrás e da Companhia Vale do Rio Doce, assim como a dívida externa do restante do setor público com organismos financeiros internacionais e agências governamentais (PORTELLA, 1994:88). De um total de US\$ 114,3 bilhões da dívida externa em dezembro de 1993, apenas US\$ 46,7 bilhões, ou cerca de 41%, foram submetidos a uma mudança em algumas de suas condições na renegociação concluída em abril de 1994.

Os demais aspectos relativos ao tratamento da dívida externa brasileira a partir de 1990 são relativos aos US\$ 46,7 bilhões da dívida pública com os bancos comerciais estrangeiros que foram objeto do acordo de abril de 1994. Além do exposto no parágrafo anterior, deve-se mencionar também os pequenos descontos sobre o estoque e os serviços da dívida externa obtidos pelo Brasil com o acordo. Dados do Banco Central indicam que o desconto sobre o estoque da dívida externa chegou a US\$ 3,9 bilhões em função da troca da dívida por bônus de desconto de 35%. Perto de um estoque total de US\$ 114,3 bilhões, esse desconto, de apenas 3,4%, foi desprezível. O mesmo pode ser dito sobre os descontos obtidos no pagamento dos serviços da dívida. O Banco Central calculou esse desconto em US\$ 4 bilhões, referentes aos ganhos em valores presentes ao longo dos trinta anos seguintes à assinatura do acordo,

decorrentes da redução das taxas de juros de alguns dos bônus. Valor semelhante, de US\$ 4,7 bilhões, foi estimado por Portella (PORTELLA, 1994:86-87)¹³². Diante do pagamento de juros em torno de US\$ 9-14 bilhões anuais ao longo da década de 80, esse ganho de US\$ 4 bilhões ao longo de trinta anos também deve ser considerado desprezível.

Um terceiro aspecto da renegociação da dívida externa que deve ser citado é a ausência de uma contrapartida em recursos novos para o país, preocupação relegada a segundo plano em função do crescimento dos fluxos de capitais privados para o país a partir do início da década e da conseqüente inexistência de dificuldades graves no setor externo da economia brasileira. A contrapartida em recursos dos bônus de dinheiro novo resultou em um aporte de meros US\$ 353 milhões (BANCO CENTRAL, 1995:131-132). Em relação a esse ponto, deve-se notar que, se a entrada de recursos tornou-se desnecessária do ponto de vista do balanço de pagamentos em função da ampla disponibilidade de financiamento externo, ela não resolveu o problema de financiamento do setor público que não tem acesso aos fluxos de empréstimos externos e que tem diante de si a necessidade de arcar com o pagamento de juros e de amortizações da dívida externa (PORTELLA, 1994:92-93)¹³³.

Um quarto aspecto relaciona-se à composição da dívida externa brasileira por taxas de juros. Como pode se ver no Quadro 2.1 anteriormente apresentado, a transformação da dívida com os bancos comerciais estrangeiros em bônus sujeitou-a a diferentes taxas de juros. Bônus de desconto, bônus de conversão da dívida, bônus de dinheiro novo e bônus de juros atrasados, em um total de US\$ 27,0 bilhões, foram sujeitos a taxas de juros flutuantes. Bônus de redução temporária dos juros, no valor de US\$ 1,7 bilhão, foram sujeitos inicialmente a taxas de juros fixas, trocadas por taxas de juros flutuantes a partir do sétimo ano. Bônus ao par e bônus de capitalização, no valor total de US\$ 17,9 bilhões, foram sujeitos a taxas de juros crescentes nos primeiros anos, até atingir uma taxa fixa definida no acordo.

Favorável no contexto de baixas taxas de juros internacionais na primeira metade da década de 90, notadamente da Libor, a presença de um componente ainda elevado de dívida a taxas de juros flutuantes mantém aberta a possibilidade de que a economia brasileira seja submetida a um crescimento dos encargos dessa dívida em função de uma elevação das taxas de juros em países desenvolvidos, como a que

¹³² Portella alerta que sua estimativa levou em conta uma hipótese favorável aos descontos, de que a Libor se mantivesse em 9% ao ano a partir de 1994. Como visto no primeiro capítulo, no entanto, a Libor de seis meses para empréstimos em dólar manteve-se abaixo de 6% na maior parte desse período, com exceção de alguns meses, entre novembro de 1994 e maio de 1995, em que se manteve acima de 6%, mas ainda assim abaixo de 7%.

¹³³ Esse fato é agravado pela própria dificuldade do país obter financiamentos de organismos financeiros internacionais e de agências governamentais, como se verá no próximo capítulo.

ocorreu a partir de 1979. Esse fato é agravado em virtude do fato de que elevada parcela da dívida externa não submetida a uma renegociação também está submetida a taxas de juros flutuantes. As Tabelas 2.1 e 2.2 mostram a evolução da dívida externa brasileira registrada na primeira metade da década de 1990 de acordo com sua composição por taxa de juros. Percebe-se que, apesar de uma redução em termos relativos da parcela da dívida externa submetida a taxas de juros flutuantes, de 73,7% para 44,1% do total da dívida, em termos absolutos essa redução representa pouco, já que ela caiu de US\$ 71,2 bilhões para US\$ 63,5 bilhões entre 1990 e 1996. Essa diminuição decorreu da acima citada transformação de parcela da dívida externa a taxas de juros flutuantes em bônus com taxas de juros fixas.

TABELA 2.1
DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA
Brasil, 1990-1996
distribuição por modalidade de taxa de juros (US\$ milhões) ¹

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOTAL (a+b)	96.646	92.996	110.835	114.270	119.668	129.313	144.092
a) Taxas flutuantes	71.168	68.043	76.841	75.103	60.502	60.082	63.523
- <i>Libor</i>	54.881	53.640	56.469	55.022	47.886	46.946	48.914
- <i>Prime</i>	2.699	2.088	4.481	4.626	702	885	815
- FMI	2.206	1.173	739	305	186	142	68
- BIRD	3.766	3.949	5.089	5.096	4.987	5.032	5.229
- BID	620	584	675	828	1.096	1.292	1.662
- Outras	6.996	6.609	9.388	9.226	5.645	5.785	6.835
b) Taxas fixas	25.378	24.953	33.994	39.167	59.166	69.231	80.569
- BIRD	4.827	4.278	2.084	1.355	1.308	1.005	647
- BID	2.004	1.904	2.560	2.678	2.479	2.562	2.405
- Outras	18.547	18.771	29.350	35.134	55.379	65.664	77.517

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTA: ¹ Dados de dezembro de cada ano.

TABELA 2.2
DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA
Brasil, 1990-1996
distribuição por modalidade de taxa de juros (composição percentual) ¹

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOTAL (a+b)	100,0						
a) Taxas flutuantes	73,7	73,2	69,3	65,7	60,6	46,6	44,1
- <i>Libor</i>	56,8	57,7	50,9	48,2	40,0	36,3	33,9
- <i>Prime</i>	2,8	2,2	4,0	4,0	0,6	0,7	0,6
- FMI	2,3	1,3	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0
- BIRD	3,9	4,2	4,6	4,5	4,2	3,9	3,6
- BID	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2
- Outras	7,2	7,1	8,5	8,1	4,7	4,5	4,7
b) Taxas fixas	26,3	26,8	30,7	34,3	49,4	53,6	55,9
- BIRD	5,0	4,6	1,9	1,2	1,1	0,8	0,4
- BID	2,1	2,0	2,3	2,3	2,1	2,0	1,7
- Outras	19,2	20,2	26,5	30,7	46,3	50,8	53,8

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTA: ¹ Dados de dezembro de cada ano.

O quinto e último aspecto relativo ao tratamento da questão da dívida externa pelos governos brasileiros ao longo da primeira metade da década de 90 refere-se às medidas na área da conversão da dívida externa. A regulamentação dessas operações no período avançou no sentido de acelerar a cobrança da dívida externa e de retirar da legislação mecanismos que proporcionavam uma redução de seu estoque. Discutiu-se na subseção 2.3.3, que descreveu as medidas na área do investimento estrangeiro de portfólio, dois mecanismos de conversão, os Fundos de Conversão, criados em 1988, e os Fundos de Privatização, regulamentados em 1991, ambos destinados à conversão de títulos e créditos da dívida externa brasileira para aplicação em ações e em outros valores mobiliários no país. Em relação a isso, cabe lembrar que eles estão submetidos a prazos mínimos de permanência de doze e de seis anos, respectivamente, o que, de um lado, representa um prazo longo diante de uma operação de investimento de portfólio pelos canais tradicionais, mas, por outro, é um prazo mais curto que aquele dos títulos e créditos passíveis de conversão.

Além dessas duas possibilidades, detentores de títulos e créditos da dívida externa brasileira têm outra possibilidade para convertê-los em investimento no país, via aquisição de ações de empresas no processo de privatização, possibilidade criada em

março de 1991¹³⁴. As principais características da regulamentação foram a fixação de um deságio de no mínimo 25% a ser aplicado ao valor da dívida¹³⁵, a exigência de um prazo mínimo de permanência de doze anos para os recursos convertidos e a existência de um prazo mínimo de dois anos para que as ações adquiridas nos leilões de privatização pudessem ser vendidas, prazo que deixava de ser exigido no caso dos recursos conseguidos com a venda serem utilizados para a aquisição de ações de empresas já desestatizadas ou em novos leilões. As restrições relativas aos prazos foram relaxadas em janeiro de 1992, menos de um ano depois dessa primeira regulamentação¹³⁶. O prazo mínimo de doze anos para a permanência dos recursos convertidos foi reduzido para seis anos, enquanto o limite de dois anos para a venda das ações adquiridas nos leilões de privatização foi anulado. Manteve-se o deságio previsto anteriormente.

Novas mudanças foram realizadas na legislação em 1994 e 1995. Em abril de 1994, em virtude da proximidade da conclusão do acordo da dívida externa pública, o governo regulamentou a participação de uma série de bônus nos leilões de privatização. Manteve-se o prazo mínimo de permanência de seis anos e o deságio mínimo de 25% para a maior parte dos bônus: bônus de dinheiro novo de 1988, bônus de investimento (bônus de saída), bônus de juros atrasados de 1989-90, bônus de juros atrasados de 1991-94, bônus de redução temporária dos juros (FLIRB) e bônus de capitalização¹³⁷. A mesma sistemática foi aplicada aos depósitos registrados em moeda estrangeira no Banco Central. Os bônus ao par foram submetidos a um desconto inicial de 35%, que se reduzia continuamente a cada semestre. Apenas os bônus de desconto, os de conversão da dívida e os de dinheiro novo poderiam ser convertidos sem deságio.

Em setembro de 1995, visando estimular a participação de detentores de títulos e créditos da dívida externa no processo de privatização, o governo adotou novas e importantes mudanças. Além de manter o prazo mínimo de permanência dos recursos no país em seis anos, a nova regulamentação eliminou o deságio aplicado aos bônus e aos depósitos em moeda estrangeira acima mencionados, exceto no caso dos bônus ao par, que continuaram submetidos à sistemática apontada no parágrafo anterior¹³⁸.

¹³⁴ Resolução nº 1.810 do Conselho Monetário Nacional, de 27 de março de 1991.

¹³⁵ Este deságio é composto de duas partes. Há um deságio inicial de 25% a ser aplicado no momento da compra das ações no leilão de privatização e um deságio adicional definido por critérios de mercado.

¹³⁶ Resolução nº 1.894 do Conselho Monetário Nacional, de 9 de janeiro de 1992, que alterou a Resolução nº 1.810, de 27 de março de 1991.

¹³⁷ Resolução nº 2.062 do Conselho Monetário Nacional, de 12 de abril de 1994, que revogou as Resoluções nº 1.810 e nº 1.894.

¹³⁸ A Resolução nº 2.203, de 28 de setembro de 1995, eliminou apenas o deságio de mercado adicional ao deságio mínimo de 25%, mantendo este último. No entanto, a Circular nº 2.623 do Banco Central, do mesmo dia, definiu que esse deságio de 25% não seria cobrado, a não ser no caso dos bônus ao par, como mencionado no texto. Com isso, a decisão sobre a volta ou não do deságio fica a cargo do Banco Central, que pode emitir uma circular alterando a medida, sem ter que esperar por uma nova reunião do Conselho Monetário Nacional.

Nota-se portanto que as medidas relativas à conversão da dívida externa em investimentos no país vêm sendo adotadas na direção de criar maiores incentivos para os detentores dos títulos e créditos passíveis de conversão, com redução dos prazos mínimos de permanência, hoje mantidos em seis anos, e eliminação dos descontos aplicados sobre o estoque da dívida. Favorável do ponto de vista desses agentes com interesse na conversão, essas medidas, por outro lado, tendem a acelerar a cobrança da dívida externa e eliminar a possibilidade do país obter descontos sobre seu estoque.

Em suma, o conjunto de ações do governo na área da dívida externa ao longo da primeira metade da década de 90 tem atuado, principalmente, de forma a cristalizar um determinado estado em que o país tem que enviar anualmente ao exterior elevadas quantias para pagamento de juros e de amortizações. A essas remessas vêm se somar na primeira metade da década de 90 novos compromissos assumidos com a emissão de títulos no exterior por empresas, instituições financeiras e setor público brasileiros. Em conjunto, o estoque e os serviços de ambas as dívidas externas têm se ampliado de forma expressiva a partir de 1990, ainda que a conjuntura de financiamento externo farto vigente no período venha permitindo aos formuladores da política econômica ignorar seus efeitos sobre o balanço de pagamentos.

Outro ponto alterado nessa data foi a autorização para que empresas e instituições financeiras instaladas no Brasil pudessem converter títulos e créditos da dívida externa nos leilões de privatização, embora isto não lhes dê direito ao registro de investimento estrangeiro (Resolução nº 2.203). Antes, apenas agências, filiais e subsidiárias de instituições financeiras brasileiras no exterior que fossem detentoras de títulos e créditos da dívida externa podiam realizar a conversão, dentro do limite dado pelo estoque dessa dívida registrada no Banco Central em 31 de dezembro de 1990 e sem ter direito a registro de investimento estrangeiro (Resolução nº 1.839, de 26 de junho de 1991).

2.5 POLÍTICAS CAMBIAL E MONETÁRIA

A seção 2.3 descreveu uma longa série de medidas adotadas no âmbito da legislação sobre as transações cambiais e os fluxos de capitais entre o país e o exterior responsável pelo atendimento das principais demandas postas por empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros e por empresas e instituições financeiras instaladas no país. De um lado, elas permitem que estrangeiros interessados em investir no país atuem com a flexibilidade e a mobilidade com as quais costumam operar nos mercados financeiros internacionais, fundamentais para o gerenciamento dos riscos de suas aplicações. Ao mesmo tempo, empresas e instituições instaladas no país passam a dispor de uma legislação mais adequada para a realização de operações de empréstimos externos, adaptada ao predomínio dos instrumentos securitizados de crédito e à utilização de instrumentos de *hedge*. De outro lado, mudanças na legislação ordinária e na Constituição têm eliminado restrições à atuação de empresas e de instituições financeiras estrangeiras no país.

Tem havido, portanto, um comprometimento inequívoco dos governos de criar um ambiente institucional favorável ao aprofundamento dos vínculos financeiros da economia brasileira com exterior, via atendimento das demandas postas pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais. Ao mesmo tempo, seus esforços para atrair fluxos de capitais estrangeiros ao país têm contado com as políticas cambial e monetária, que vêm sendo desenhadas e implementadas desde o último trimestre de 1991 com um olho voltado às necessidades relativas à estabilização e outro ao objetivo de criar, manter e ampliar os incentivos para que esses agentes estabeleçam relações que resultem em fluxos de capitais para o país. Em relação à política cambial, tratada na subseção 2.5.1, ela se caracteriza por percorrer três etapas distintas no período e tem exercido com eficácia um papel crucial do ponto de vista desses agentes: o de construir um horizonte claro e previsível para a evolução da taxa de câmbio, afastando a possibilidade de que uma desvalorização inesperada e acentuada traga perdas patrimoniais para investidores estrangeiros ou um aumento do valor dos compromissos em moeda estrangeira no caso dos tomadores de crédito externo. No que se refere à política monetária, discutida na subseção 2.5.2, a adoção de uma política de taxas de juros reais elevadas, cuja variação também supera a da taxa de câmbio, atende a dois requisitos desses agentes: a geração de um elevado diferencial de rentabilidade em favor de aplicações financeiras na economia brasileira, do ponto de vista do investidor estrangeiro, e de um igualmente elevado diferencial de custos de empréstimos que empurra empresas e instituições financeiras instaladas no país em direção à captação de crédito externo.

2.5.1. Política Cambial

2.5.1.1 Política Cambial antes do Plano Real (1990-julho de 1994)

Uma das primeiras dificuldades impostas para tornar bem-sucedido um esforço de atração de fluxos de capitais estrangeiros a partir de 1990 localizou-se na existência de uma ameaça de crise cambial, latente desde que, em meados de 1989, o governo Sarney tivera que centralizar no Banco Central as remessas de divisas para o exterior como forma de evitar uma maior perda de reservas cambiais, como visto na seção 2.4. A percepção de elevado risco cambial era um sério empecilho para que estrangeiros se envolvessem em operações relacionadas à economia brasileira, dada a possibilidade de perda de capital, assim como para que empresas e instituições financeiras no país buscassem empréstimos no exterior, dado o risco de um aumento inesperado dos compromissos em moeda estrangeira.

Alguns eventos ocorridos em 1990 e em 1991 contribuíram para gerar uma pequena melhoria do quadro vigente no setor externo. De um lado, a redução das taxas de juros internacionais, notadamente da Libor, vinha tendo papel importante na diminuição dos juros pagos pelo país, diminuindo as remessas de divisas na balança de serviços. Além disso, a redução de outras taxas de juros, como as pagas pelos títulos do Tesouro norte-americano, começava a trazer alguns fluxos de capitais para o país, na forma de captação de empréstimos por filiais de empresas estrangeiras via emissão de *commercial papers* no exterior e de fluxos de investimento de portfólio, como se discute no terceiro capítulo. De outro lado, o governo conduziu uma política de desvalorização suave da taxa de câmbio entre março e julho de 1990 e de forma mais acentuada entre outubro e dezembro, o que ajudou a reverter em parte a valorização cambial que vinha sendo acumulada desde 1988 (SOUZA, 1993: 25-30; ZINI, 1993: 29-39).

Esses eventos positivos, no entanto, não foram suficientes para superar de forma definitiva a ameaça de crise cambial. A adoção do Plano Collor II gerou uma nova valorização da moeda nacional, bastante acentuada entre janeiro e março de 1991 e mais suave a partir de abril (ZINI, 1993:29-39). Ainda que o governo visse o novo quadro como resultado natural do aumento dos fluxos de capitais para a economia brasileira, o impacto negativo da valorização cambial sobre o saldo da balança comercial, reforçado pelo efeito da redução das tarifas sobre as importações, levou a uma reação negativa por parte dos agentes econômicos (SOUZA, 1993:26). Esse quadro pouco mudou com a troca de comando na área econômica em maio, com a substituição de Zélia Cardoso de

Mello por Marcílio Marques Moreira. Houve um agravamento das dificuldades existentes no setor externo nos meses seguintes, que acentuou as expectativas de desvalorização cambial e os movimentos especulativos no mercado cambial.

Diante disso, o sucesso das ações do governo para atrair fluxos de capitais estrangeiros voluntários continuava a depender da resolução da questão do risco cambial, que ocorreu no último dia de setembro. Com o agravamento das dificuldades na área, o governo teve que realizar uma intervenção mais forte no mercado de câmbio, adquirindo grande quantidade de moeda estrangeira e promovendo uma minidesvalorização da moeda nacional de cerca de 16% (SOUZA, 1993:39). A partir de então, a política cambial passou a se pautar pelo objetivo de manter a taxa de câmbio real por meio de uma política de minidesvalorizações diárias que deveriam acompanhar as expectativas de inflação, de modo a evitar uma perda de competitividade do setor exportador e a emergência de novas dificuldades no setor externo.

Essa política foi mantida até às vésperas da implementação do Plano Real, em julho de 1994, tendo exercido papel fundamental na criação de incentivos para o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros para a economia brasileira, o de proporcionar aos agentes que tomam parte desses fluxos de capitais um horizonte claro e previsível em relação ao comportamento da taxa de câmbio. Com as minidesvalorizações seguindo as expectativas de inflação, afastava-se a possibilidade desses agentes serem pegos de surpresa por uma desvalorização cambial que comprometesse o resultado de suas operações. De um lado, empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros interessados em investir no mercado de capitais brasileiro viam diminuir o risco de que uma desvalorização não esperada da taxa de câmbio reduzisse o valor em dólares de seus ativos, causando uma perda patrimonial. De outro lado, empresas e instituições financeiras no país podiam captar empréstimos nos mercados financeiros internacionais com maior segurança em relação ao valor em moeda nacional dos compromissos que estavam assumindo, haja vista o efeito negativo que uma desvalorização não esperada teria sobre o valor a ser pago de juros e de amortizações.

Esse efeito positivo da política de minidesvalorizações cambiais sobre os agentes que tomam parte dos fluxos de capitais dependia, obviamente, da credibilidade da política e da equipe econômica, sustentada sobre dois elementos. Um deles era a própria confiança na equipe econômica e no seu compromisso de manter a política, que, por sua vez, foram garantidas com a boa receptividade no país e no exterior das equipes econômicas encabeçadas por Marcílio Marques Moreira, empossada em maio

de 1991,¹³⁹ e, depois, no governo Itamar Franco, por Fernando Henrique Cardoso, durante a preparação do Plano Real¹⁴⁰. O outro elemento, muito mais importante, foi o próprio crescimento dos fluxos de capitais para a economia brasileira e a recuperação dos saldos positivos na balança comercial, ambos a partir do último trimestre de 1991. A melhoria dos indicadores do setor externo refletida no acúmulo de reservas cambiais deixava evidente que dificilmente haveria problemas para manter a política cambial anunciada. Desta forma, é importante notar que essa política e o crescimento dos fluxos de capitais para o país se reforçavam mutuamente, a primeira reduzindo o risco cambial e atraindo maiores fluxos de capitais e estes viabilizando a implementação dessa política, criando condições para o governo enfrentar eventuais movimentos especulativos no mercado de câmbio.

A política de minidesvalorizações cambiais acompanhando as expectativas em relação à inflação conseguiu seu intento de preservar a competitividade do setor exportador até meados de 1992, tendo inclusive gerado uma suave desvalorização real da taxa de câmbio em relação ao patamar atingido após a mididesvalorização do final de setembro do ano anterior (SOUZA, 1993: 38-39; MEYER, 1994; MOREIRA e CORREA, 1997:70). No entanto, a partir do início do segundo semestre, houve uma contínua valorização da taxa de câmbio real, que prosseguiu até a implementação do Plano Real e atingiu, no conjunto do período, cerca de 15 a 20%, conforme o índice de preços utilizado (MOREIRA e CORREA, 1997:70). Contribuíram para essa valorização duas dificuldades existentes para a implementação da política de manutenção da taxa de câmbio real. Primeiro, como as mididesvalorizações diárias seguiam as expectativas de inflação, elas sinalizavam para os agentes privados uma determinada evolução das taxas de inflação. Com isso, mesmo que houvesse razões para acelerá-las, havia o risco de induzir esses agentes a repassá-las para os preços. Segundo, o crescimento acentuado dos fluxos de capitais a partir de fins de 1991 e ao longo dos anos seguintes exerceu contínuas pressões por uma valorização cambial, que não foram maiores apenas em função da adoção de uma política monetária de elevadas taxas de juros

¹³⁹ A substituição de Zélia Cardoso de Mello por Marcílio Marques Moreira em maio de 1991 foi bem recebida, dado o compromisso de Marcílio de acelerar a implementação de reformas liberalizantes, abandonar os choques, conduzir as políticas monetária e fiscal de forma austera e renegociar a dívida externa nos moldes propostos pelos credores. A adoção de políticas e de ações condizentes com esse compromisso, refletida por exemplo na aceleração da abertura comercial, na abertura do mercado de capitais brasileiro para o investidor estrangeiro de portfólio e no abandono da proposta brasileira para renegociar a dívida externa atuaram como elementos fundamentais para dar credibilidade à nova política.

¹⁴⁰ Após um início instável do governo Itamar Franco, marcado por sucessivas trocas de equipes econômicas, a posse de Fernando Henrique Cardoso à frente da área econômica ajudou a dissipar as incertezas em relação aos rumos a serem seguidos pela política econômica, pelas reformas estruturais e pela renegociação da dívida externa. Isto se deveu ao compromisso assumido de se manter os principais eixos da política que vinha sendo seguida por Marcílio e de não adotar quaisquer tipos de choques, assim como ao anúncio da condução de uma estratégia de estabilização baseada nas bem-sucedidas experiências do México e da Argentina.

para esterilizar os impactos monetários dos fluxos de capitais. Mesmo às custas de uma forte impacto negativo sobre o estoque e os encargos da dívida mobiliária federal (CARNEIRO e GARCIA, 1993 e 1995; MEYER, 1994), essa política foi incapaz de reverter totalmente a tendência à valorização cambial. Além dessas duas dificuldades, os efeitos positivos da valorização cambial do ponto de vista da estabilização, reforçados pela abertura comercial, faziam com que ela não fosse de todo indesejada, ainda mais porque o crescimento dos fluxos de capitais e, portanto, da disponibilidade de financiamento externo, diminuía o montante dos superávits comerciais necessários para fechar as contas externas.

Vistas as fontes da valorização cambial a partir de meados de 1992, resta discutir seus efeitos positivos sobre os fluxos de capitais. Embora ela fosse um resultado *ex-post* da política cambial, a ocorrência de contínuas valorizações no período indicava aos agentes privados uma provável repetição desse movimento no futuro que, se ocorresse de fato, traria benefícios. Para empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros, esses deviam-se ao fato de que as remessas de lucros e de dividendos e as repatriações de capital seriam feitas a uma taxa de câmbio mais favorecida se a valorização cambial se confirmasse, trazendo um ganho adicional para suas operações. Por sua vez, empresas e instituições financeiras instaladas no país interessadas em captar empréstimos também recebiam um incentivo decorrente da valorização, pois a taxa de câmbio mais favorável, se confirmada, diminuiria o valor em moeda nacional dos juros e das amortizações a serem pagas.

Deve-se notar, no entanto, que esse incentivo deve ter variado muito de agente para agente, dependendo, por exemplo, do horizonte de tempo associado a sua operação de investimento ou de empréstimo e da sua percepção acerca do potencial efeito negativo da valorização cambial sobre o desempenho das contas externas brasileiras e de uma possível desvalorização que se tornasse necessária em função desses efeitos negativos. Pode-se dizer que, muito provavelmente, esse tipo de incentivo tenha agido com mais força no caso das decisões de investidores estrangeiros de portfólio, dada a pequena possibilidade de que houvesse uma deterioração do quadro vigente no setor externo durante o prazo curtíssimo de suas operações. A manutenção de elevados fluxos de capitais para o país e o acúmulo de reservas eram elementos que reforçavam a percepção de um comportamento tranquilo das contas externas do país e, em especial, da taxa de câmbio, que dificilmente teria que ser desvalorizada nesse prazo mais curto. Para empresas e instituições financeiras interessadas em captar empréstimos no exterior, esse incentivo talvez tenha sido menos forte, dado o prazo mais longo de suas operações quando comparado aquele das operações de investimento de portfólio. Durante esse prazo, a valorização cambial

poderia ter impacto mais acentuado sobre a balança comercial e as contas externas do país, com efeitos incertos sobre a evolução da taxa de câmbio.

2.5.1.2 Política Cambial após o Plano Real (julho de 1994 em diante)

Após a implementação do Plano Real, em julho de 1994, a política cambial percorreu duas etapas distintas, a primeira indo até o início de março do ano seguinte e a segunda com início a partir de então. Como ocorrera durante o período anterior, a possibilidade da política cambial imprimir um comportamento suave à taxa de câmbio, sem mudanças bruscas e inesperadas, continuou a ser um importante elemento dentro do objetivo de atrair fluxos de capitais estrangeiros ¹⁴¹. Na primeira etapa, o objetivo de manter a taxa de câmbio real e sustentar a competitividade do setor exportador foi abandonado em função dos objetivos relacionadas à estabilização, fundamentada na ancoragem da moeda nacional ao dólar. O governo não apenas fixou um teto para a variação da taxa de câmbio, como, diante dos elevados superávits do balanço de pagamentos, deixou-a flutuar livremente, o que resultou em uma valorização expressiva das taxas de câmbio nominal e real, este último efeito reforçado pela manutenção de taxas de inflação ainda elevadas em relação às vigentes no exterior. Em um período de apenas seis meses, a taxa de câmbio real valorizou-se cerca de 20% a 30%, conforme o índice de preços e a moeda ou as moedas utilizadas no cálculo (MOREIRA e CORREA, 1997:70; YOKOTA e FREITAS, 1997). A aposta do governo era a de provocar uma redução mais rápida das taxas de inflação mediante a combinação de uma abertura comercial acelerada e da valorização:

Esta maxivalorização cambial veio acompanhada de uma aceleração da política de abertura do mercado interno às importações. A intenção era evidente: submeter os formadores de preços a uma pressão sem precedentes em termos de competição externa, inundando o mercado interno com importações. O balanço de pagamentos em conta corrente, antes protegido pela combinação de câmbio indexado e barreiras à importação, passou a ser deliberadamente sacrificado em nome do combate à inflação. (NOGUEIRA BATISTA, 1996:18)

Esta etapa da política cambial, no entanto, teve vida curta, embora o mesmo não possa ser dito em relação aos seus efeitos sobre a competitividade externa da economia brasileira, como será visto no terceiro capítulo. Em março de 1995, diante do agravamento das condições do setor externo e da crise cambial resultantes da crise mexicana, a política cambial mudou, com a equipe econômica permitindo uma

¹⁴¹ Por outro lado, no entanto, alguma incerteza passou a frequentar o horizonte dos agentes envolvidos nesses fluxos de capitais, haja vista a emergência de uma série de questões relacionadas à solidez do setor externo da economia brasileira. Voltaremos a esse ponto no terceiro capítulo.

desvalorização nominal de 5,2% do real e adotando um sistema de bandas cambiais (MOREIRA e CORREA, 1997:70). Como exposto em boletim do Banco Central:

A partir da instituição do sistema de bandas cambiais, o Banco Central atuou no mercado de forma a permitir gradual desvalorização do real em relação ao dólar, sem que houvesse entretanto sinalização quanto à tempestividade e à intensidade dessas desvalorizações, para evitar que servissem de parâmetro para reindexação de preços. Essa estratégia procurou neutralizar, de certa forma, a elevação dos custos das exportações decorrente da inflação interna, sem contudo interromper o processo de busca de maior eficiência, que se traduz em ganhos permanentes de competitividade para o exportador, ao invés de benefícios temporários proporcionados por uma desvalorização cambial. (BANCO CENTRAL, 1996:112)

A política cambial tem utilizado como índice de preços relevante o Índice de Preços no Atacado (IPA) e, até fins de 1996, conseguiu levar a uma recuperação da taxa de câmbio real quando se considera a variação desse índice, seja em relação ao dólar, seja em relação a uma cesta de moedas (YOKOTA e FREITAS, 1997). No entanto, três pontos devem ser considerados em relação a isso. Em primeiro lugar, os mesmos autores mostram que, ao se levar em conta o comportamento do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), nota-se que a desvalorização real da taxa de câmbio se limitou ao efeito da desvalorização nominal de 5,2% feita pelo governo em março. Os dados mostram que a tendência à valorização do real continuou firme nos meses que se seguiram, tanto em relação ao dólar, quanto em relação a uma cesta de moedas. Para um índice 100 em junho de 1994, às vésperas do Plano Real, seus dados mostram que, utilizando-se o IPC, o índice atingido em fins de 1996 estava abaixo de 70. Em segundo lugar, mesmo em se adotando o melhor índice de preços do ponto de vista do governo, o IPA, nota-se que a desvalorização que vem sendo conduzida está longe de levar a taxa de câmbio aos seus níveis pré-Real. Para um índice 100 em junho de 1994, tem-se um índice abaixo de 85 em fins de 1996. Em terceiro lugar, acompanhando a evolução da taxa de câmbio nos primeiros meses de 1997, os autores mostram como a utilização pelo governo do dólar como referência e não uma cesta de moedas tem provocado uma nova valorização do real, mesmo quando se leva em conta a evolução do IPA. Isto ocorre em função das desvalorizações do marco e do iene em relação ao dólar e do movimento de outras moedas européias e asiáticas que tendem a acompanhar a evolução das moedas alemã e japonesa ¹⁴².

Voltaremos à discussão desses pontos no próximo capítulo, quando da avaliação das perspectivas em relação ao comportamento da balança comercial nos próximos anos. Por ora, para finalizar esta subseção, basta notar que a política cambial no período recente ainda tem proporcionado aos agentes que tomam parte dos fluxos

de capitais entre a economia brasileira e o exterior um horizonte previsível em relação ao comportamento da taxa de câmbio. No entanto, diante das incertezas geradas pelo desempenho das contas comerciais e do setor externo como um todo, esse fator positivo do ponto de vista dos fluxos de capitais tende a perder força, com a taxa de câmbio sujeitando-se à possibilidade de ataques especulativos à medida que as diversas medidas adotadas pelo governo na área externa mostram ser incapazes de reverter o desempenho ruim da balança comercial.

2.5.2 Política Monetária

Mais que a política cambial, a política monetária vem tendo uma trajetória sem mudanças a partir de outubro de 1991, quando foi adotada uma política de elevadas taxas de juros reais pela equipe de Marcílio Marques Moreira. Vale lembrar que, após a posse de Marcílio em maio, a inflação havia se acelerado em função da liberação dos preços privados na saída do congelamento do Plano Collor II e do reajuste de tarifas e de preços públicos, problemas aos quais se agregavam as dificuldades políticas para realizar um ajuste fiscal. Com isso, de forma praticamente simultânea à mudança da política cambial discutida anteriormente, a política monetária passou a se assentar sobre uma nova base a partir de meados de outubro de 1991, a manutenção de elevadas taxas de juros reais. Essa política atendia a uma série de preocupações relativas à estabilização, à viabilização da políticas monetária e fiscal e ao setor externo. Esperava-se segurar o crescimento das taxas de inflação, atrair para o mercado financeiro os recursos bloqueados pelo Plano Collor em março de 1990 e que então começavam a ser liberados, facilitar o financiamento da dívida pública, estimular as exportações por meio dos adiantamentos de contratos de câmbio e, por fim, estimular a captação de empréstimos externos e o investimento estrangeiro de portfólio ¹⁴³.

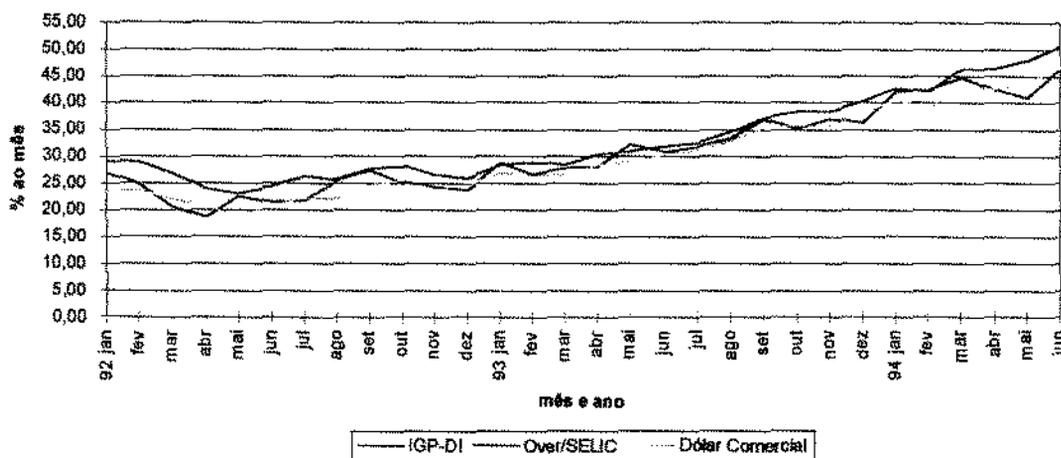
Tomada a decisão de reproduzir no Brasil as experiências de ancoragem cambial realizadas no México e na Argentina, a política monetária continuou a ter um importante papel na atração de fluxos de capitais estrangeiros. Como já mencionado na seção 2.2, isto decorreu da necessidade de conduzir um esforço de acúmulo de reservas cambiais previamente à implementação do Plano Real.

¹⁴² Alguns integrantes do governo vêm reconhecendo o problema, como se vê pelas notícias publicadas na imprensa brasileira ("Sinal trocado no câmbio", *Folha de São Paulo*, 17 de agosto de 1997, p. 1-13).

¹⁴³ Para uma descrição mais detalhada da política econômica no período, ver CARNEIRO e GARCIA (1993 e 1995).

A Figura 2.1 compara a evolução mensal da taxa de juros básica (Over/SELIC), da taxa de inflação (IGP-DI) e do dólar comercial entre janeiro de 1992 e junho de 1994, às vésperas da implementação do Plano Real.

FIGURA 2.1
TAXA DE JUROS BÁSICA (OVER/SELIC), INFLAÇÃO (IGP-DI) E VARIAÇÃO DO DÓLAR COMERCIAL
Brasil, janeiro de 1992 a junho de 1994
% ao mês



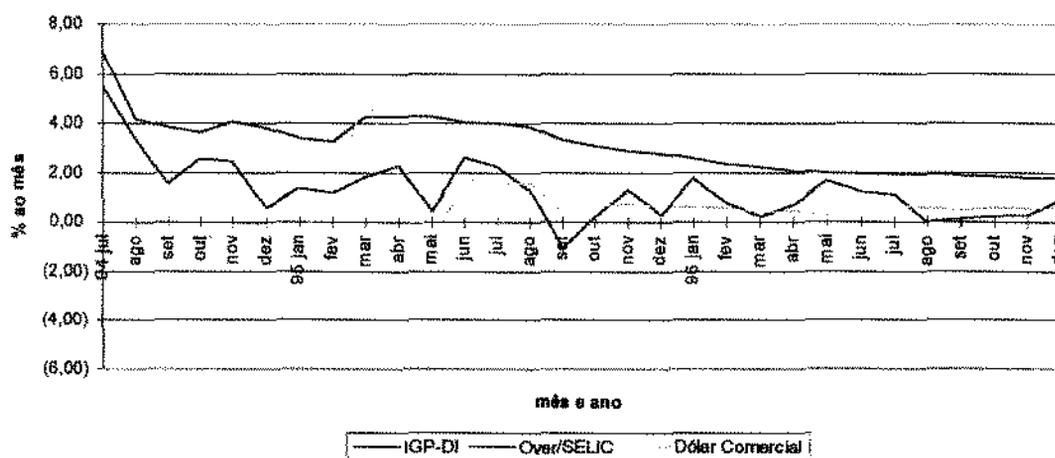
FONTES: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números; ANDIMA (1994).

Nota-se que a taxa de juros básica manteve-se acima da taxa de inflação em praticamente todo o período ilustrado. No que se refere à promoção de incentivos para o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais para a economia brasileira, a manutenção de elevadas taxas de juros nominais e reais exerceu papel tanto na ampliação do diferencial de rentabilidade em favor do investimento estrangeiro de portfólio no mercado de capitais, quanto na ampliação do diferencial de custos que empurrou empresas e instituições financeiras instaladas no país em direção ao crédito externo. Em relação ao primeiro desses pontos, cabe enfatizar novamente o papel exercido pela política cambial, que garantiu que esse diferencial não seria eliminado por uma desvalorização inesperada da taxa de câmbio. A figura mostra claramente que o dólar comercial teve uma variação mensal inferior à taxa de juros. Em relação ao segundo ponto, a figura mostra o diferencial entre a taxa de juros básica e a taxa de inflação; o diferencial entre as taxas de juros finais dos empréstimos e a taxa de inflação foi bem maior, haja vista que há um *spread* sobre a taxa básica.

Esse papel exercido pela política monetária foi mantido após julho de 1994, tendo ganhado importância crescente em função do aumento dos déficits em transações

correntes, da emergência de dúvidas em relação à solidez do setor externo e dos consequentes espaços deixados para a emergência de ataques especulativos contra o real. A Figura 2.2 apresenta a evolução da taxa de juros básica (Over/SELIC), da taxa de inflação medida pelo IGP-DI e do dólar comercial a partir da implementação do Plano Real. Como aspecto digno de nota, cabe mencionar o fato de que, a não ser no mês de março de 1995, quando o governo desvalorizou o real em 5,2%, a taxa de juros básica continuou a superar a variação mensal da taxa de câmbio, ainda que a distância entre ambas viesse diminuindo de forma lenta a partir do segundo semestre de 1995.

FIGURA 2.2
TAXA DE JUROS BÁSICA (OVER/SELIC), INFLAÇÃO (IGP-DI) E VARIAÇÃO DO DÓLAR COMERCIAL
Brasil, julho de 1994 a dezembro de 1996
% ao mês



FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

Em resumo, a manutenção de taxas de juros elevadas passa a ser um instrumento fundamental dentro da estratégia para consolidar a estabilização e permitir a reversão dos déficits comerciais, haja vista que mantêm atrativas as operações de empréstimos externos securitizados e, em menor medida, de investimento estrangeiro de portfólio, garantindo o financiamento externo da economia enquanto as reformas e as políticas que vêm sendo adotadas para reverter os déficits comerciais não trazem os resultados esperados pelo governo. As operações de empréstimos, em especial, que têm sido a principal fonte de financiamento externo da economia brasileira a partir de 1992, são o alvo maior da política monetária, uma vez que o investimento estrangeiro de portfólio em ativos de renda fixa, como se viu nesse capítulo, está sujeito a grandes restrições, principalmente via tributação pelo IOF.

2.6 COMENTÁRIOS FINAIS

Este capítulo procurou mostrar como os governos brasileiros vêm atuando ao longo da primeira metade da década de 90 para tirar proveito de uma conjuntura internacional favorável à reintegração da economia aos fluxos internacionais de capitais voluntários. Discutiu-se assim como isso leva à adoção de uma série de políticas e reformas voltadas a incentivar a entrada desses capitais, inicialmente para contribuir na superação de um quadro de dificuldades no setor externo da economia brasileira, e depois, principalmente após meados de 1993, para atender às necessidades surgidas nas etapas de preparação, de implementação e de consolidação do Plano Real. As ações do governo na área resultam, portanto, na criação de amplos estímulos a um aprofundamento dos vínculos financeiros mantidos pela economia brasileira com o exterior. Em especial, isto significa atender às demandas postas pelos agentes envolvidos nas operações de empréstimos externos securitizados e de investimento estrangeiro de portfólio, operações que, como visto no primeiro capítulo, proporcionam melhores meios para gerenciamento de riscos por parte desses agentes. Daí o amplo e profundo processo de liberalização e de desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior e a adoção de políticas cambial e monetária que procuram reduzir o risco cambial e ampliar a rentabilidade envolvida em ambas as operações.

Viu-se também que, implementado o Plano Real, a emergência de déficits na balança comercial e a ampliação dos déficits na balança de serviços, assim como o aumento do pagamento de amortizações, têm levado a uma maior dependência da economia brasileira em relação ao financiamento externo proporcionado pelos fluxos de capitais estrangeiros. Apesar do maior papel do investimento direto estrangeiro na área a partir de 1995, a necessidade de financiar os elevados déficits em transações correntes e de pagar as amortizações da dívida externa obriga o governo a manter os incentivos à entrada de fluxos de empréstimos externos e de investimento estrangeiro de portfólio. Ambos são cruciais para garantir a maior parte do financiamento externo de que precisa a economia brasileira enquanto as políticas e reformas adotadas para consolidar a estabilização e reverter os déficits comerciais não geram os resultados esperados. Com isso, as políticas cambial e monetária continuam a exercer papel fundamental, respectivamente, na diminuição do risco cambial percebido pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais e na indução de empresas e instituições financeiras ao crédito externo.

Adicionalmente, outra necessidade emerge a partir da implementação do Plano Real, a de gerar uma melhoria na qualidade do financiamento externo proporcionado pelos fluxos de capitais estrangeiros, reduzindo a dependência em relação aos empréstimos externos e ao investimento estrangeiro de portfólio. Para isso, a privatização e a concessão de serviços públicos e a ampliação dos espaços para a atuação de instituições financeiras estrangeiras no país assumem grande importância dentro do conteúdo geral da política econômica, sendo desenhadas e implementadas em grande medida para promover a entrada de capitais mais estáveis e de maiores prazos na economia brasileira, na forma de investimento direto estrangeiro.

Feita esta análise, o terceiro capítulo procura avaliar como essas políticas adotadas no Brasil atuam no nível das decisões dos diversos agentes que tomam parte dos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior, mediante a identificação dos determinantes e das motivações presentes nessas decisões. A partir dessa discussão, parte-se para a discussão dos riscos a que se expõe a economia brasileira ao se integrar a esses fluxos de capitais na forma e na profundidade que ela vem ocorrendo.

CAPÍTULO 3

BALANÇO DE PAGAMENTOS: FINANCIAMENTO EXTERNO, DÉFICITS EM TRANSAÇÕES CORRENTES E RISCOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA

3.1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste capítulo é o de discutir a configuração que vem sendo assumida pelo balanço de pagamentos brasileiro na primeira metade da década de 90, associando-a aos movimentos em curso nos países desenvolvidos, tratados no primeiro capítulo, e ao conjunto de políticas e de reformas adotadas por governos brasileiros desde o início da década, abordadas no segundo capítulo. O capítulo compõe-se de três seções, além das seções dedicadas à introdução e aos comentários finais, feitos na seção 3.5.

A seção 3.2 apresenta de forma breve as principais características do balanço de pagamentos brasileiro na primeira metade da década de 90, procurando destacar dois eventos fundamentais do ponto de vista da análise do capítulo: a ampliação da disponibilidade de financiamento externo proporcionada pelo retorno dos fluxos de capitais e o aumento da dependência da economia brasileira em relação a esse financiamento. As duas seções seguintes tratam esses pontos de maneira detalhada. A seção 3.3 discute o financiamento externo, atentando para aspectos microeconômicos envolvidos nos fluxos de capitais, por meio da identificação dos determinantes e das motivações presentes nas decisões dos agentes envolvidos nesses fluxos de capitais, e para aspectos macroeconômicos, mediante a discussão da qualidade do financiamento externo que vem sendo proporcionado por esses capitais. Argumenta-se que as políticas e as reformas descritas no segundo capítulo são muito bem-sucedidas no atendimento das demandas postas pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior, o que fica evidente quando se olha para os elevados superávits da conta de capital observados a partir de 1991 e para o predomínio dos fluxos de capitais privados. Apesar dos efeitos positivos da maior disponibilidade de financiamento externo, que tem sido plenamente aproveitada na viabilização do Plano Real, o aprofundamento dos vínculos financeiros com o exterior tem sido acompanhado, também, pela emergência de maiores riscos para a economia brasileira. Isto ocorre

porque o sucesso no plano microeconômico na atração de fluxos de capitais estrangeiros significa proporcionar aos agentes neles envolvidos a liberdade de movimentação, a flexibilidade e a mobilidade requeridas, em especial em operações de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados. Resulta daí que, no plano macroeconômico, a economia brasileira passa a estar sujeita à dinâmica peculiar desses fluxos de capitais discutida no primeiro capítulo, que podem se retirar de forma abrupta e inesperada em resposta a mudanças na percepção de seus detentores em relação às condições de rentabilidade e de riscos de suas aplicações. Essas mudanças, por sua vez, podem ser causadas por inconsistências das políticas internas, eventos na economia e na política econômica de países desenvolvidos ou de outros países em desenvolvimento ou movimentos especulativos em curso nos mercados financeiros internacionais.

A seção 3.4 procura avaliar a estratégia do governo para criar instrumentos para defender a economia de eventuais problemas no setor externo, abordando dois pontos em especial. De um lado, discute-se a importância dentro desta estratégia das medidas destinadas a promover incentivos ao investimento direto estrangeiro, como forma de diminuir a dependência da economia em relação aos fluxos de empréstimos securitizados e de investimento de portfólio. De outro lado, a seção procura levantar considerações sobre as medidas que vêm sendo implementadas para inverter o sinal negativo da balança comercial e sinalizar aos agentes envolvidos nos fluxos de capitais a existência de um horizonte mais claro e de poucos riscos para suas operações no país. Ainda que uma discussão mais aprofundada desse segundo ponto ultrapasse os limites da dissertação, é importante analisar alguns elementos que afetam a viabilidade e a eficácia dessas medidas, uma vez que a natureza e a profundidade dos vínculos financeiros estabelecidos entre a economia brasileira e o exterior e os riscos a que ela vem se submetendo têm resultado em larga medida da ampliação dos déficits em transações correntes. Ao aumentar a dependência do país em relação ao financiamento externo proporcionado pelos fluxos de capitais, exigem uma entrada contínua desses capitais, assim como imprimem um determinado curso para as políticas e reformas conduzidas pelo governo. Estas têm que ser desenhadas e implementadas de forma a manter e a ampliar os incentivos aos fluxos de capitais, o que, como visto no segundo capítulo, tem marcado as políticas monetária e cambial, essenciais do ponto de vista do atendimento das demandas relativas à rentabilidade e ao risco cambial dos agentes envolvidos, e os processos de privatização e de concessão de serviços públicos, ambos exercendo papéis também fundamentais na atração de capitais estrangeiros. Além disso, essa avaliação das medidas do governo para gerar uma mudança no sinal da balança comercial é necessária tendo em vista que a forma como evolui o déficit em transações correntes tem

papel central na formulação das expectativas dos agentes envolvidos nos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior. A possibilidade dela continuar a contar com os fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados para seu financiamento externo, enquanto as políticas e reformas adotadas pelo governo não trazem os resultados esperados em termos de consolidação da estabilização e de recuperação dos saldos da balança comercial, depende da maneira como esses agentes olham para a evolução do setor externo. A emergência de preocupações em relação a este ponto e, portanto, em relação à capacidade do país continuar a cumprir seus compromissos, pode levar a um movimento acentuado de fuga de capitais, a dificuldades crescentes para o país continuar obtendo financiamento externo e, no limite, a uma crise cambial que pode comprometer toda a estratégia que vem sendo utilizada pelo governo brasileiro.

3.2 BALANÇO DE PAGAMENTOS (1990-1996)

O crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a economia brasileira ao longo da primeira metade da década de 90 tem gerado uma significativa ampliação da disponibilidade de financiamento externo, trazendo consigo importantes mudanças na configuração do balanço de pagamentos brasileiro em relação ao quadro vigente na década de 80. A Tabela 3.1 apresenta os dados do balanço de pagamentos a partir de 1990, enquanto a Tabela 3.2 abre os dados da balança de serviços.

TABELA 3.1
BALANÇO DE PAGAMENTOS
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
1) TRANSAÇÕES CORRENTES (a+b+c)	(3.782)	(1.407)	6.143	(592)	(1.689)	(17.972)	(24.347)
a) Balança Comercial	10.753	10.579	15.239	13.307	10.466	(3.352)	(5.539)
- Exportações	31.414	31.620	35.793	38.563	43.545	46.506	47.747
- Importações	20.661	21.041	20.554	25.256	33.079	49.858	53.286
b) Balança de Serviços	(15.369)	(13.542)	(11.339)	(15.585)	(14.743)	(18.594)	(21.707)
c) Transferências Unilaterais	834	1.556	2.243	1.686	2.588	3.974	2.899
2) CONTA DE CAPITAL (d+e+f+g+h+i+j+k+l+m+n)	(4.715)	(4.148)	25.271	10.115	14.294	29.359	32.391
d) Investimento Brasileiro no Exterior	(731)	(1.015)	(137)	(1.094)	(1.037)	(1.559)	77
e) Investimento Direto Estrangeiro	627	607	1.405	614	1.888	3.928	9.442
f) Investimento de Portfólio	104	576	1.704	6.650	7.280	2.294	6.039
g) Reinvestimentos	273	365	175	100	83	384	447
h) Empréstimos de Longo Prazo	(968)	2.368	5.761	5.865	3.712	9.113	14.660
i) Financiamentos Estrangeiros	(3.512)	(4.076)	(3.425)	(2.908)	(1.907)	(2.198)	(2.125)
j) Financiamentos Brasileiros	(50)	(99)	67	(245)	(450)	(679)	(103)
k) Refinanciamentos	812	0	18.683	1.190	42.476	311	249
l) Amortizações Refinanciadas	612	(0)	1.425	710	39.410	(0)	(0)
m) Capitais de Curto Prazo	(1.208)	(3.033)	2.602	869	909	18.834	3.995
n) Outros Capitais	550	157	(139)	(216)	750	(1.069)	(290)
3) ERROS E OMISSÕES	(328)	876	(1.386)	(1.119)	334	2.093	973
4) SUPERÁVIT OU DÉFICIT (1+2+3)	(8.825)	(4.679)	30.028	8.404	12.939	13.480	9.017
5) FINANCIAMENTO (a+b+c)	8.825	4.679	(30.028)	(8.404)	(12.939)	(13.480)	(9.017)

FONTE: BANCO CENTRAL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTA: ¹ Dados preliminares.

TABELA 3.2
BALANÇA DE SERVIÇOS
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
TOTAL (a+b+c+d+e+f+g+h)	(16.369)	(13.542)	(11.339)	(16.585)	(14.743)	(18.594)	(21.707)
- Receita	4.919	4.223	5.205	5.273	6.662	8.708	11.163
- Despesa	20.288	17.765	16.544	20.858	21.405	27.302	32.870
a) Juros	(9.748)	(8.621)	(7.253)	(8.280)	(6.338)	(8.158)	(9.840)
- Receita	1.120	872	1.025	1.049	1.802	2.485	2.918
- Despesa	10.868	9.493	8.278	9.329	8.140	10.643	12.758
b) Lucros e Dividendos	(1.592)	(666)	(574)	(1.831)	(2.483)	(2.590)	(2.373)
- Receita	27	23	75	220	400	911	1.468
- Despesa	1.619	688	649	2.051	2.883	3.501	3.841
c) Lucros Reinvestidos	(273)	(365)	(175)	(100)	(83)	(384)	(447)
d) Viagens Internacionais	(121)	(212)	(319)	(799)	(1.181)	(2.419)	(3.593)
- Receita	1.383	1.002	999	1.043	1.051	972	841
- Despesa	1.504	1.214	1.318	1.842	2.232	3.391	4.434
e) Transportes	(1.643)	(1.656)	(1.359)	(2.090)	(2.441)	(3.011)	(3.480)
- Receita	1.348	1.457	1.924	1.637	1.702	1.716	2.731
- Despesa	2.991	3.113	3.283	3.727	4.143	4.727	6.211
f) Seguros	(69)	(132)	(58)	(46)	(132)	(122)	(62)
- Receita	115	60	115	161	142	186	238
- Despesa	184	192	173	207	274	308	300
g) Governamentais	(328)	(370)	(166)	(345)	(327)	(339)	(275)
- Receita	38	32	59	54	91	130	175
- Despesa	366	402	225	399	418	469	450
h) Serviços Diversos	(1.595)	(1.521)	(1.435)	(2.094)	(1.758)	(1.571)	(1.637)
- Relativos a Fatores de Produção	(855)	(1.133)	(1.214)	(1.543)	(1.617)	(1.270)	(1.206)
Receita	533	583	840	897	1.212	2.144	2.496
Despesa	1.388	1.716	2.054	2.440	2.829	3.414	3.702
- Não Relativos a Fatores de Produção	(740)	(388)	(221)	(551)	(141)	(301)	(431)
Receita	355	194	168	212	262	164	296
Despesa	1.095	582	389	763	403	465	727

FONTE: BANCO CENTRAL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTA: ¹ Dados preliminares.

Nota-se a inversão dos sinais do saldo da conta de capital a partir de 1992, quando ela passou a apresentar elevados saldos positivos em função do retorno e do crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários à economia brasileira. Esses saldos positivos levaram a uma significativa ampliação da disponibilidade de financiamento externo em contraposição ao quadro vigente ao longo da década de 80, marcada pela ausência de fluxos de capitais estrangeiros voluntários e pelo pequeno

montante dos fluxos de capitais decorrentes de desembolsos não voluntários de bancos comerciais estrangeiros e organismos financeiros internacionais no âmbito das renegociações da dívida externa. Esse crescimento dos fluxos de capitais decorre, principalmente, das operações de empréstimos externos securitizados, de investimento estrangeiro de portfólio e, em menor medida, do investimento direto estrangeiro, cuja contribuição para o financiamento externo da economia brasileira vem ganhando importância mais recentemente ¹. O financiamento externo disponível para a economia brasileira na primeira metade da década de 90 tem, portanto, uma natureza distinta daquela presente em períodos anteriores de sua história. Ainda que ele seja eminentemente privado e proveniente dos mercados financeiros internacionais, como havia sido na década de 70, sua principal característica a partir do início da década de 90 é a de depender, em especial, de fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados, cuja dinâmica é muito distinta daquela dos empréstimos bancários. O predomínio desses fluxos de capitais traz uma série de implicações para a análise do financiamento externo da economia brasileira, haja vista a discussão efetuada no primeiro capítulo sobre a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais e os riscos que ela gera para os países que recebem esses capitais. A seção 3.3 discute os principais componentes da conta de capital brasileira na primeira metade da década de 90.

Um segundo elemento presente no balanço de pagamentos a partir do início da década de 90 decorre diretamente da mencionada ampliação da disponibilidade de financiamento externo: a possibilidade do país incorrer em déficits elevados no balanço de transações correntes. Pela primeira vez em muitos anos, a política econômica passou a ter a opção de deixar de lado políticas agressivas de geração de superávits comerciais e pode adotar políticas que atuam na direção oposta a que vinha sendo perseguida desde a década anterior. A balança comercial tem seus saldos positivos reduzidos a partir de 1993 e, com a implementação do Plano Real, tem seus superávits transformados em déficits, em decorrência do expressivo aumento das importações, por sua vez resultante da combinação da valorização cambial e da abertura comercial trazidas pelo plano.

¹ Deve-se alertar para o fato de que os resultados obtidos em 1992 e em 1995 refletem movimentos específicos, desligados de uma tendência geral. Em 1992, refinanciamentos no valor de US\$ 18,7 bilhões empurraram o saldo da conta de capital para US\$ 25,3 bilhões, sem caracterizar, no entanto, fluxos de capitais efetivos e muito menos decisões voluntárias, mas apenas a renegociação da dívida externa no âmbito do Clube de Paris e a negociação em torno dos juros atrasados durante a gestão de Marcílio. No ano de 1995, o saldo de US\$ 29,8 bilhões da conta de capital foi largamente influenciado pelo resultado obtido na rubrica de empréstimos de curto prazo, da ordem de US\$ 19,7 bilhões, que refletiram principalmente a liberação dada para que exportadores voltassem a fazer operações de adiantamento de contrato de câmbio (ACCs) sustentadas basicamente em crédito externo, segundo informações do Banco Central (BANCO CENTRAL, 04/1996:33). Deve-se notar que essas operações haviam sido proibidas após a implementação do Plano Real, sendo novamente liberadas no início de 1995 em função das dificuldades no setor externo.

Assim, aos déficits tradicionais na balança de serviços vêm se agregar déficits na balança comercial, ambos contribuindo para tornar a economia brasileira mais dependente do financiamento externo. Em relação à balança de serviços, seus déficits vêm se ampliando após sofrerem redução em 1991 e 1992, tendo atingido US\$ 21,7 bilhões em 1996. Esse comportamento decorre do aprofundamento dos vínculos comerciais e financeiros da economia brasileira com o exterior no período e da manutenção do estoque e dos encargos da dívida externa antiga, devendo ser destacados quatro elementos. Em primeiro lugar, o aumento dos fluxos comerciais com o exterior amplia os déficits no item referente aos transportes, que passam de um valor de US\$ 1,6 bilhões em 1990 para US\$ 3,5 bilhões em 1996. Em segundo lugar, o item relativo a viagens internacionais e a gastos com cartões de crédito internacionais também tem seus déficits ampliados, em função do processo de liberalização cambial discutido no segundo capítulo. Déficits na casa de US\$ 100-300 milhões entre 1990 e 1992 foram substituídos por déficits muito maiores nos anos seguintes, até atingir US\$ 3,6 bilhões em 1996. Em terceiro lugar, apesar de não ter aumentado em relação ao patamar vigente no início da década, o pagamento de juros da dívida externa continua a ser a principal fonte de déficits na balança de serviços em termos absolutos, atingindo quase US\$ 10,0 bilhões em termos líquidos em 1996. Por fim, tem havido uma ampliação das remessas de lucros e dividendos para o exterior, que têm atingido valores próximos a US\$ 2,5 bilhões a partir de 1994, o que decorre do crescimento dos fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de investimento direto estrangeiro para o país.

3.3 FINANCIAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Esta seção analisa os principais componentes do financiamento externo da economia brasileira na primeira metade da década de 90. A subseção 3.3.1 analisa os fluxos de capitais resultantes de financiamentos concedidos por organismos financeiros internacionais, agências governamentais, fornecedores e compradores. As subseções seguintes (3.3.2 a 3.3.4) tratam dos fluxos de empréstimos externos, de investimento estrangeiro de portfólio e de investimento direto estrangeiro. Procura-se abordar duas dimensões desses fluxos de capitais, a microeconômica, haja vista a necessidade de se identificar os determinantes e as motivações a eles associados, e a macroeconômica, devido à necessidade de analisá-los do ponto de vista da contribuição ao financiamento externo da economia brasileira e dos riscos a que esta se expõe.

3.3.1 Financiamentos Estrangeiros

As Tabelas 3.3 e 3.4 apresentam dados dos ingressos e das amortizações de financiamentos de organismos financeiros internacionais, de agências governamentais e de fornecedores e compradores a partir do início da década de 90.

TABELA 3.3
FINANCIAMENTOS ESTRANGEIROS ¹
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ²
TOTAL (a+b+c)	(3.612)	(4.076)	(3.426)	(2.908)	(1.907)	(2.198)	(2.125)
- Ingressos	2.662	2.125	1.608	1.435	2.389	3.513	4.405
- Amortizações (exceto refinanciadas)	6.174	6.201	5.033	4.343	4.296	5.711	6.530
a) Organismos Internacionais	(397)	(305)	(636)	(699)	(668)	(128)	1.169
- Ingressos	1.172	1.143	1.029	970	1.134	1.655	2.875
- Amortizações (exceto refinanciadas)	1.569	1.448	1.665	1.669	1.802	1.783	1.706
b) Agências Governamentais	(2.813)	(2.466)	(1.658)	(1.122)	(691)	(1.640)	(2.084)
- Ingressos	104	47	74	48	306	403	410
- Amortizações (exceto refinanciadas)	2.917	2.513	1.732	1.170	997	2.043	2.494
c) Fornecedores/compradores	(302)	(1.305)	(1.131)	(1.087)	(548)	(430)	(1.210)
- Ingressos	1.386	935	505	417	949	1.455	1.120
- Amortizações (exceto refinanciadas)	1.688	2.240	1.636	1.504	1.497	1.885	2.330

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTA: ¹ Exclui financiamentos brasileiros.

² Dados preliminares.

TABELA 3.4
FINANCIAMENTOS DE ORGANISMOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
TOTAL (a+b+c)	(397)	(305)	(636)	(699)	(668)	(128)	1.169
- Ingressos	1.172	1.143	1.029	970	1.134	1.655	2.875
- Amortizações (exceto refinanciadas)	1.569	1.448	1.665	1.669	1.802	1.783	1.706
a) BIRD	(476)	(250)	(686)	(786)	(734)	(520)	259
- Ingressos	782	840	595	471	641	838	1.501
- Amortizações (exceto refinanciadas)	1.258	1.090	1.281	1.257	1.375	1.358	1.242
b) BID	(56)	(89)	27	22	82	173	488
- Ingressos	244	241	335	336	416	522	832
- Amortizações (exceto refinanciadas)	300	330	308	314	334	349	344
c) CFI	135	34	23	65	(16)	219	422
- Ingressos	146	62	99	163	77	295	542
- Amortizações (exceto refinanciadas)	11	28	76	98	93	76	120

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTA: ¹ Dados preliminares.

Nota-se que o movimento de maior importância na área dos financiamentos estrangeiros ocorre no âmbito dos organismos financeiros internacionais, haja vista que o Banco Mundial (BIRD), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Corporação Financeira Internacional (CFI), instituição ligada ao Banco Mundial que financia projetos privados, vêm aumentando o desembolso de recursos ao longo da primeira metade da década de 90, como se vê na Tabela 3.4. Dado que as amortizações têm se mantido praticamente estáveis a partir de 1994, os ingressos líquidos de recursos provenientes de organismos financeiros internacionais, negativos em torno de US\$ 600-700 milhões entre 1992 e 1994, tomaram-se negativos em apenas US\$ 128 milhões em 1995 e positivos em torno de US\$ 1,2 bilhão em 1996. Esse movimento vem refletindo tanto a melhoria dos indicadores macroeconômicos trazida pelo Plano Real, que facilita o cumprimento das condicionalidades em relação aos projetos e ao desempenho macroeconômico, quanto os esforços do governo federal para gerar as contrapartidas internas em recursos exigidas por esses organismos.

Deve-se notar, no entanto, que diante do vulto dos desequilíbrios existentes no balanço de transações correntes, essa recuperação dos ingressos de recursos provenientes de organismos financeiros internacionais tem sido muito lenta. Dito de outra forma, os ingressos líquidos de recursos aí originários, positivos apenas em 1996, representam uma parcela mínima do déficit em transações correntes, de US\$ 24,3

bilhões nesse ano, contribuindo de forma praticamente desprezível para reduzir a dependência do país em relação aos fluxos de empréstimos externos securitizados e de investimento estrangeiro de portfólio.

Problema semelhante ao apontado no parágrafo anterior se coloca em relação aos financiamentos de agências governamentais e de fornecedores e compradores, cujos ingressos líquidos não apenas têm se mantido negativos, como vêm aumentando a partir de 1994 e de 1995, respectivamente, como se vê na Tabela 3.3. Quanto aos financiamentos de agências governamentais, a melhoria do quadro macroeconômico trazida pelo Plano Real e os esforços do governo para facilitar a liberação da contrapartida interna de recursos têm sido insuficientes para gerar uma mudança como a que ocorreu nas relações entre o país e os organismos financeiros internacionais. A Tabela 3.3 mostra um pequeno aumento dos ingressos de recursos delas provenientes, de cerca de US\$ 300 milhões entre 1990 e 1996, e um aumento muito acentuado das amortizações a partir de 1994, decorrente do acúmulo de vencimentos relativos a projetos de anos anteriores. Com isso, os ingressos líquidos, que haviam passado de US\$ 2,8 bilhões negativos em 1990 para um pouco menos de US\$ 700 milhões negativos em 1994, cresceram para US\$ 2,1 bilhões negativos em 1996, inexistindo portanto qualquer contribuição do ponto de vista do financiamento externo da economia. O mesmo ocorre com os financiamentos de fornecedores e de compradores, que pouco mudaram ao longo da primeira metade da década de 90. Em 1996, os ingressos líquidos de capitais daí provenientes foram negativos em US\$ 1,2 bilhão.

Em suma, o maior financiamento que vem sendo proporcionado por organismos financeiros internacionais tem sido mais que compensado pelas maiores amortizações pagas para agências governamentais, fornecedores e compradores, o que tem limitado a contribuição desses fluxos de capitais para o financiamento externo da economia brasileira. Em termos líquidos, os financiamentos estrangeiros têm se mantido negativos ao longo de toda a primeira metade da década de 90, ainda que se note alguma melhoria, refletida na transformação de ingressos negativos entre US\$ 3,4 bilhões e US\$ 4,1 bilhões entre 1990 e 1992 em ingressos negativos entre US\$ 1,9 bilhão e US\$ 2,2 bilhões no período 1994-96². Como resultado, acentua-se o predomínio dos fluxos de capitais privados, e dentro deles, dos fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados, no financiamento externo da economia brasileira,

² Além da contribuição para o financiamento dos déficits em transações correntes, os financiamentos provenientes de organismos financeiros internacionais e de agências governamentais devem ser considerados, também, do ponto de vista do financiamento do setor público. Deve-se mencionar, em relação a isso, que a dificuldade na obtenção de recursos daí provenientes tende a acentuar os problemas na área fiscal, haja vista que o setor público não tem tido uma contrapartida em recursos ao aumento de suas obrigações, notadamente em decorrência do acentuado aumento dos pagamentos de juros da dívida mobiliária e da dívida externa pública. Cabe lembrar, em relação a isso, que a renegociação da dívida externa trouxe pequena contribuição do ponto de vista de geração de recursos para o setor público (PORTELLA, 1994:92-93).

com importância para o investimento direto estrangeiro a partir de 1995. Essas operações são discutidas a seguir.

3.3.2 Empréstimos Externos

A captação de empréstimos nos mercados financeiros internacionais tem se constituído, conjuntamente com o investimento de portfólio, em uma das principais bases para o crescimento dos fluxos de capitais voluntários entre a economia brasileira e o exterior na primeira metade da década de 90, em marcante contraste com o quadro vigente na década anterior³. Dados dessas operações estão ilustrados nas Tabelas 3.5 e 3.6 a seguir.

TABELA 3.5
EMPRÉSTIMOS EXTERNOS
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
TOTAL (a+b+c)	(968)	2.368	5.761	5.866	3.712	9.113	14.660
- Ingressos	911	3.997	7.875	10.790	10.417	14.425	22.553
- Amortizações (exceto refinanciadas)	1.879	1.629	2.114	4.925	6.705	5.312	7.893
a) Bancos Comerciais Estrangeiros	(1.524)	(1.270)	(388)	(1.629)	(900)	(30)	(3.078)
- Ingressos ²	-	-	897	834	2.034	1.426	562
- Amortizações (exceto refinanciadas)	1.524	1.270	1.285	2.463	2.934	1.456	3.640
b) Intercompanhias	88	131	481	577	178	731	1.223
- Ingressos	258	308	871	1.064	632	1.133	1.578
- Amortizações (exceto refinanciadas)	170	177	390	487	454	402	355
c) Instrumentos Securitizados	468	3.507	5.668	6.917	4.434	8.412	16.515
- Ingressos	653	3.689	6.107	8.892	7.751	11.866	20.413
- Amortizações (exceto refinanciadas)	185	182	439	1.975	3.317	3.454	3.898

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados preliminares.

² Em 1992 estão incluídos US\$ 294 milhões provenientes de bancos brasileiros.

³ Vale lembrar, nesse sentido, que o ajuste dos bancos comerciais estrangeiros à eclosão da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, a forma como foi conduzida a sua renegociação e a concentração das operações de empréstimos dos mercados financeiros internacionais em clientes de primeira linha nos próprios países desenvolvidos resultaram no desaparecimento dos fluxos de empréstimos concedidos de forma voluntária para os países em desenvolvimento ao longo da década de 80, incluindo, obviamente, o Brasil (BAER, 1993:43-70).

TABELA 3.6
EMPÉSTIMOS EXTERNOS SECURITIZADOS
 Brasil, 1990-1996
 US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
TOTAL (a+b+c+d+e)	468	3.507	5.668	6.917	4.434	8.412	16.515
- Ingressos	653	3.689	6.107	8.892	7.751	11.866	20.413
- Amortizações (exceto refinanciadas)	185	182	439	1.975	3.317	3.454	3.898
a) Bônus	(156)	1.030	780	101	(280)	1.190	692
- Ingressos	22	1.105	980	500	200	1.819	1.263
- Amortizações (exceto refinanciadas)	178	75	200	399	480	629	571
b) Commercial papers	631	1.817	1.009	(82)	(606)	(162)	330
- Ingressos	631	1.920	1.244	837	351	607	653
- Amortizações (exceto refinanciadas)	-	103	235	919	956	769	323
c) Notes	-	383	3.873	6.283	5.180	6.689	14.749
- Ingressos	-	383	3.873	6.865	6.928	8.593	17.241
- Amortizações (exceto refinanciadas)	-	-	-	582	1.748	1.904	2.492
d) Securitização de exportações	-	278	10	619	143	349	55
- Ingressos	-	278	10	690	272	495	327
- Amortizações (exceto refinanciadas)	-	-	-	71	129	146	272
e) Outros	(7)	(1)	(4)	(4)	(4)	346	689
- Ingressos	-	3	-	-	0	352	929
- Amortizações (exceto refinanciadas)	7	4	4	4	4	6	240

FONTES: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados preliminares.

A Tabela 3.5 mostra que, a partir de 1991, os empréstimos externos têm tido contribuição crescente para o financiamento externo da economia brasileira, com os ingressos líquidos de capitais nesta forma tendo passado de US\$ 968 milhões negativos em 1990 para valores positivos nos anos seguintes, que atingiram US\$ 14,7 bilhões em 1996. Fica evidente também a importância das operações de empréstimos securitizados, via emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais, em especial *notes*, como se vê na Tabela 3.6. Essas operações respondem por praticamente todo o ingresso líquido positivo desse item desde 1991, mais que compensando os ingressos negativos por parte dos bancos comerciais estrangeiros, decorrente da incapacidade da renegociação da dívida externa gerar novos ingressos de recursos.

Como apontado anteriormente, a análise que se segue trata as dimensões micro e macroeconômica associadas aos empréstimos externos e que se referem, respectivamente, aos determinantes e às motivações presentes nos dois lados dessas operações, do prestador e do tomador dos recursos, e à contribuição para o financiamento externo da economia brasileira e aos riscos a que esta se submete. A

financiamento externo da economia brasileira e aos riscos a que esta se submete. A discussão de ambos os pontos deve levar em conta o fato acima mencionado de que a emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais tem sido a principal forma para a captação de empréstimos externos, o que nada mais é que um reflexo direto dos desenvolvimentos que vêm ocorrendo nesses mercados desde a década de 80. Como visto no primeiro capítulo, eles decorreram da busca pelos agentes de ativos de menores prazos que pudessem ser negociados em mercados secundários e que permitissem a utilização de mecanismos de gestão de risco em mercados futuros e de opções. Viu-se também como foram esses desenvolvimentos que permitiram o envolvimento de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos em operações relacionadas às economias latino-americanas, ao criar meios para o enfrentamento dos riscos associados a essas economias. Por fim, deve-se lembrar que as medidas adotadas pelos governos brasileiros a partir de 1990 para incentivar as operações de empréstimos externos procuraram levar em conta essas características, incorporando à legislação vários instrumentos não regulamentados, criando incentivos fiscais e dando flexibilidade a essas operações ⁴.

Ainda em relação à questão dos riscos do ponto de vista dos agentes envolvidos nas duas pontas das operações de empréstimos externos, deve-se mencionar novamente a contribuição da política cambial no que se refere à criação de um quadro relativamente previsível em relação ao comportamento da taxa de câmbio. O segundo capítulo mostrou que, durante as três etapas que a caracterizaram, a política cambial conseguiu reduzir o risco de que o potencial tomador de crédito externo fosse atingido por uma desvalorização inesperada da taxa de câmbio real e pelo consequente crescimento do valor em moeda nacional de seus compromissos em moeda estrangeira.

O determinante básico das operações de empréstimos externos deve ser localizado no âmbito da política monetária. Ainda em 1990, o bloqueio de liquidez determinado pelo Plano Collor em março e a política monetária que o seguiu geraram uma acentuada distorção nos fluxos de caixa habituais das empresas, já atingidos pela redução das vendas e dos lucros causada pela forte queda do ritmo da atividade econômica. No caso das filiais de empresas estrangeiras, essa distorção se explicava também pela aceleração das remessas de lucros e dividendos e das repatriações de capital no período anterior à posse de Collor. A necessidade de recursos aí gerada pode ser coberta por filiais de empresas estrangeiras no país com capital de seus matrizes, que, por motivos específicos, foi aportado no país via emissão de *commercial papers* no exterior ⁵. O mesmo foi feito por matrizes de instituições financeiras no país, que

⁴ Ver, a esse respeito, a subseção 2.3.2 do segundo capítulo.

⁵ A emissão de *commercial papers* para aporte de recursos de empresas e de instituições financeiras estrangeiras para suas filiais no Brasil ganhou destaque em função de três pontos em particular. Primeiro, o

repassaram recursos para suas filiais para que estas, por sua vez, os repassassem para tomadores internos atingidos pela restrição de liquidez, via Resolução nº 63⁶.

A partir de outubro de 1991, durante a gestão de Marcílio Marques Moreira à frente da área econômica do governo Collor, a política monetária assumiu papel central na criação de estímulos às operações de empréstimos externos. Como se viu no segundo capítulo, a prática de elevadas taxas de juros reais tem se constituído no centro da política monetária desde então, o que estimula essas operações nas duas pontas da operação de empréstimo, a do prestador e a do tomador. Para discutir esses incentivos, toma-se por base as Figuras 3.1 a 3.4, que apresentam os dados das operações de empréstimos externos autorizadas pelo Banco Central a partir do primeiro trimestre de 1992⁷. As figuras, que se baseiam nos dados da Tabela 3.7, mostram, respectivamente, a evolução dos *spreads*, do prazo, do custo total e do montante dessas operações, discriminados segundo o tomador (empresas, instituições financeiras e setor público).

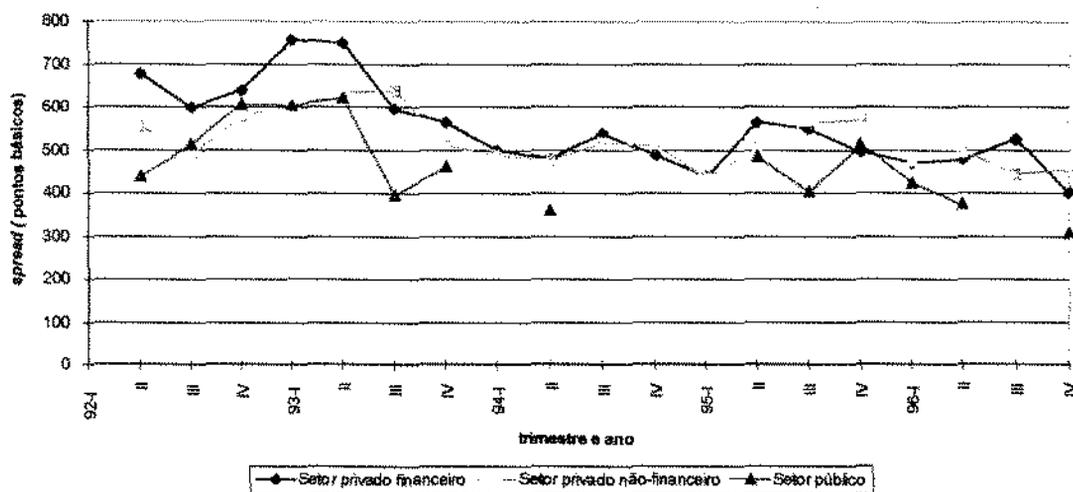
pagamento dos serviços não estava sujeito à centralização das remessas de divisas no Banco Central, como estavam os pagamentos de juros de empréstimos bancários, as remessas de lucros e de dividendos e as repatriações de capital. Segundo, a dívida externa brasileira na forma de títulos e seus encargos nunca haviam sido submetidos à renegociação, tanto em função de sua participação marginal no total da dívida quanto devido à impossibilidade de identificação dos portadores dos títulos, o que torna impraticável reuni-los para uma eventual renegociação. Terceiro, dentre os diversos instrumentos securitizados, os *commercial papers* tinham duas vantagens, uma relativa à rapidez com que sua emissão podia ser feita, em apenas alguns dias após obtida a autorização do Banco Central, e outra decorrente da isenção do Imposto de Renda sobre as remessas de divisas para o exterior para pagamento de juros, comissões e despesas de colocação.

Obviamente, o estímulo à captação de recursos externos agia também para empresas e instituições financeiras de capital nacional. No entanto, a série de incertezas em relação à economia brasileira ao longo de 1990 e em parte de 1991, como se viu no segundo capítulo, impedia uma captação direta de recursos nos mercados financeiros internacionais por esses agentes, ao passo que filiais de empresas e de instituições financeiras estrangeiras podiam contornar essas incertezas por meio do envolvimento de suas matrizes nas operações. Esse envolvimento dava-se de quatro formas. Na primeira, a operação era simplesmente um empréstimo intercompanhia comum, que, em relação ao aporte de recursos via investimento direto, tinha a vantagem de não estar sujeito ao imposto de renda suplementar sobre as remessas de lucros e dividendos. Na segunda forma, a filial podia emitir *commercial papers* no exterior, que eram adquiridos pela matriz ou, quando vendidos a terceiros, eram integralmente garantidos por ela. A terceira forma consistia na emissão dos *commercial papers* pela matriz, que repassava os recursos para a filial como investimento direto estrangeiro ou empréstimo intercompanhia. Por fim uma última forma era o aporte de recursos mediante a aquisição pela matriz de *commercial papers* lançados no exterior por uma filial de uma instituição financeira no Brasil, aquisição que tinha como contrapartida uma operação de empréstimo desta filial para a filial da empresa. Esta última operação favorecia tanto a matriz e a filial da empresa, cujo montante de recursos necessário era inferior ao exigido para se fazer uma emissão desses títulos em seu nome, quanto a filial da instituição financeira, que ganhava um filão adicional de rentabilidade. Nas quatro formas, conseguia-se isolar a emissão do título da percepção de risco associada à economia brasileira, o que explica a dificuldade encontrada por empresas e instituições financeiras nacionais para realizar essas operações, uma vez que não contavam com matrizes no exterior.

⁶ O potencial de retorno era alto, tanto porque o risco cambial corria por conta do tomador dos recursos, a não ser no curto espaço de tempo em que os recursos ainda não tivessem sido repassados, quanto porque o risco de crédito era diminuído por meio de uma seleção cuidadosa dos tomadores, em geral, filiais de empresas estrangeiras que necessitavam de crédito em pequenos montantes, inferiores ao mínimo exigido para realizar uma captação direta no exterior.

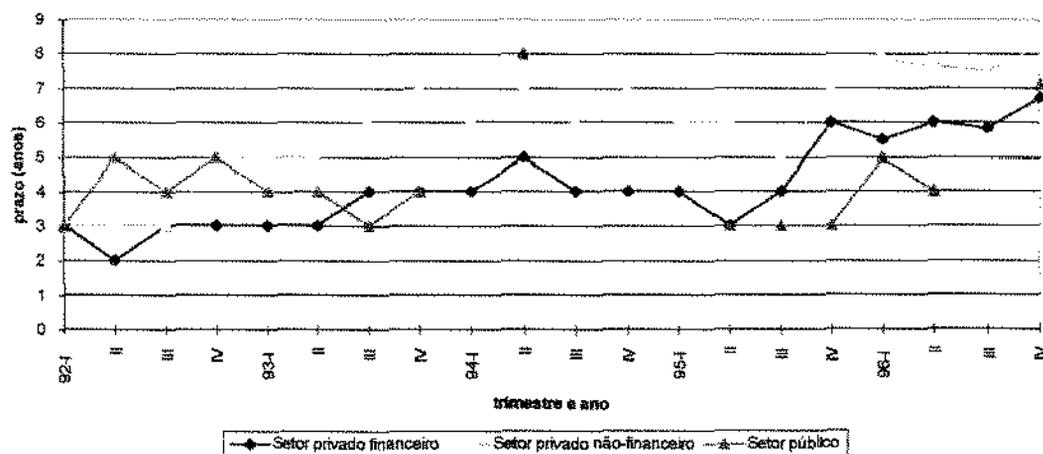
⁷ As operações autorizadas pelo Banco Central podem ou não ser levadas adiante pelo interessado, uma vez que uma piora nas condições vigentes nos mercados financeiros internacionais pode levar ao adiamento ou ao cancelamento da operação. Além disso, operações autorizadas em fins de um ano podem se concretizar ou gerar uma entrada efetiva de recursos apenas no início do ano seguinte. Desta forma, esses dados não equivalem aos apresentados no balanço de pagamentos.

FIGURA 3.1
OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS
 Brasil, 1992-1996
 spreads (pontos básicos) ¹



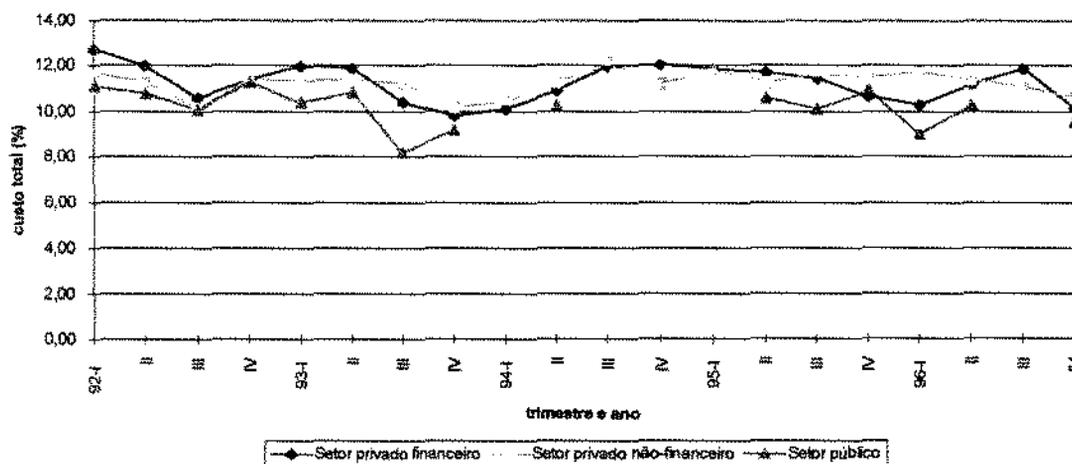
FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.
 NOTA: ¹ Spread calculado sobre as U.S. Treasury Notes de igual prazo.

FIGURA 3.2
OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS
 Brasil, 1992-1996
 prazo sem put ou call (anos)



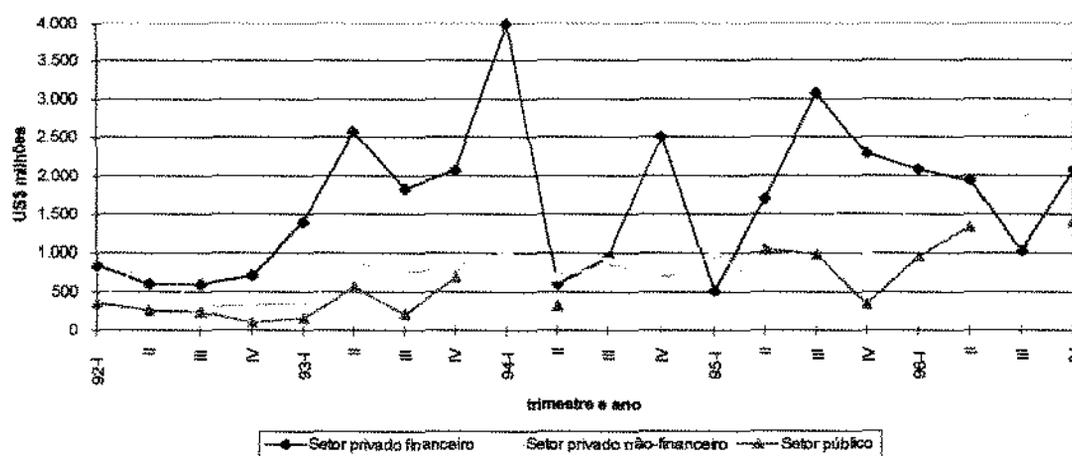
FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

FIGURA 3.3
OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS
 Brasil, 1992-1996
 custo total (% ao ano)



FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

FIGURA 3.4
OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS
 Brasil, 1992-1996
 volume das operações (US\$ milhões)



FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

TABELA 3.7
OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS MEDIANTE LANÇAMENTO DE TÍTULOS AUTORIZADAS PELO BANCO CENTRAL ¹
Brasil, 1992-1996

	1992-I	II	III	IV	1993-I	II	III	IV	1994-I	II	III	IV	1995-I	II	III	IV	1996-I	II	III	IV
TOTAL (a+b+c)																				
- Número de lançamentos	49	84	38	31	47	81	65	74	79	57	39	55	42	57	91	68	66	113	77	110
- Valor (US\$ milhões)	1.551	1.763	1.130	1.127	1.879	3.977	2.749	3.544	5.019	1.587	1.813	3.153	1.496	3.325	5.866	3.630	4.688	6.487	3.735	6.657
- Prazo médio (anos) ²	3	3	4	4	4	4	5	5	4	6	5	5	5	4	4	6	7	7	7	8
- Spread (pontos básicos) ³	-	568	532	614	704	713	609	534	497	453	526	490	436	527	529	517	462	465	465	407
- Custo Total (% ao ano)	12,02	11,32	10,27	11,38	11,68	11,67	10,70	9,92	10,17	10,91	12,05	11,87	11,82	11,27	11,26	10,92	10,52	11,11	11,28	10,22
a) Setor Privado Financeiro																				
- Número de lançamentos	21	12	15	18	31	56	36	38	56	21	17	35	16	28	54	35	28	36	16	30
- Valor (US\$ milhões)	832	585	597	706	1.381	2.561	1.814	2.058	3.987	596	948	2.500	517	1.696	3.076	2.278	2.065	1.925	1.017	2.068
- Prazo médio (anos) ²	3	2	3	3	3	3	4	4	4	5	4	4	4	3	4	6	6	6	6	7
- Spread (pontos básicos) ³	-	674	597	639	757	749	593	563	499	478	535	486	437	561	549	495	469	478	525	400
- Custo Total (% ao ano)	12,66	11,95	10,54	11,38	11,95	11,84	10,36	9,78	10,11	10,86	11,96	12,04	11,84	11,68	11,40	10,67	10,24	11,19	11,84	10,13
b) Setor Privado Não-Financeiro																				
- Número de lançamentos	25	70	21	12	14	22	28	32	23	34	22	20	26	27	34	32	34	72	61	76
- Valor (US\$ milhões)	369	929	293	321	339	865	735	808	1.032	673	865	653	979	585	1.814	1.017	1.668	3.220	2.718	3.189
- Prazo médio (anos) ²	3	3	3	5	5	5	6	7	6	7	6	7	6	6	5	7	8	8	8	8
- Spread (pontos básicos) ³	-	554	487	576	600	633	638	510	488	476	517	507	435	505	563	568	476	495	443	455
- Custo Total (% ao ano)	11,62	11,23	10,10	11,38	11,29	11,35	11,22	10,17	10,42	11,26	12,14	11,22	11,81	11,28	11,66	11,48	11,76	11,39	11,07	10,57
c) Setor Público																				
- Número de lançamentos	3	2	2	1	2	3	1	4	-	2	-	-	-	2	3	1	4	5	-	4
- Valor (US\$ milhões)	350	249	240	100	159	551	200	678	-	318	-	-	-	1.044	976	335	955	1.342	-	1.400
- Prazo médio (anos) ²	3	5	4	5	4	4	3	4	-	8	-	-	-	3	3	3	5	4	-	7
- Spread (pontos básicos) ³	-	437	512	606	602	621	395	460	-	358	-	-	-	483	404	513	422	374	-	307
- Custo Total (% ao ano)	11,03	10,75	10,06	11,23	10,31	10,84	8,17	9,17	-	10,26	-	-	-	10,60	10,09	10,94	8,98	10,29	-	9,57

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Autorizações concedidas para lançamento de *bônus*, *notes* e certificados de depósito bancário no exterior.

² Prazo no caso das opções de *put* ou *call* não serem exercidas

³ Spread calculado sobre a *U.S. Treasury Notes* de igual prazo.

A Figura 3.1, que mostra os *spreads* vigentes nas operações de empréstimos externos, permite identificar o incentivo existente do ponto de vista da rentabilidade obtida pelo comprador dos títulos. Nota-se uma variação muito frequente dos *spreads*, que reflete as mudanças contínuas das expectativas dos agentes que operam nos mercados financeiros internacionais em relação às condições requeridas para adquirir títulos. Estas mudanças respondem, por sua vez, a alterações na percepção desses agentes em relação às condições vigentes na economia brasileira, em outras economias latino-americanas e nas economias de países desenvolvidos, assim como a movimentos em curso nos próprios mercados financeiros internacionais. Em meio a essas mudanças frequentes, é possível perceber o elevado diferencial existente em favor dos títulos lançados por empresas e instituições financeiras brasileiras, ainda que ele registre uma redução no período mais recente. Em um primeiro momento, entre 1992 e 1993, os *spreads* existentes nas operações de captação de empréstimos por empresas e instituições financeiras brasileiras, assim como pelo setor público, chegaram a se localizar em um patamar entre 600 a 700 pontos básicos, isto é, cerca de 6 a 7% ao ano acima da remuneração obtida na aplicação em um título do Tesouro norte-americano de igual prazo. Depois, a partir de 1994, esses *spreads* caíram para um patamar entre os 400 e os 500 pontos básicos, ainda assim representando um diferencial de cerca de 4 a 5% ao ano, bastante atraente.

Os prazos dos títulos brasileiros lançados nos mercados financeiros internacionais são outro estímulo para sua aquisição pelos agentes que neles operam. A Figura 3.2 mostra a existência de prazos médios curtos para instituições financeiras e setor público até 1994, na casa dos três a quatro anos, e prazos maiores para empresas, entre seis e sete anos no mesmo período. Nota-se também um aumento dos prazos ao longo de 1995 e 1996, que atingem em torno de seis a sete anos para instituições financeiras e oito anos para empresas, com as emissões do setor público, menos representativas, atingindo prazo médio de sete anos ao final do ano. Esse movimento recente decorre dos efeitos positivos do Plano Real, que levaram as condições de *spread*, de custo e de prazos na emissão dos títulos brasileiros a se aproximarem daquelas vigentes para o México e a Argentina (ARONOVICH, 1997).

Além do prazo relativamente curto dos títulos perto daqueles vigentes na década de 70 para os empréstimos bancários, a opção de *put* nos contratos assinados por emissores e compradores dos títulos permite a estes exigir pagamento antecipado do título por parte do emissor a partir de um determinado prazo de vigência do título. Assim, o prazo do título pode ser encurtado, diminuindo ainda mais o risco a que se submete seu portador. Voltaremos a esse ponto brevemente.

Cabe discutir agora a forma como a política monetária vem empurrando empresas e instituições financeiras instaladas no Brasil em direção à captação de empréstimos nos mercados financeiros internacionais. Como mencionado no segundo capítulo, o incentivo existente do ponto de vista da rentabilidade para o comprador dos títulos brasileiros constitui-se, simultaneamente, em incentivo do ponto de vista do custo dos empréstimos para o interessado em tomar crédito externo. A Figura 3.3 anteriormente apresentada mostra a evolução do custo total dessas operações. Nota-se que, ao longo de todo o período compreendido entre 1992 e 1996, esse custo tem se mantido em um patamar relativamente constante para empresas e instituições financeiras, na casa dos 10 a 12% ao ano, mais a variação cambial, que corre por conta do tomador.

Diante desses incentivos, empresas de maior porte, que podem captar crédito externo diretamente via emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais, e mesmo empresas menores e consumidores, que podem fazê-lo indiretamente via utilização das linhas repassadas por instituições financeiras, são incentivadas a substituir crédito interno por externo, muito mais barato e com prazos consideravelmente maiores, configurando um movimento semelhante aquele ocorrido durante o "Milagre Econômico" no início da década de 70. Em relação às instituições financeiras instaladas no país, elas passam a atuar ativamente na captação de empréstimos externos para fins de repasse para tomadores domésticos, prerrogativa dada por uma série de medidas adotadas pelo governo, como se discutiu no segundo capítulo. Captar empréstimos no exterior a taxas de 10 a 12% para repasse a tomadores domésticos a taxas cujo piso é definido pela remuneração obtida na aquisição de títulos públicos representou a abertura de uma nova frente de operações e de lucros para os sistema bancário, ainda mais quando se leva em conta que a variação cambial corre por conta do tomador e que há a possibilidade de aplicar recursos ainda não repassados em NTN-D com correção cambial⁹. Além disso, analistas de mercado notam que, não com pouca frequência, a captação de empréstimos por instituições financeiras nos mercados financeiros internacionais destina-se simplesmente a obter recursos para aplicação direta em títulos públicos. A Figura 3.4 acima apresentada mostra que as captações de empréstimos por instituições financeiras superaram as feitas por empresas na maior parte da primeira metade da década de 90.

Discutidos os determinantes e as motivações associados à captação de empréstimos externos, cabe deslocar a atenção para as implicações existentes do ponto de vista do financiamento externo para a economia brasileira. Pelos dados apresentados no início desta subseção, fica claro que os elevados ingressos líquidos decorrentes dessas operações têm contribuído de maneira importante nessa direção, embora, por

outro lado, sua contribuição para o financiamento externo não esteja isenta de riscos. Viu-se que as medidas adotadas por governos brasileiros no âmbito regulatório ampliaram de forma significativa os canais existentes para que empresas e instituições financeiras instaladas no país buscassem captar empréstimos nos mercados financeiros internacionais, criando portanto os meios pelos quais elas pudessem tirar proveito da possibilidade de captar a custos mais baixos e a prazos maiores que os encontrados no mercado financeiro doméstico. Por outro lado, essas medidas exercem papel importante também na outra ponta dessas operações, a dos agentes estrangeiros que adquirem os títulos brasileiros, uma vez que permitem a estes tirar proveito do diferencial de rentabilidade existente em favor dos títulos brasileiros sem se submeter a riscos muito elevados. Isto ocorre porque, ao contrário dos empréstimos concedidos por bancos comerciais, marca registrada da década de 70, os empréstimos concedidos mediante a aquisição de títulos nos mercados financeiros internacionais são, do ponto de vista do prestador, muito mais líquidos, haja vista a existência de mercados secundários bastante desenvolvidos e ativos na negociação desses títulos nos próprios países desenvolvidos, seu reduzido prazo e, finalmente, a existência de cláusulas de *put* que permitem ao prestador exigir do emissor do título pagamento antecipado, o que pode reduzir ainda mais o prazo dos títulos.

Em conjunto, esses traços presentes nas operações de empréstimos externos dão ao prestador grande flexibilidade e condições para que ele se desfaça dos títulos ou exija pagamento antecipado em caso de aumento das incertezas e dos riscos percebidos em relação ao tomador ou ao país de origem deste, ou mesmo em caso de necessitar dos recursos para dar conta de necessidades geradas em outros mercados (por exemplo, para cobrir prejuízos). Os próprios agentes que emitem os títulos dispõem de cláusulas que permitem a liquidação antecipada de suas operações (*call*), que podem ser acionadas em caso de expectativas de uma desvalorização cambial que possa trazer um aumento significativo do valor em moeda nacional de suas dívidas e encargos em moeda estrangeira. Com isso, do ponto de vista do financiamento externo da economia brasileira, os fluxos de empréstimos externos securitizados devem ser vistos com cuidado, haja vista seus prazos relativamente mais curtos que os prazos das operações de empréstimos bancários que haviam predominado na década de 70 e a possibilidade desses prazos se encurtarem ainda mais por opção dos prestadores ou dos próprios tomadores. Esse risco é maior em momentos em que emergem movimentos especulativos nos mercados financeiros internacionais, elevações nas taxas de juros praticadas nos países desenvolvidos ou desconfiças em relação aos rumos da economia brasileira. Esses eventos, como se discutiu no primeiro capítulo, podem

⁸ Em relação a isso, deve ser lembrado, com base na discussão feita no segundo capítulo, que essa

deteriorar as condições de acesso da economia brasileira aos fluxos internacionais de capitais, como aconteceu em 1994, e a possibilidade de que haja pagamentos antecipados dos títulos é um dos elementos que pode contribuir para o agravamento de uma eventual crise⁹. Além disso, no que se refere aos empréstimos, a emergência dos eventos mencionados traduz-se, também, em grandes dificuldades para renovação de empréstimos, que têm um impacto imediato sobre o balanço de pagamentos, e crescimento dos *spreads* e dos custos das operações.

3.3.3 Investimento Estrangeiro de Portfólio

Como mencionado anteriormente, o investimento estrangeiro de portfólio realizado no Brasil constitui-se, ao lado da captação de empréstimos externos, em um dos principais mecanismos pelos quais o Brasil recebe fluxos de capitais estrangeiros voluntários a partir do início da década de 90. Seu crescimento segue um padrão cronológico similar ao seguido pela captação de empréstimos externos, passando a ocorrer principalmente a partir da troca de equipe econômica em maio de 1991, quando Marcílio Marques Moreira substituiu Zélia Cardoso de Mello. Até então, fluxos de capitais na forma de investimento estrangeiro de portfólio mantiveram-se em patamares bastante baixos. A Tabela 3.8 apresenta dados do investimento estrangeiro de portfólio no Brasil entre 1990 e 1996.

TABELA 3.8
INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DE PORTFÓLIO
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
TOTAL	104	578	1.704	6.650	7.280	2.294	6.039
- Ingressos	171	778	3.863	15.352	25.142	24.838	26.077
- Retornos	67	200	2.159	8.702	17.862	22.544	20.038

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados preliminares.

Em relação aos fluxos líquidos, que interessam do ponto de vista do financiamento externo da economia brasileira, nota-se um expressivo crescimento dos

possibilidade foi retirada entre fevereiro de 1996 e junho de 1997.

⁹ Dados do BNDES indicam que os prazos das operações de empréstimos caem em pelo menos um ano em caso da opção de put ser exercida (ARONOVICH, 1997), o que, em caso de uma crise no setor externo, pode ter resultados muito graves.

fluxos de capitais relativos ao investimento estrangeiro de portfólio a partir de 1991, quando ele atingiu US\$ 578 milhões, passando a US\$ 7,3 bilhões em 1994. Em 1995, houve uma queda acentuada para cerca de US\$ 2,3 bilhões, em função dos efeitos da crise mexicana. No entanto, deve-se notar que essa queda refletiu o forte movimento de saída de capitais nessa forma no primeiro trimestre do ano, uma vez que nos trimestres seguintes os ingressos voltariam a superar os retornos, mantendo a tendência iniciada em 1991. Esta recuperação seria mantida em 1996, quando os fluxos líquidos atingiram cerca de US\$ 6,0 bilhões.

O crescimento dos fluxos de investimento estrangeiro de portfólio decorre de incentivos localizados em cinco pontos: a abertura do mercado de capitais brasileiro para investidores estrangeiros, a política cambial, os baixos preços das ações de empresas estatais e privadas em relação ao seu valor patrimonial, o processo de privatização e as expectativas em relação às oportunidades por ele criadas e, por fim, a política monetária. O primeiro desses pontos dá conta dos requisitos relativos às condições de operação exigidas por instituições financeiras e investidores estrangeiros no que se refere à liberdade e à ausência de restrições para a movimentação de seus capitais, tendo sido discutido no segundo capítulo ¹⁰. Também foi tratada nesse capítulo a política cambial, que, como se argumentou, tem criado uma maior segurança em relação à evolução da taxa de câmbio, diminuindo o risco de perda patrimonial decorrente de uma desvalorização inesperada. Ao mesmo tempo, mencionou-se naquele capítulo que o fato da política cambial ter gerado uma valorização real da taxa de câmbio trouxe um outro incentivo para os investidores estrangeiros, haja vista que ela aumenta a possibilidade de ganhos no momento da remessa dos lucros e dividendos para o exterior, assim como das repatriações ¹¹.

Em relação aos incentivos existentes do ponto de vista da rentabilidade, o segundo capítulo procurou mostrar como as medidas dos governos brasileiros em relação ao investimento estrangeiro de portfólio tornaram disponíveis vários ativos de renda fixa e de renda variável para a aplicação de capitais estrangeiros no mercado de capitais nacional. A Tabela 3.9 apresenta dados da composição da carteira de investidores institucionais estrangeiros que aplicam seus capitais pelo Anexo IV, que é o principal canal disponível para essas operações, assim como dados do estoque de ativos. A Tabela 3.10, por sua vez, mostra dados do estoque de ativos de investidores

¹⁰ Subseção 2.3.3.

¹¹ Deve-se lembrar, novamente com base na discussão do segundo capítulo, que esse incentivo só tem validade se a valorização cambial não passar uma impressão a esses investidores de que o setor externo terá suas condições agravadas, exigindo posteriormente uma desvalorização. Por boa parte do período que se iniciou em outubro de 1991, esta possibilidade não foi muito palpável, em virtude do fato de que a larga disponibilidade de financiamento externo, refletida em contínua acumulação de reservas, indicou aos agentes que tomam parte dos fluxos de capitais a inexistência de problemas imediatos em relação ao setor externo. O mesmo não pode ser dito do período recente, quando o aumento dos déficits comerciais começou a colocar em dúvida essa tranquilidade em relação ao comportamento da taxa de câmbio.

institucionais, repetindo coluna da Tabela 3.8, e dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, que, como visto no segundo capítulo, tornou-se um dos dois únicos canais para o investimento estrangeiro de portfólio em renda fixa no país ¹².

TABELA 3.9
CARTEIRA DE ATIVOS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS ESTRANGEIROS ¹
Brasil, 1993-1996
estoque de ativos (US\$ milhões) e composição percentual da carteira

Mês e Ano	Estoque de Ativos ² (US\$ milhões)	Composição da Carteira (%)							TOTAL
		ações	derivativos	debêntures	moedas de privatização	outros	fundos de renda fixa commodities	renda fixa	
1993									
jan	2.374	82,5	...	2,3	0,0	0,4	13,0	1,8	100,0
fev	2.354	73,9	...	4,8	0,8	1,0	17,3	2,2	100,0
mar	2.925	85,0	...	0,3	1,5	1,4	10,0	1,8	100,0
abr	3.419	79,0	...	3,8	0,1	0,5	13,7	2,9	100,0
mai	4.048	80,0	...	2,2	0,1	0,2	14,4	3,1	100,0
jun	4.834	82,8	...	2,7	0,1	0,2	13,5	0,9	100,0
jul	5.148	73,5	...	4,8	0,1	0,4	18,3	2,9	100,0
ago	6.882	70,3	...	4,0	0,5	0,2	22,8	2,2	100,0
set	6.755	77,2	...	19,0	2,6	1,2	-	-	100,0
out	7.451	68,2	...	29,3	1,6	0,9	-	-	100,0
nov	8.961	65,2	...	33,6	0,9	0,3	-	-	100,0
dez	10.380	80,1	...	18,5	1,1	0,3	-	-	100,0
1994									
jan	12.123	82,5	...	15,9	1,5	0,1	-	-	100,0
fev	13.226	83,3	...	14,1	2,3	0,3	-	-	100,0
mar	14.507	78,3	4,9	13,3	3,4	0,1	-	-	100,0
abr	12.827	75,3	4,2	16,0	4,4	0,1	-	-	100,0
mai	12.974	67,9	7,6	16,0	8,4	0,1	-	-	100,0
jun	13.573	66,7	8,6	15,1	9,5	0,1	-	-	100,0
jul	16.148	71,0	5,7	15,1	7,8	0,4	-	-	100,0
ago	21.315	73,4	5,4	11,3	5,1	4,8	-	-	100,0
set	21.612	78,1	3,2	12,3	5,0	1,4	-	-	100,0
out	20.771	77,4	4,1	12,7	5,1	0,7	-	-	100,0
nov	21.359	78,6	4,0	11,2	5,6	0,6	-	-	100,0
dez	20.971	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8	-	-	100,0

(continua)

¹² Como descrito no segundo capítulo, o outro canal é o investimento de portfólio realizado pelo mercado de taxas de câmbio flutuantes, disponível para estrangeiros que dispõem de contas CC5 no país.

(continuação)

TABELA 3.9
CARTEIRA DE ATIVOS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS ESTRANGEIROS ¹
Brasil, 1993-1996
estoque de ativos (US\$ milhões) e composição percentual da carteira

Mês e Ano	Estoque de Ativos ² (US\$ milhões)	Composição da Carteira (%)							TOTAL
		ações	derivativos	debêntures	moedas de privatização	outros	fundos de commodities	renda fixa	
1995									
jan	17.845	76,7	1,9	13,9	5,9	1,6	-	-	100,0
fev	15.864	77,4	3,2	12,2	6,2	1,0	-	-	100,0
mar	13.297	82,8	1,4	8,4	4,3	3,1	-	-	100,0
Abr	15.079	84,9	2,3	6,8	5,2	0,8	-	-	100,0
Mai	16.994	85,8	1,2	7,9	4,4	0,6	-	-	100,0
jun	16.923	85,2	2,1	7,6	4,4	0,7	-	-	100,0
jul	18.583	84,8	3,0	7,6	4,1	0,6	-	-	100,0
ago	20.634	86,5	3,2	5,9	3,7	0,7	-	-	100,0
set	19.751	86,4	3,0	6,0	4,1	0,5	-	-	100,0
out	18.970	86,5	1,9	7,2	3,8	0,6	-	-	100,0
nov	18.810	89,0	1,3	5,7	3,7	0,3	-	-	100,0
dez	18.650	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2	-	-	100,0
1996									
jan	20.745	90,9	0,0	4,7	3,5	0,9	-	-	100,0
fev	20.657	90,3	0,1	4,5	4,1	1,0	-	-	100,0
mar	19.503	89,8	0,1	4,8	4,3	1,0	-	-	100,0
abr	19.922	89,2	0,1	5,8	3,9	1,0	-	-	100,0
mai	21.243	90,1	0,0	6,4	3,5	1,0	-	-	100,0
jun	23.223	91,1	0,0	4,8	3,2	0,9	-	-	100,0
jul	23.021	90,2	0,0	5,7	3,6	0,5	-	-	100,0
ago	23.681	90,5	0,0	5,5	3,5	0,5	-	-	100,0
set	24.344	91,1	0,0	5,3	3,2	0,5	-	-	100,0
out	25.018	91,2	0,0	5,0	3,3	0,5	-	-	100,0
nov	25.774	91,5	0,0	4,8	3,2	0,5	-	-	100,0
dez	27.090	92,0	0,0	4,7	2,8	0,5	-	-	100,0

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Investimento estrangeiro de portfólio via Anexo IV à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987.

² Dados de fim de cada mês.

TABELA 3.10
ESTOQUE DE ATIVOS DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS DE PORTFÓLIO
Brasil, 1993-1996
US\$ milhões ¹

Mês e Ano	Anexo IV	Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro	Mês e Ano	Anexo IV	Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro
1993 jan	2.374	-	1995 jan	17.845	3.684
fev	2.354	-	fev	15.864	3.784
mar	2.925	-	mar	13.297	3.012
abr	3.419	-	abr	15.079	3.122
mai	4.048	-	mai	16.994	3.206
jun	4.834	-	jun	16.923	3.289
jul	5.148	-	jul	18.583	3.477
ago	6.882	-	ago	20.634	3.592
set	6.755	-	set	19.751	3.685
out	7.451	-	out	18.970	3.768
nov	8.961	-	nov	18.810	3.847
dez	10.380	...	dez	18.650	3.942
1994 jan	12.123	...	1996 jan	20.745	4.037
fev	13.226	...	fev	20.657	4.119
mar	14.507	...	mar	19.503	4.208
abr	12.827	...	abr	19.922	4.294
mai	12.974	...	mai	21.243	4.368
jun	13.573	...	jun	23.223	4.435
jul	16.148	2.593	jul	23.021	4.522
ago	21.315	2.736	ago	23.681	4.598
set	21.612	3.065	set	24.344	4.664
out	20.771	3.337	out	25.018	4.744
nov	21.359	3.458	nov	25.774	5.068
dez	20.971	3.580	dez	27.090	5.173

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados de fim de cada mês.

O mais importante incentivo para o investimento estrangeiro de portfólio tem sido os baixos preços das ações de empresa estatais e privadas em relação ao seu valor patrimonial. Em um primeiro momento, ainda sob a gestão de Marcílio Marques Moreira à frente da área econômica do governo Collor, esse incentivo localizou-se principalmente em relação às ações de empresas estatais, as *blue chips*, em função de seus baixos preços, que haviam se deprimido de forma acentuada ao longo da década de 80 ¹³, de

¹³ Vale notar, em relação a este ponto, que esses baixos preços refletiam a frágil situação financeira das empresas estatais, principalmente em função da forma como foram utilizadas para fins de política econômica a partir de meados da década de 70 e ao longo da década de 80, sendo induzidas ao endividamento externo e submetidas ao controle de preços e tarifas (CRUZ, 1993).

sua maior liquidez, já que representam grande parcela das negociações das bolsas brasileiras, e, por fim, da adoção de uma política realista de tarifas e preços públicos por Marcílio, que abriu espaço para a recuperação da lucratividade dessas empresas e, portanto, para o futuro aumento dos preços de suas ações.

Diante disso, os baixos preços das ações de empresas estatais têm sido um convite ao investimento estrangeiro de portfólio, dadas as expectativas em relação a futuros aumentos ¹⁴. Ainda que se reconheça que esse incentivo tenha tendido a diminuir à medida que a maior demanda de instituições financeiras e de investidores estrangeiros por essas ações venha pressionando seus preços para cima, ele ainda persiste, por três motivos principais: primeiro, esse movimento de ascensão foi gradual; segundo, os preços das ações partiram de um patamar muito baixo ¹⁵; e, terceiro, o aumento da confiança em relação à economia brasileira desloca parte dos investimentos estrangeiros para a aquisição de ações de empresas de "segunda linha", de empresas bem conceituadas, com boa participação no mercado e pertencentes a fortes grupos empresariais e com preços igualmente baixos em relação ao seu valor patrimonial ¹⁶.

Outro ponto que deve ser mencionado em relação à rentabilidade associada às operações de investimento estrangeiro de portfólio diz respeito às expectativas de instituições financeiras e de investidores estrangeiros quanto à privatização. O aumento dos preços das ações das empresas recém privatizadas em outros países latino-

¹⁴ Opiniões de executivos envolvidos em operações de investimento estrangeiro de portfólio são esclarecedoras. Em junho de 1991, no início da gestão de Marcílio, um executivo estrangeiro, comentando os preços das ações da Telebrás, afirmava que:

(...) nós observamos outros mercados e julgamos que se a Telmex [equivalente mexicana da Telebrás], uma das piores companhias de telefone do mundo, valia US\$ 1,76 bilhões, a Telebrás deve valer pelo menos o mesmo. No entanto, seu valor de mercado é de US\$ 600 milhões ("Preços baixos das ações têm influência decisiva no interesse externo", *Gazeta Mercantil*, 6 de junho de 1991, p. 21).

Um diretor de um banco brasileiro resume o incentivo existente ao argumentar que: até mesmo um cego vai ganhar dinheiro. É só ver como os preços estão relativamente mais baixos, como citado na imprensa ("Novos investidores vão aplicar no Brasil", *Gazeta Mercantil*, 2 de outubro de 1991, pp. 1 e 21).

¹⁵ No caso das ações de empresas estatais, o fator baixos preços continuou a exercer papel importante em 1992, apesar de uma valorização de 291% da Bolsa de Valores de São Paulo em 1991 ("A atração das bolsas latino-americanas", *Gazeta Mercantil*, 8 de janeiro de 1992, pp. 1 e 21). Um executivo estrangeiro calculava que, mesmo com as bolsas brasileiras tendo crescido mais que o dobro da mexicana em 1991, as ações brasileiras ainda eram três vezes mais baratas ("Estrangeiros procuram papel com liquidez", *Gazeta Mercantil*, 25 de janeiro de 1992, p. 30). Opinião de outro executivo estrangeiro sobre as ações da Telebrás:

A Telebrás é três vezes maior que sua congênera argentina, mas sua ação vale em dólar, hoje, um terço daquela; é o dobro e sua congênera mexicana, mas seu valor de mercado está a um décimo daquela. Então, não é apenas uma questão de quanto se pode perder, mas também de quanto se pode ganhar. E eu posso ganhar mais no Brasil ("Um risco maior que o México", *Gazeta Mercantil*, 14 de março de 1992, p. 19)

Mesmo em fins de 1993, após dois anos de contínuo crescimento dos investimentos estrangeiros em bolsa, ainda havia boas oportunidades relativas aos baixos preços de ações, como a citada em matéria na imprensa, segundo a qual o valor de mercado da Telebrás estava a 74% de seu valor patrimonial. Outra estimativa citada na mesma matéria calculava os preços das ações brasileiros como estando a um quarto das mexicanas ("Mais capital estrangeiro entra na bolsa", *Gazeta Mercantil*, 8 de outubro de 1993, pp. 1 e 18).

¹⁶ Esse movimento em direção a ações de segunda linha ocorreu em outros mercados emergentes, com maior demanda por ações de primeira linha no início, dados a maior liquidez, o maior montante, o bom potencial de retorno e as perspectivas favoráveis para as empresas. Com maior conhecimento do mercado e de suas regras e com esgotamento das oportunidades de lucros com as *blue chips*, investidores passam a procurar cautelosamente algumas ações de segunda linha cujos preços ainda estejam relativamente mais baixos ("Estrangeiros compram ações de 2ª linha", *Gazeta Mercantil*, 4 de abril de 1992, p. 21).

americanos vem deixando em aberto a possibilidade de repetição de boas oportunidades de lucro daí decorrentes no caso do Brasil, já que, desde a posse de Marcílio, vem aumentando o leque de empresas estatais passíveis de privatização, assim como a possibilidade de concessão de serviços públicos para capitais estrangeiros, como se discutiu no segundo capítulo. Obviamente, isto tem representado um estímulo adicional à aquisição de ações de empresas estatais.

O terceiro fator que afeta positivamente a rentabilidade do investimento estrangeiro de portfólio é a política monetária, que, da mesma forma que no caso dos empréstimos externos, vem atuando de forma importante na ampliação do diferencial de rentabilidade em favor da economia brasileira, incentivando operações de investimento estrangeiro em títulos de renda fixa. Um forte crescimento de operações dirigidas à aquisição desses títulos ocorreu desde o início de 1993, como se pode ver na Tabela 3.9, que mostra uma redução da participação percentual das aplicações em ações. Aplicações nestas deram lugar a aplicações em fundos de commodities, que chegaram a representar quase 23% dos ativos de investidores institucionais estrangeiros em agosto de 1993, em debêntures, que após a proibição para aplicação naqueles fundos chegaram a representar 33,6% do total desses ativos em novembro de 1993 e, por fim, a aplicações em renda fixa via mercados de opções e em moedas de privatização. Como visto no segundo capítulo, isto levou o governo a criar um canal específico para essas operações, os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro. A Tabela 3.10 mostra os estoques de ativos de investidores institucionais estrangeiros no Anexo IV e dos Fundos de Renda Fixa. Em relação a estes, nota-se que um pequeno crescimento de seus ativos, devido à imposição de elevadas alíquotas de IOF sobre essas operações.

Conclui-se, portanto, que a abertura do mercado de capitais brasileiro para o investimento estrangeiro de portfólio tomou disponível para investidores estrangeiros uma série de opções de ativos de renda variável e de renda fixa que vêm proporcionando elevados ganhos. Com isso, fluxos de capitais nessa forma tornaram-se uma importante fonte de financiamento externo para a economia brasileira. No entanto, de um ponto de vista macroeconômico, esse financiamento, apesar de seu elevado montante, é muito menos estável do que as demais formas disponíveis para a economia brasileira. Isto fica claro imediatamente quando se olha o expressivo volume dos ingressos e dos retornos, que resulta das elevadas flexibilidade e mobilidade características desses capitais. Para fins de ilustração, a Tabela 3.11 apresenta dados sobre os ingressos e os retornos do investimento de portfólio realizado por investidores institucionais estrangeiros via Anexo IV. Os dados mensais mostram de forma cristalina a possibilidade de que, em momentos de incerteza, seus capitais saiam rapidamente do país, como aconteceu nos primeiros meses de 1995, em decorrência dos problemas gerados pela crise mexicana.

TABELA 3.11
CARTEIRA DE ATIVOS DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS ESTRANGEIROS ¹
Brasil, 1993-1996
Ingressos e retornos (US\$ milhões) ²

Mês e Ano	Ingressos	Retornos	Líquido	Mês e Ano	Ingressos	Retornos	Líquido
1993 jan	455	188	267	1995 jan	1.169	2.342	(1.173)
fev	381	129	252	fev	891	1.000	(109)
mar	417	414	3	mar	1.178	2.361	(1.183)
abr	1.007	657	350	abr	1.165	1.038	127
mai	586	288	298	mai	2.191	1.559	632
jun	919	724	195	jun	1.851	1.730	121
jul	1.021	485	536	jul	2.478	1.035	1.443
ago	1.870	666	1.204	ago	3.578	2.091	1.487
set	1.346	1.829	(483)	set	1.825	1.824	1
out	2.283	1.017	1.266	out	2.334	3.094	(760)
nov	2.162	1.120	1.042	nov	1.606	1.708	(102)
dez	2.167	1.619	548	dez	1.759	1.718	41
1994 jan	1.736	728	1.008	1996 jan	1.956	1.240	716
fev	1.955	1.407	548	fev	1.664	1.299	365
mar	1.961	1.975	(14)	mar	1.779	1.954	(175)
abr	1.167	744	423	abr	1.687	1.188	499
mai	1.533	705	828	mai	2.066	1.722	344
jun	1.456	973	483	jun	1.521	1.784	(263)
Jul	1.169	869	300	jul	2.101	2.279	(178)
Ago	2.006	1.875	131	ago	1.725	1.258	467
Set	1.858	2.178	(320)	set	1.641	1.284	357
Out	2.313	2.289	24	out	2.203	1.763	440
Nov	1.567	1.208	359	nov	2.131	1.670	461
Dez	1.811	1.827	(16)	dez	2.461	1.900	561

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Investimento estrangeiro de portfólio via Anexo IV à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987.

² Não refletem os fluxos cambiais de cada período.

3.3.4 Investimento Direto Estrangeiro

O expressivo crescimento dos fluxos de investimento direto estrangeiro tem sido um dos principais traços da conta de capital brasileira a partir de 1995 e, principalmente, de 1996. O exame desses fluxos de capitais é de grande importância, pois, de um lado, eles têm sido considerados essenciais para dar ao financiamento externo da economia brasileira uma maior estabilidade, à medida que substitui em parte os empréstimos externos e o investimento estrangeiro de portfólio. De outro lado, o investimento direto

estrangeiro também vem sendo considerado fundamental como elemento condutor de um aumento da produtividade, da eficiência e da competitividade externa da economia brasileira. A presente subseção dedica sua atenção, em especial, ao primeiro desses pontos, deixando para a seção 3.4 a discussão da possível contribuição que os fluxos de investimento direto possam vir a ter na segunda direção.

A Tabela 3.12 mostra os dados relativos ao investimento direto estrangeiro a partir de 1990.

TABELA 3.12
INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ¹
TOTAL	627	607	1.405	614	1.888	3.928	9.442
- Ingressos	857	730	1.574	1.194	2.506	5.091	9.963
Moeda	510	628	1.325	954	2.356	4.778	9.644
Mercadoria	64	34	29	20	12	6	27
Conversão	283	68	220	220	138	307	292
- Retornos	230	123	169	580	618	1.163	521

FONTES: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados preliminares.

Os dados evidenciam, antes de tudo, um crescimento bem menos expressivo dos fluxos de investimento direto estrangeiro quando comparado ao dos empréstimos externos e do investimento estrangeiro de portfólio antes de 1995. Nota-se, em especial, que as operações de investimento direto tiveram um comportamento bastante instável, sem tendência definida, até 1994. Até então, alternaram-se anos com fluxos de pequena escala, caso dos anos de 1990, 1991 e 1993, e anos de crescimento do investimento direto, caso dos anos de 1992 e 1994. Apenas a partir da implementação do Plano Real pode-se definir uma tendência clara de crescimento desses fluxos de capitais.

Os fluxos de investimento direto estrangeiro no período que antecedeu o Plano Real foram restringidos pela existência de um quadro macroeconômico muito instável, caracterizado pela aceleração inflacionária, pelas taxas de juros elevadas, pelas pequenas taxas de crescimento e, por fim, pelas incertezas em relação aos rumos da estabilização durante a etapa de preparação do Plano Real. Além disso, o ritmo das privatizações foi bastante lento quando comparado ao que seria atingido no período seguinte. Segundo um estudo recente, os fluxos de investimento direto estrangeiro nesse período decorreram, principalmente, dos primeiros passos do processo de reestruturação

produtiva e organizacional das filiais de empresas estrangeiras, motivado pela necessidade de enfrentar um quadro de retração do mercado interno e de redução da proteção contra a concorrência externa, devido à abertura comercial e à suave valorização da taxa de câmbio real (LAPLANE e SARTI, 1997a:22). A reestruturação ocorreu via racionalização da produção (com redução da linha de produtos, desverticalização da produção e terceirização) e substituição de matérias-primas e de componentes produzidos no país por similares estrangeiros (LAPLANE e SARTI, 1997a:22,45). São operações pouco intensivas em recursos financeiros, trazendo pequena entrada de capitais ¹⁷.

O comportamento do investimento direto estrangeiro no período subsequente à implementação do Plano Real em julho de 1994 tem sido distinto daquele acima descrito. Essas operações atingiram quase US\$ 4,0 bilhões em 1995 e mais de US\$ 9,4 bilhões em 1996, tendo superado o investimento estrangeiro de portfólio (que teve fluxos líquidos de cerca de US\$ 6,0 bilhões em 1996) como segunda fonte mais importante de financiamento externo. Esse movimento recente do investimento direto estrangeiro ocorre tanto no setor industrial quanto no setor de serviços, tendo em ambos os casos um forte componente associado a fusões e aquisições. Dados da UNCTAD para 1995 estimam em cerca de 40% o total dos ingressos do investimento direto estrangeiro decorrente de fusões e aquisições, semelhante ao percentual de 45% estimado para o ano de 1996 ¹⁸. Voltaremos nossa atenção para esse ponto na próxima seção. Antes disso, porém, deve-se analisar o investimento direto destinado aos setores industrial e de serviços.

Começando pela indústria, quatro elementos agem como determinantes principais do crescimento do investimento direto estrangeiro. Em primeiro lugar, o

¹⁷ O maior montante do investimento direto em 1992 e 1994 não contradiz essa conclusão, haja vista que técnicos do Banco Central e analistas do mercado de câmbio localizaram em movimentos especulativos de matrizes e filiais de empresas estrangeiras o principal determinante desse comportamento. Argumenta-se que a existência de deságio entre as cotações do dólar nos mercados comercial e flutuante estimula a repatriação de capitais pelo mercado flutuante para posterior investimento pelo mercado comercial. Quando a cotação do dólar no mercado flutuante cai, criando esse deságio, as empresas compram dólares nesse mercado a preços baixos e remetem para o exterior, retornando-os como investimento direto pelo mercado de câmbio comercial, onde obtêm preços mais altos. Esses investimentos, na opinião desses analistas, podem ter se constituído em operações para oficializar investimentos feitos no passado e não registrados, obtendo dessa maneira direito à realização de remessas legais. Segundo eles, de 1992 até maio de 1994 a média mensal de investimentos diretos estrangeiros situou-se em torno de US\$ 61 milhões, saltando para US\$ 234 milhões nos meses em que houve deságio. ("Investimento que entra é câmbio que sai", *Gazeta Mercantil*, 31 de maio de 1994, pp. 1 e 19). A opinião de técnicos do Banco Central é idêntica ao explicar o crescimento dos fluxos de investimento direto em 1992 (BARROS, 1993:142-145).

Além dos fluxos de investimento direto gerados pelo deságio entre os mercados de câmbio, parcela não desprezível dos valores computados nessa rubrica relacionou-se a operações de empresas estrangeiras voltadas a tirar proveito do diferencial existente entre as taxas de juros praticadas no Brasil e as taxas internacionais, como apontado, por exemplo, por Octavio Barros (BARROS, 1993:142-145). Nesse sentido, parcela do investimento direto estrangeiro realizado nesses anos foi, efetivamente, investimento de portfólio, de modo algum associado à ampliação de capacidade produtiva.

¹⁸ "Fusões atraem estrangeiros", *Folha de São Paulo*, 3 de janeiro de 1997, p. 2-3. O levantamento limitou-se apenas aos registros de operações acima de US\$ 10 milhões, o que levou a uma amostra de cerca de US\$ 7,7 bilhões dos US\$ 9,5 bilhões que entraram na forma de investimento direto estrangeiro em 1996. Deve-se notar, também, que os dados do Banco Central se referem à declaração feita pelo investidor quando do

crescimento do mercado interno decorrente da redução das taxas de inflação, do aumento da renda das camadas mais baixas da população e da recuperação dos mecanismos de financiamento do consumo, todos resultantes do Plano Real, tem sido elemento central no estímulo ao investimento direto estrangeiro no setor (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997; LAPLANE e SARTI, 1997a e 1997b). Isto ocorre em especial em setores contemplados com regimes especiais e pouco ameaçados pelas importações em virtude de proteção tarifária, caso dos setores automobilístico e de autopeças, de um lado, e do setor eletroeletrônico, de outro (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997:15-17; LAPLANE e SARTI, 1997a:23)¹⁹. A importância do mercado interno na atração de fluxos de investimento direto não se limita a esses dois setores, no entanto, já que ele também é fundamental em setores como o de bebidas e de alimentos, o farmacêutico, o químico, o de máquinas e implementos agrícolas e o de higiene e limpeza (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997:15-17; LAPLANE e SARTI, 1997a:23).

Em segundo lugar, a consolidação do Mercosul tem exercido impacto na mesma direção daquele causado pelo crescimento do mercado interno, uma vez que amplia o tamanho do mercado a ser explorado pelas plantas construídas ou adquiridas por empresas estrangeiras no país (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997; LAPLANE e SARTI, 1997a e 1997b).

Em terceiro lugar, o crescimento dos fluxos de investimento direto destinados ao setor industrial também tem um forte componente *efficiency seeking*, isto é, de busca de maior eficiência para enfrentar um quadro de maior exposição à concorrência externa, gerada tanto pela abertura comercial e pela valorização cambial, que ampliam de forma acentuada as importações, quanto pela entrada de novos concorrentes (LAPLANE e SARTI, 1997a:77).

Por fim, um quarto incentivo está ligado ao já mencionado grande componente de fusões e aquisições que vem marcando o investimento direto estrangeiro no Brasil. A fragilização de empresas de capital nacional devido à maior exposição à concorrência externa e às desiguais condições de tributação e de financiamento tem resultado na criação de um amplo leque de empresas localizadas em setores promissores, notadamente aqueles destinados a atender ao mercado interno, e cujo controle parcial ou total pode ser adquirido a preços bastante baixos²⁰. Note-se a existência de um elevado

registro e, nesse sentido, podem não significar um direcionamento efetivo dos recursos para o fim declarado, como alerta Zini (ZINI, 1997).

¹⁹ O primeiro conta com o Regime Automotivo, estabelecido em 1995, e com grandes incentivos de diversos tipos concedidos por estados e municípios, enquanto o setor eletroeletrônico conta com a Zona Franca de Manaus e com incentivos da Lei de Informática de 1991 (Lei nº 8.248) para a produção de equipamentos de informática e de telecomunicações.

²⁰ A lista de setores e de empresas que podem ser citados é enorme. Pode-se citar os seguintes setores, com as respectivas empresas vendidas ou que associaram a empresas estrangeiras: autopeças (Cofap, Metal Leve), eletrodomésticos (Brastemp, Arno, Prosdócimo, Continental, Dako, além de duas associações da

potencial de retorno nessas operações, dado, além dos baixos preços, pelo fato de que esses setores têm sido os mais favorecidos a partir da implementação do Plano Real.

Passando para o setor de serviços, o investimento direto estrangeiro destinado a esse setor vem sendo ainda maior que aquele destinado ao setor industrial. Com base nos registros do Banco Central, economistas da SOBEET analisaram a destinação setorial de US\$ 7,7 bilhões do total de US\$ 9,4 bilhões do investimento direto em 1996²¹. Desse total de US\$ 7,7 bilhões, o setor de serviços recebeu em torno de US\$ 4,7 bilhões, o que corresponde a 62% do total. Mais da metade desse montante (US\$ 2,5 bilhões) entrou no país em função da aquisição de empresas nos leilões de privatização, tendo se destacado em 1996 a operação de venda da Light em maio, que resultou na entrada de US\$ 1,3 bilhão. Esse crescimento dos fluxos de investimento direto destinados ao setor de serviços responde a dois movimentos discutidos no segundo capítulo, um no âmbito dos processos de privatização e de concessão de serviços públicos e outro no plano do ajuste do sistema financeiro, os quais vêm ganhando importância crescente dentro da estratégia de política econômica e de reformas do governo brasileiro. Vejamos com mais detalhes os determinantes e motivações dos fluxos de investimento direto que vêm se dirigindo a esses setores.

Em relação aos processos de privatização e de concessão de serviços públicos, viu-se no segundo capítulo que eles vêm ganhando destaque dentro do conjunto da política econômica e das reformas como elemento central na atração de maiores e mais estáveis fluxos de capitais estrangeiros, na promoção do ajuste fiscal e, por fim, na criação de meios para alavancar a produtividade e a eficiência da economia brasileira. Com isso, uma série de medidas de incentivo à participação do capital estrangeiro nos leilões de privatização e na concessão de serviços públicos vem sendo adotada, como também visto no segundo capítulo. Os incentivos para os interessados são vários. Os preços das ações de empresas estatais, em geral, encontram-se em patamares baixos em relação a seu valor patrimonial, indicando a possibilidade de uma elevação desses preços tão logo seja efetuada a privatização, como ocorreu em outros países latino-americanos. Por sua vez, essas expectativas de elevação dos preços decorrem de vários elementos que indicam um grande potencial de retorno dessas empresas após a privatização: a absorção de parcela de suas dívidas pelo Tesouro, a liberação de suas tarifas (antes ou depois da privatização), a possibilidade de realizar cortes de funcionários e, especialmente, a característica monopólica da maior parte dos empresas privatizadas

CCE, com as estrangeiras Merloni e RCA), alimentícios (Lacta, aquisição pela Danone de parte do capital da Companhia Campineira de Alimentos e da Aymoré, aquisição de várias pequenas empresas pela Fleischmann Royal/Nabisco, associação entre a Santista Alimentos e a Barilla, italiana) e máquinas e implementos agrícolas (Iochpe-Maxion, além da associação entre a SLC nacional e a John Deere estrangeira).

²¹ "Serviços atraem dois terços dos dólares", *Folha de São Paulo*, 6 de abril de 1997, p. 2-1, com tabela na página 2-13.

e dos setores de serviços públicos ²². Nesse sentido, a existência de uma institucionalidade regulatória fraca para coibir possíveis abusos mostra ser um incentivo de vulto na atração do investimento direto estrangeiro para esses setores (GONÇALVES, 1996:52). O elevado potencial de retorno esperado dessas operações resulta, também, da demanda reprimida em alguns setores, como o de telecomunicações e o de energia elétrica, que pode ser atendida de forma rápida em virtude da elevada capacidade de autofinanciamento de alguns desses setores, gerada pela recuperação das tarifas anteriormente à privatização, caso claro das tarifas telefônicas a partir de 1994.

Um segundo incentivo para o investimento direto estrangeiro no setor de serviços localiza-se na aquisição de controle parcial ou total de instituições financeiras instaladas no país, que tem recebido amplos incentivos por parte do governo, como visto no segundo capítulo. Como resultado, uma série de instituições financeiras no país tem tido seu controle transferido para instituições financeiras no exterior, o que gera a entrada de elevados montantes de investimento direto, em especial a partir de 1997 ²³. Os incentivos para essas operações são enormes, haja vista que instituições financeiras estrangeiras que enfrentam forte concorrência e a desintermediação financeira nos países desenvolvidos têm encontrado em países em desenvolvimento, dentre os quais o Brasil, amplos espaços para sua atuação. Vale lembrar, em relação a isso, que ultrapassada a fase de ajuste à redução das taxas de inflação e dos ganhos aí gerados, o direcionamento das atividades de instituições financeiras para novos espaços de atuação (crédito ao consumidor, intermediação do crédito externo, participação na privatização, cobrança de tarifas), associado a ajustes administrativos (corte de pessoal, informatização), tem permitido uma forte recuperação da lucratividade, como mostram os balanços divulgados em 1996. Além disso, a aquisição de instituições financeiras em

²² O caso do setor de energia elétrica ilustra bem esses incentivos, decorrentes da falta de competição no setor e da assinatura de contratos de longo prazo com os novos controladores das distribuidoras de energia. Em relação a este último ponto, como as tarifas foram recuperadas recentemente e estabelecidas em um patamar elevado para atrair interessados na privatização, elas serão mantidas neste patamar enquanto durarem os contratos. As tarifas apenas serão revistas no momento em que vencerem esses contratos, com repasse de eventuais ganhos de eficiência e de produtividade para os consumidores. Segundo publicado na imprensa, os próprios técnicos do Ministério da Fazenda reconhecem que as tarifas foram estabelecidas em um patamar muito elevado e que há preocupações em relação a isso ("Tarifas tendem a subir com a privatização" e "Empresas admitem boa remuneração", *Folha de São Paulo*, 31 de agosto de 1997, p. 2-11).

²³ Várias instituições financeiras instaladas no país foram vendidas para instituições financeiras estrangeiras ou, em alguns casos, tiveram parcela de seu capital vendida ao longo de 1997 (ver "Estrangeiro avança no setor bancário" e "HSBC Bamerindus marca a nova fase", *Folha de São Paulo*, 28 de setembro de 1997, pp. 2-1 e 2-12, respectivamente). Pode-se citar a venda das operações bancárias de varejo do Banco Múltiplic para o *Lloyds Bank* em fevereiro, por US\$ 600 milhões, a compra do Banco Geral do Comércio pelo Banco Santander e do Bamerindus pelo HSBC, ambas em março, a venda de 50% do Banco Noroeste para o mesmo Santander em agosto, por US\$ 500 milhões, a aquisição de 50% do Banco SRL pelo *American Express Bank*, a venda do Banco Boavista para o Banco Espírito Santo e a compra de 51% do Banco Fenícia pela seguradora norte-americana AIG (*American International Group*), as três últimas operações todas realizadas em setembro.

Como resultado dessas e de outras operações, a participação de instituições financeiras estrangeiras no total de ativos das instituições financeiras privadas no Brasil passou de 6,8% em dezembro de 1994 para 9,2% em dezembro de 1995, 9,5% em dezembro de 1996 e 16% em junho de 1997, segundo

dificuldades, privadas e públicas, conta com grandes incentivos do PROER, que permite a separação entre sua parte saudável (instalações, depósitos e outros ativos) e a parte ruim.

Em suma, a evolução dos fluxos de investimento direto estrangeiro a partir de 1994 tem refletido os efeitos positivos do Plano Real em termos de ampliação do mercado interno e de uma série de políticas adotadas pelo governo brasileiro para atrair capitais estrangeiros para setores considerados prioritários dentro de sua estratégia de política econômica e de reformas, notadamente via privatização, concessão de serviços públicos e aquisição de instituições financeiras²⁴. O crescimento do investimento direto exerce sem dúvida um papel importante na criação de melhores condições para o financiamento externo da economia brasileira, ao reduzir a importância relativa dos fluxos de empréstimos externos e de investimento estrangeiro de portfólio nessa direção. No entanto, eles têm um impacto negativo não desprezível sobre os déficits nas balanças comercial e de serviços, o que pode trazer algumas dificuldades para a economia brasileira. Este ponto será tratado na seção 3.4 a seguir.

dados da empresa de consultoria Austin Assis. ("Estrangeiro avança no setor bancário", *Folha de São Paulo*, 28 de setembro de 1997, p. 2-1).

²⁴ Além disso, um canal não tradicional para a realização do investimento direto estrangeiro em 1995 e 1996 é a realização de operações voltadas meramente a internar capitais estrangeiros para aplicação em títulos de renda fixa, como têm apontado diversos economistas (GARCIA: 1996, 5 e 21; SOUZA, 1996:17; ZINI, 1997). Neste caso, a operação não é nada mais do que uma operação de investimento estrangeiro de portfólio, com uma única diferença do ponto de vista do agente que a leva adiante: realizá-la por esse canal permite contornar a forte tributação existente desde fins de 1993 para a realização de investimento estrangeiro de portfólio em títulos de renda fixa. Ver também a esse respeito "Investimentos inchados", *Folha de São Paulo*, 20 de junho de 1996, p. 1-11 e "O risco do dinheiro bom", *Folha de São Paulo*, 11 de setembro de 1997, p. 1-11.

3.4 AVALIAÇÃO DE ALGUNS PONTOS DA ESTRATÉGIA DO GOVERNO EM RELAÇÃO AO SETOR EXTERNO

Viu-se na seção anterior que o predomínio dos fluxos de empréstimos externos securitizados e de investimento estrangeiro de portfólio é o traço marcante do financiamento externo da economia brasileira a partir do início da década de 90, ainda que os fluxos de investimento direto estrangeiro venham ganhando importância na área a partir de 1995. A presença desse traço no financiamento externo submete a economia brasileira a elevados riscos, discutidos no primeiro capítulo. Movimentos na economia e da política econômica de países desenvolvidos e em desenvolvimento ou nos mercados financeiros internacionais ou ainda o surgimento de dúvidas em relação à solidez do quadro macroeconômico e do setor externo no Brasil podem resultar em fugas de capitais bruscas e inesperadas, facilitadas pela flexibilidade e pela mobilidade características do investimento estrangeiro de portfólio e, em menor medida, dos empréstimos externos securitizados. Adicionalmente, eventos nessa direção podem deteriorar de forma significativa as condições de acesso aos mercados financeiros internacionais, reduzindo a disponibilidade de financiamento externo.

Esta seção pretende avaliar alguns dos principais elementos da estratégia do governo brasileiro a partir da implementação do Plano Real para enfrentar as questões postas no parágrafo anterior. A discussão centra-se, em especial, nas medidas que buscam alterar o quadro de crescimento dos déficits comerciais a partir do segundo semestre de 1994, por dois motivos. De um lado, a natureza e a profundidade dos vínculos financeiros estabelecidos entre a economia brasileira e o exterior e os riscos a que ela se submete resultam em larga medida da ampliação dos déficits comerciais. Aumentando a dependência do país em relação ao financiamento externo, eles exigem uma entrada contínua de fluxos de capitais, assim como imprimem um determinado curso às políticas e reformas conduzidas pelo governo, que têm que ser desenhadas e implementadas de forma a manter e a ampliar os incentivos a esses fluxos de capitais. De outro lado, a forma como evolui o déficit comercial e os resultados da estratégia do governo para revertê-los assumem papel central na formulação das expectativas dos agentes envolvidos nesses fluxos de capitais. A possibilidade da economia brasileira continuar a contar com os fluxos de investimento estrangeiro de portfólio e de empréstimos externos securitizados para seu financiamento externo, enquanto as políticas e reformas adotadas não trazem os supostos resultados em termos de consolidação da estabilização e de recuperação dos saldos da balança comercial, depende da maneira como esses agentes vêem a evolução do setor externo. A

emergência de preocupações em relação a este ponto e, portanto, em relação à capacidade do país continuar a honrar seus compromissos externos, pode levar a um movimento acentuado de fuga de capitais, a dificuldades para o país continuar obtendo financiamento externo e, no limite, a uma crise cambial que pode comprometer a estratégia adotada pelo governo brasileiro.

A seção divide-se em duas subseções. A primeira, 3.4.1, retoma de forma breve a discussão do segundo capítulo sobre os elementos centrais da estratégia do governo em relação ao setor externo, assim como discute elementos presentes no balanço de pagamentos brasileiro que apontam para a balança comercial como um dos principais nós a serem desatados para criar um quadro mais sólido no setor externo da economia brasileira. Em relação a esse último ponto, argumenta-se que a dificuldade de reverter os déficits na balança de serviços e a sua provável expansão nos próximos anos e o elevado patamar das amortizações pagas ao exterior tendem a criar dúvidas em relação à capacidade do país honrar seus compromissos externos, o que coloca sobre a balança comercial elevada responsabilidade, a de diminuir os déficits em transações correntes e a de proporcionar recursos para o país pagar esses compromissos. A segunda seção, 3.4.2, levanta algumas considerações sobre a estratégia do governo para reverter os déficits comerciais, buscando na literatura sobre o tema elementos que apontam para a dificuldade de que o governo atinja seus objetivos sem uma alteração significativa no binômio câmbio-abertura comercial que vem sustentando a estabilização.

3.4.1 Setor Externo e Estratégia do Governo

Três elementos centrais podem ser mencionados para caracterizar a estratégia do governo em relação ao setor externo da economia brasileira. Ainda que tenham sido discutidos no segundo capítulo, cabe retomá-los de maneira breve. Em primeiro lugar, o objetivo de consolidar a estabilização limita o papel que poderia ser desempenhado pelas políticas cambial e comercial na inversão dos déficits comerciais, haja vista que uma desvalorização mais forte do real e uma contenção das importações são vistas pela equipe econômica como extremamente prejudiciais para a estabilização. Em segundo lugar, o governo investe em uma série de reformas que, no seu entender, contribuiriam para consolidar a estabilização, criar um quadro macroeconômico sólido e, assim, criar incentivos para um crescimento dos fluxos de investimento direto estrangeiro. Estes, por sua vez, não apenas são vistos como tendo importante papel na melhoria da qualidade do financiamento externo, de forma a diminuir a importância dos empréstimos externos securitizados e do investimento estrangeiro de portfólio, como são considerados

fundamentais na criação de condições para a reversão dos déficits comerciais, para a qual o governo vem procurando, em especial, criar incentivos para as exportações. Por fim, a estratégia do governo se completa com a aposta de que o financiamento externo proporcionado pelos empréstimos externos e pelo investimento estrangeiro de portfólio continuará disponível enquanto as reformas adotadas não tragam os resultados que se espera. Há um aposta de que a política econômica detém instrumentos que permitam conter eventuais ataques especulativos contra o real, dadas as elevadas reservas cambiais e a possibilidade de elevar as taxas de juros internas, assim como a crença de que a condução de programas de privatização nas áreas de telecomunicações e de energia elétrica, para ficar nos principais exemplos, permitam elevar a proporção do financiamento externo constituída de investimento direto estrangeiro.

Desta forma, o governo espera ter tempo para obter os resultados esperados em termos de reversão dos déficits comerciais e de redução dos déficits em transações correntes, de forma a indicar aos agentes envolvidos nos fluxos de capitais que o país tem capacidade de honrar os compromissos externos que vem assumindo (MAKA, 1997). Em relação a esses compromissos, deve-se mencionar tanto o crescimento do estoque de investimento estrangeiro no país, incluindo de portfólio e direto, que forma uma base maior para as remessas de lucros e de dividendos para o exterior, assim como para as repatriações, quanto o crescimento do estoque de dívida externa do país, que traz impactos diretos sobre o pagamento de juros e de amortizações. Sobre isso, deve-se destacar dois pontos, um relativo à balança de serviços e outro relativo às amortizações da dívida externa. A balança de serviços, tradicionalmente deficitária, dificilmente terá mudanças significativas em seu sinal nos próximos anos, havendo, pelo contrário, uma tendência a uma ampliação de seus déficits, em função do crescimento expressivo dos fluxos de investimento de portfólio e de investimento direto para a economia brasileira, que certamente ampliarão as remessas de lucros e de dividendos. Esse impacto tende a ser sentido em um curto espaço de tempo, haja vista que o crescimento dos fluxos de investimento direto estrangeiro na forma de fusões e de aquisições gera uma contrapartida praticamente imediata em termos de remessas, pois a capacidade produtiva já existe. Além disso, como as fusões e aquisições têm se concentrado nos setores industriais destinados ao atendimento do mercado interno e em setores de serviços, como visto anteriormente, o capital estrangeiro está entrando nos setores que mais cresceram após a implementação do Plano Real e que têm as melhores perspectivas de lucros para os próximos anos, o que constrói uma base ampliada para as remessas de lucros e de dividendos. Por fim, a balança de serviços terá seus déficits dependentes do comportamento das taxas de juros internacionais, notadamente da Libor. Uma possível elevação dessa taxa terá impactos fortes sobre o pagamento de juros, haja

vista o elevado estoque de dívida externa submetida a taxas de juros flutuantes, no montante de US\$ 63,5 bilhões em dezembro de 1996, dos quais US\$ 48,9 bilhões atrelados à Libor.

No que se refere à dívida externa, o expressivo crescimento da captação de empréstimos externos por empresas, instituições financeiras e setor público brasileiros tem levado a uma igualmente expressiva expansão do estoque de dívida externa. Deve-se considerar também o estoque de dívida externa herdado das décadas de 70 e de 80, que, como visto no segundo capítulo, desapareceu do debate nos últimos anos. A emergência e o domínio do discurso, das propostas e das práticas de política liberais, a liberação para o pagamento da dívida externa privada em fins de 1990 e a conclusão da renegociação da dívida externa pública em abril de 1994 fizeram com que, de um momento para o outro, uma questão tão fundamental, que tinha afetado a economia brasileira durante toda uma década, virtualmente desaparecesse do rol de preocupações do governo e de muitos economistas. Tudo se passa como se o estoque e os encargos da dívida externa das décadas de 70 e 80 simplesmente deixassem de existir. É verdade que o elevado crescimento dos fluxos de capitais para a economia brasileira tem, até o momento, dado conta do financiamento tanto das necessidades surgidas no balanço de transações correntes, quanto do pagamento de amortizações por conta dos estoques novo e velho de dívida externa. No entanto, cabe questionar se em meio a uma redução acentuada dos montantes e/ou uma deterioração das condições de custo e prazo do financiamento externo, o estoque e os encargos da dívida externa antiga não fariam diferença como hoje se considera.

Os dados relativos à dívida externa brasileira estão ilustrados nas Tabelas 3.13 e 3.14 a seguir.

TABELA 3.13
DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões ¹

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOTAL (a+b)	96.546	92.996	110.835	114.270	119.868	129.313	144.092
a) Setor Público ²	78.837	75.423	86.669	83.515	86.864	87.168	84.229
- Bancos	49.974	47.891	44.945	44.016	6.212	6.138	5.642
Estrangeiros	44.103	41.558	38.747	37.267	4.300	4.171	4.732
Brasileiros	5.871	6.333	6.198	6.749	1.912	1.967	910
- Organismos internacionais	12.226	10.680	9.854	9.014	8.870	8.837	8.880
- Agências Governamentais ³	12.388	10.527	19.595	19.228	19.264	18.480	15.089
- Bônus ⁴	-	-	8.408	8.363	51.538	51.451	51.239
- Outros	4.249	6.325	3.867	2.896	980	2.262	3.379
b) Setor Privado	17.709	17.573	24.166	30.755	32.804	42.145	59.863
- Bancos	8.556	8.710	12.850	18.910	22.004	30.252	46.673
Estrangeiros	1.164	1.297	10.709	16.227	18.991	26.444	41.225
Brasileiros	7.392	7.413	2.141	2.683	3.013	3.808	5.448
- Organismos internacionais	2.061	1.955	1.942	1.852	1.789	1.984	2.513
- Agências Governamentais	799	724	579	607	413	700	916
- Outros	6.293	6.184	8.795	9.386	8.598	9.209	9.761

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados relativos a dezembro de cada ano.

² Setor público não financeiro. Exclui Petrobrás e Vale do Rio Doce.

³ Inclui Clube de Paris.

⁴ De dívida originária de bancos.

TABELA 3.14
DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA
Brasil, 1990-1996
composição percentual ¹

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOTAL (a+b)	100,0						
a) Setor Público ²	81,7	81,1	78,2	73,1	72,6	67,4	58,5
- Bancos	51,8	51,5	40,6	38,5	5,2	4,7	3,9
Estrangeiros	45,7	44,7	35,0	32,6	3,6	3,2	3,3
Brasileiros	6,1	6,8	5,6	5,9	1,6	1,5	0,6
- Organismos internacionais	12,7	11,5	8,9	7,9	7,4	6,8	6,2
- Agências Governamentais ³	12,8	11,3	17,7	16,8	16,1	14,3	10,5
- Bônus ⁴	0,0	0,0	7,6	7,3	43,1	39,8	35,6
- Outros	4,4	6,8	3,5	2,5	0,8	1,7	2,3
b) Setor Privado	18,3	18,9	21,8	26,9	27,4	32,6	41,5
- Bancos	8,9	9,4	11,6	16,5	18,4	23,4	32,4
Estrangeiros	1,2	1,4	9,7	14,2	15,9	20,4	28,6
Brasileiros	7,7	8,0	1,9	2,3	2,5	2,9	3,8
- Organismos internacionais	2,1	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7
- Agências Governamentais	0,8	0,8	0,5	0,5	0,3	0,5	0,6
- Outros	6,5	6,6	7,9	8,2	7,2	7,1	6,8

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Dados relativos a dezembro de cada ano.

² Setor público não financeiro. Exclui Petrobrás e Vale do Rio Doce.

³ Inclui Clube de Paris.

⁴ De dívida originária de bancos.

As tabelas mostram o crescimento do estoque de dívida externa registrada a partir de 1992, decorrente fundamentalmente da captação de empréstimos por empresas e instituições financeiras instaladas no país junto aos mercados financeiros internacionais, registrados na rubrica "bancos". De um total de US\$ 96,5 bilhões em dezembro de 1990, o estoque total da dívida externa passou a US\$ 144,1 bilhões em junho de 1996. Dada a continuidade das operações de empréstimos brasileiros nos mercados financeiros internacionais, esse estoque deve continuar a subir a taxas aceleradas nos próximos anos.

Uma análise da composição da dívida externa segundo o tomador revela uma mudança importante, referente ao aumento significativo da participação do setor privado no total da dívida externa registrada. De US\$ 17,7 bilhões em 1990, a dívida externa do setor privado saltou para US\$ 59,9 bilhões em 1996. Ao mesmo tempo, a dívida externa do setor público manteve-se praticamente estável, no intervalo entre US\$ 83,5 bilhões e US\$ 87,2 bilhões entre 1993 e 1996, o que mostra que a forma como foi conduzida a sua renegociação trouxe um alívio muito pequeno para a dívida externa do setor público. Em relação a esta, note-se que a conclusão da renegociação em abril de 1994 gerou um mudança da dívida bancária para dívida em bônus, com a primeira se reduzindo de cerca de US\$ 44,0 bilhões em 1993 para US\$ 5,6 bilhões em 1996, incluindo a dívida com bancos estrangeiros e brasileiros, e a segunda passando de US\$ 8,4 bilhões em 1993 para US\$ 51,2 bilhões em 1996.

Como resultado do crescimento dos empréstimos captados no exterior por empresas e instituições financeiras e da manutenção de um elevado estoque de dívida externa herdado das décadas de 70 e de 80, tem havido um crescimento expressivo das amortizações pagas pelo país ao longo da primeira metade da década de 90, como mostram as Tabelas 3.15 e 3.16. A primeira mostra os dados das amortizações para o período 1990-1996, enquanto a segunda apresenta as estimativas do Banco Central sobre o pagamento de amortizações para o período 1997-2006. Em relação às amortizações de empréstimos, nota-se um crescimento de um patamar inferior aos US\$ 2,0 bilhões nos primeiros anos da década de 90 para quase US\$ 8,0 bilhões em 1996, enquanto Banco Central estima um valor de US\$ 14,7 bilhões a ser pago em 1997²⁵. Depois, essas estimativas apontam para uma redução do valor a ser pago no período 1998-2003, embora os dados não considerem a possibilidade de pagamento antecipado dos títulos por opção do comprador (*put*) ou do emissor (*call*).

²⁵ O acentuado crescimento das amortizações em 1997 deve-se aos problemas decorrentes da crise mexicana durante 1994 e no início de 1995. A legislação brasileira definia o prazo mínimo dos títulos emitidos no exterior em três anos, prazo no qual foi feita boa parte das emissões de títulos brasileiros em 1994, dada a dificuldade de vender títulos com prazos maiores. Com o agravamento das dificuldades atravessadas pela economia brasileira no início de 1995, que culminou com a crise cambial em março, o governo reduziu o prazo mínimo dos títulos de três para dois anos, prazo que permaneceu válido até fevereiro de 1996. Com

Já em relação às amortizações de financiamentos, nota-se que elas têm se mantido em níveis elevados durante toda a primeira metade da década de 90, em torno dos US\$ 6,0 bilhões. As amortizações de financiamentos provenientes de organismos financeiros internacionais atingiram a partir de 1992 valores maiores que os verificados em anos anteriores, assim como aquelas pagas a fornecedores e compradores. Por sua vez, as amortizações pagas a agências governamentais têm flutuado bastante no período.

TABELA 3.15
AMORTIZAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS E DE FINANCIAMENTOS ¹
Brasil, 1990-1996
US\$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ²
TOTAL (a+b)	8.053	7.830	7.147	9.268	11.001	11.023	14.423
a) Amortizações de Empréstimos	1.879	1.629	2.114	4.925	6.706	5.312	7.893
- Bancos	1.524	1.270	1.285	2.463	2.934	1.456	3.640
- Intercompanhias	170	177	390	487	454	402	355
- Instrumentos securitizados	185	182	439	1.975	3.317	3.454	3.898
Bônus	178	75	200	399	480	629	571
<i>Commercial paper</i>	-	103	235	919	956	769	323
<i>Notes</i>	-	-	-	582	1.748	1.904	2.492
Securitização de exportações	-	-	-	71	129	146	272
Outros	7	4	4	4	4	6	240
b) Amortizações de Financiamentos	6.174	6.201	5.033	4.343	4.296	5.711	6.530
- Organismos internacionais	1.569	1.448	1.665	1.669	1.802	1.783	1.706
BIRD	1.258	1.090	1.281	1.257	1.375	1.358	1.242
BiD	300	330	308	314	334	349	344
CFI	11	28	76	98	93	76	120
- Agências governamentais	2.917	2.513	1.732	1.170	997	2.043	2.494
- Fornecedores/compradores	1.688	2.240	1.636	1.504	1.497	1.885	2.330

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

NOTAS: ¹ Exclui amortizações refinanciadas.

² Dados preliminares.

TABELA 3.16
DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA
Brasil, dezembro de 1996
esquema de amortização do principal, em US\$ milhões (estimativa) ¹

	Saldo em 31/12/96	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Após 2006 e Vencidos
TOTAL (a+b+c+d+e+f)	144.092	22.253	12.013	10.115	6.652	10.507	7.541	7.911	17.508	6.235	5.506	37.851
a) Empréstimos do FMI	68	35	22	11	-	-	-	-	-	-	-	-
b) Financiamento de Importações	34.165	5.584	4.690	4.115	3.284	2.961	2.490	2.230	2.046	1.996	2.049	2.720
- Organismos internacionais	11.325	1.643	1.659	1.578	1.500	1.253	917	662	427	315	207	1.164
BIRD	5.876	1.116	1.084	988	943	743	469	327	141	64	-	1
BID	4.067	377	369	352	326	299	288	262	250	223	196	1.125
CFI	1.202	112	168	201	195	192	155	70	36	28	11	34
Outros	180	38	38	37	36	19	5	3	-	-	-	4
- Agências governamentais ²	15.821	1.879	1.781	1.661	1.173	1.296	1.296	1.394	1.511	1.628	1.813	389
- Outros credores	7.019	2.062	1.250	876	611	412	277	174	108	53	29	1.167
Bancos comerciais estrangeiros	3.466	1.004	589	409	305	236	155	118	70	30	6	544
Bancos brasileiros	677	220	127	118	85	50	46	-	-	-	-	31
Empresas não-financeiras	2.876	838	534	349	221	126	76	56	38	23	23	592
c) Empréstimos em Moeda	54.938	14.769	4.791	3.701	1.206	4.445	3.836	4.199	12.106	966	646	4.273
- Bancos comerciais estrangeiros	42.630	11.588	3.303	2.794	577	3.509	2.707	3.554	10.761	809	526	2.502
- Bancos brasileiros	5.681	2.287	734	340	182	319	225	259	837	18	18	462
- Empresas não-financeiras	6.627	894	754	567	447	617	904	386	508	139	102	1.309
d) Empréstimos-programa (AID)	184	20	20	20	20	20	18	18	17	13	8	10
e) Bônus	54.718	1.844	2.487	2.266	2.140	3.079	1.195	1.462	3.338	3.259	2.802	30.846
f) Outros empréstimos	19	1	3	2	2	2	2	2	1	1	1	2

FONTE: BANCO CENTRAL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vol. 33, n° 6, junho, pp. 152-153

NOTAS: ¹ Dados relativos a dezembro de cada ano, exceto para 1996, cujos dados são relativos a junho.

² Inclui Clube de Paris.

3.4.2 Balança Comercial

A dificuldade de se reverter os saldos negativos das balanças comercial e de serviços e o crescimento do estoque da dívida externa, que mostra que as amortizações serão mantidas em níveis elevados, têm ampliado o passivo externo do país, exigindo medidas por parte do governo para criar condições da economia honrar os compromissos que vem assumindo. Dados o saldo tradicionalmente deficitário da balança de serviços e a rigidez para baixo do estoque e dos serviços da dívida externa, o nó da estratégia do governo localiza-se na balança comercial, sobre a qual ele deposita suas esperanças de gerar os recursos para reduzir os déficits em transações correntes e indicar aos agentes envolvidos nos fluxos de capitais a capacidade do país pagar seus passivos externos. Daí a importância de se discutir, ainda que em nível introdutório, elementos que afetam a viabilidade da estratégia do governo para reverter os déficits comerciais. As considerações que se seguem pretendem apenas apontar alguns dos principais elementos que vêm sendo levantados no debate econômico e que indicam a presença de dificuldades para se mudar o quadro presente na balança comercial. Mais especificamente, essa breve análise contempla a possibilidade de que determinadas reformas e ações pretendidas pelo governo possam alterar esse quadro via incentivo para o crescimento dos investimentos, da produtividade, da eficiência e da competitividade externa da economia brasileira, como argumentam seus integrantes (FRANCO, 1996).

De forma resumida, a estratégia do governo em relação à inversão dos saldos negativos da balança comercial tem como maior balizador o objetivo de consolidar a estratégia de estabilização, o que significa manter seus eixos básicos, a política cambial e a abertura comercial, inalterados ou com poucas mudanças. Diante disso, a melhoria do saldo comercial deve passar, de um lado, por medidas de incentivo às exportações como a redução da tributação e do chamado "custo Brasil" e que não signifiquem utilizar uma política cambial agressiva como a utilizada até às vésperas do Plano Real, e, de outro lado, por uma substituição de importações gerada pelos ganhos internos de produtividade e de eficiência. Como mencionado em boletim do Banco Central:

Com a consolidação do Plano Real há uma clara sinalização de que o aumento da competitividade das exportações terá que ser obtido sem uma dependência maior da política cambial, que tem desempenhado papel relevante na estabilização dos preços e desindexação da economia. Assim, benefícios temporários, proporcionados por ajustes na taxa de câmbio, estão sendo substituídos gradativamente por ganhos de produtividade e maior eficiência, fatores que poderão ser ampliados via redução do chamado Custo Brasil, que inclui a desoneração de impostos incidentes sobre as exportações.

Deve-se notar que o crescente fluxo de investimentos diretos estrangeiros em empresas brasileiras tem sido acompanhado por aumento das importações de bens de capital, que incorporam tecnologias mais avançadas, contribuindo para a maior

competitividade das exportações brasileiras, mesmo com o caráter de neutralidade da política cambial. Num ambiente de produção nacional em condições de concorrer com os produtos estrangeiros, haveria reflexos positivos sobre a balança comercial do Brasil, também sob a ótica das importações.

(BANCO CENTRAL, 09/1996:33)

A sustentabilidade da estratégia do governo depende da continuidade dos fluxos de capitais que têm se dirigido para a economia brasileira, o que, por sua vez, depende em larga medida da forma como os agentes econômicos envolvidos a avaliam e da sua percepção em relação à capacidade do país honrar os compromissos externos que vem assumindo. Há, portanto, um risco de travessia, nas palavras de um integrante do governo, decorrente da possibilidade de uma fuga de capitais que impeça a continuidade da estratégia do governo²⁶. A geração de superávits comerciais passa a ser fundamental para que o país demonstre ter capacidade de arcar com os passivos externos acumulados nos anos recentes e aqueles herdados das décadas de 70 e de 80. A estratégia do governo para gerar esses superávits, no entanto, esbarra em fortes obstáculos. Diversos autores têm apontado a dificuldade dessa estratégia trazer os resultados esperados no atual contexto da política cambial e de abertura comercial. Quatro questões devem ser mencionadas em relação a isso.

Uma primeira questão refere-se à produtividade da economia brasileira, cujo crescimento, segundo integrantes do governo, levaria a um aumento na competitividade externa da economia que contrabalançaria o efeito da valorização cambial sobre o saldo comercial. Vários economistas têm apontado as frágeis bases sobre as quais se assenta a conclusão do governo de que houve grandes aumentos da produtividade (COUTINHO e BELLUZZO, 1996:147-148; ERBER, 1996:69; MOREIRA e CORREA, 1997:71,84), assim como questionam a própria possibilidade de que esses aumentos, se comprovados, possam compensar o impacto da valorização cambial (MOREIRA e CORREA, 1997:71; NOGUEIRA BATISTA, 1996:11).

Uma segunda questão, ainda mais importante, refere-se à destinação setorial dos investimentos na economia brasileira, inclusive do investimento direto estrangeiro, que é visto como condutor destacado do crescimento da produtividade, da eficiência e da competitividade externa. Essa condição só se cumpriria no caso dos investimentos, tanto internos quanto externos, se dirigissem a setores de *tradables*, proporcionando um crescimento das exportações e/ou uma substituição de importações, como reconhecem economistas do próprio governo (MAKA, 1997). No entanto, como exposto na discussão sobre o investimento direto estrangeiro, sua maior parcela tem se destinado a setores de serviços e a setores industriais voltados ao atendimento do mercado doméstico, o que é

²⁶ Como afirmou José Roberto Mendonça de Barros, secretário de política econômica do Ministério da Fazenda: "Há um risco de travessia. Nós assumimos o risco do negócio mesmo" ("Governo admite o 'risco de travessia'", *Folha de São Paulo*, 30 de junho de 1997, p. 2-1).

nada mais é que o resultado dos sinais que vêm sendo enviados pela política econômica para as empresas privadas. Como afirma Belluzzo:

Os empresários, como era de se esperar, vêm reagindo corretamente à valorização da taxa de câmbio e às taxas de juros reais elevadas. (...) O nível da taxa de juros impede a expansão mais rápida do investimento, enquanto a taxa real de câmbio inibe as inversões nas atividades destinadas à exportação ou naqueles que sofrem uma forte concorrência das importações subsidiadas. (...) (BELLUZZO, 1997)

Dito de outra forma, a política cambial envia claros sinais às empresas de que as atividades destinadas ao atendimento do mercado interno são as mais promissoras, haja vista que a valorização cambial resultante do Plano Real trouxe acentuado estreitamento da rentabilidade dos setores exportadores. Estudo de economistas do BNDES sobre os *mark-ups* em diversos setores industriais mostra uma forte redução das margens nos setores exportadores (MOREIRA e CORREA, 1997:84-87). Desta forma, mantida a atual taxa de câmbio, dois outros problemas se colocam em relação à destinação dos investimentos. Um deles, citado por Belluzzo, é o de que uma reforma fiscal, ainda que essencial dentro do conteúdo geral da política econômica, teria poucos efeitos sobre os investimentos em setores de *tradables*. O autor citado nota que, se essa reforma puder ser feita sem provocar uma recessão profunda, ela estimulará diretamente o consumo, favorecendo ainda mais o investimento em setores voltados ao atendimento do mercado interno (BELLUZZO, 1997). Outro ponto relacionado à destinação dos investimentos é colocado por Coutinho, que afirma que o esforço fiscal para se promover incentivos a investimentos em setores de *tradables* no contexto de políticas cambial e monetária com forte viés anti-exportador seria enorme (COUTINHO, 1997).

Esse viés anti-exportador e pró-mercado interno das políticas cambial e monetária também deve ser levado em conta na avaliação da possível contribuição dos empréstimos externos e do investimento estrangeiro de portfólio para o financiamento do investimento. Se essa contribuição ocorre de fato, ela tende a reforçar aquele viés, estimulando investimentos em setores voltados ao atendimento do mercado interno. No entanto, mesmo essa contribuição não é certa. Do lado dos empréstimos externos, parcela dessas operações destina-se a proporcionar capital de giro, especialmente no caso da captação de empréstimos por empresas junto aos bancos via Resolução 63, ao alongamento de dívidas das empresas, ao financiamento ao consumo (caso, por exemplo, do financiamento para a compra de automóveis) e, por fim, à arbitragem pura e simples entre as taxas de juros domésticas e as internacionais.

No que se refere ao investimento estrangeiro de portfólio, sua contribuição para o investimentos é ainda mais duvidosa, por três motivos. Primeiro, parcela elevada dessas operações tem se direcionado à aquisição de ações de empresas estatais e, em

menor medida, de fortes grupos privados nos pregões das bolsas de valores, e não para a aquisição de novas ações. Nesse sentido, essas operações tendem a acentuar a especulação nas bolsas de valores, pouco contribuindo para que empresas possam levantar novos recursos. Segundo, a venda de ações de empresas nacionais no exterior pelo mecanismo de *Depository Receipts* não apenas tem se limitado a poucas empresas, como tem sido feita basicamente com ações antigas, que não permitem levantar novos recursos. Terceiro, e ainda em relação à emissão de ações no exterior, ela gera um risco de que se perca liquidez nas bolsas de valores brasileiras em favor de bolsas no exterior, o que pode retrair o mercado acionário no país ²⁷.

A terceira questão associada aos obstáculos ao sucesso da estratégia do governo para reverter os déficits comerciais é o próprio impacto do investimento direto estrangeiro sobre as importações. Como mencionado na discussão sobre esses fluxos de capitais na subseção 3.3.4, eles têm sido marcados pela presença de um forte elemento de busca de maior eficiência para enfrentar um quadro de maior exposição à concorrência externa (LAPLANE e SARTI, 1997:24-35). A presença desse componente no investimento direto estrangeiro traz dois impactos sobre as importações. De um lado, os índices de nacionalização na produção de bens finais têm sido reduzidos como resultado da estratégia de especialização adotada pelas filiais de empresas estrangeiras no país, responsável pela transferência da aquisição de insumos de fornecedores locais para fornecedores da rede de filiais (LAPLANE e SARTI, 1997:32). De outro lado, há uma maior importação de bens finais para complementar a linha de produtos dessas filiais (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997:13; LAPLANE e SARTI, 1997:24-35), caso das indústrias automobilística e de bens de consumo eletrônicos. A conclusão do estudo feito por Laplane e Sarti sobre a possibilidade do investimento direto estrangeiro conduzir a uma expansão das exportações e a uma substituição de importações é bastante clara: não há evidência alguma de que isto venha a ocorrer. Nas suas palavras:

Não há evidências no presente estudo que corroborem a hipótese otimista [do governo, de que haverá uma melhoria dos saldos comerciais devido ao aumento do investimento direto estrangeiro]. Os investimentos concentram-se na produção de bens finais de consumo nos complexos automobilístico e eletrônico, setores com comércio fortemente administrado pela existência de aparatos regulatórios (Regime Automotivo e Zona Franca de Manaus). Em nenhum dos dois casos há uma tendência à geração de superávits comerciais. Mesmo no caso do setor automobilístico, com reconhecida tradição exportadora, e com filiais integradas mais intensivamente nas redes globais das matrizes, as regras atuais que regem suas relações com os demais segmentos da cadeia produtiva tendem a estimular, além da importação de máquinas e equipamentos, a estratégia de substituição de fornecedores locais por seus fornecedores estrangeiros em nível mundial (*global sourcing*) e de especialização na produção de veículos de menor porte, com a

²⁷ Caso das ações da Telebrás, que passaram a ter parcela significativa dos negócios realizada em Nova York ("Bolsa teme volume menor com CPMF para estrangeiro", *Folha de São Paulo*, 12 de janeiro de 1997, p. 2-10).

complementação da linha de produtos comercializados com veículos importados de maior valor agregado.

(...) O forte componente *efficiency seeking* do atual investimento direto estrangeiro resultará em um perfil de produção local com propensão a gerar déficits comerciais, já que promove um aumento das importações que não é acompanhado pelas exportações. (...)

Se esta hipótese for verdadeira, a redução do déficit comercial não decorre automaticamente dos atuais investimentos das empresas transnacionais. Na nossa avaliação, o atual conjunto de investimentos estrangeiros aprofunda o processo de internacionalização sem, necessariamente, reverter a abertura proporcionalmente maior às importações do que às exportações. Investimentos que visem o atendimento do mercado interno (*market seeking*) e que incorporem um forte componente de busca de eficiência (*efficiency seeking*) mantêm o atual quadro.

(LAPLANE e SARTI, 1997a: 81-82)

Assim, as exportações tendem a continuar crescendo menos que as importações, a não ser em setores destinados à exploração de recursos naturais e em outros setores de baixo conteúdo tecnológico onde o país tem grandes vantagens (MOREIRA e CORREA, 1997:74; LAPLANE e SARTI, 1997a: 81-82). O desempenho desses setores, no entanto, é insuficiente para permitir uma reversão dos déficits comerciais.

Finalizando a discussão sobre as perspectivas em relação ao comportamento da balança comercial, deve-se mencionar que as privatizações, como o investimento direto estrangeiro, tendem a ter impacto bastante forte sobre as importações, dada a incapacidade das empresas nacionais de atenderem à demanda proveniente de um eventual aumento dos investimentos das empresas após sua privatização. Ou seja, novas dificuldades devem surgir na balança comercial no momento em que se der partida a novas privatizações, em especial aquelas de grande porte, como as dos setores de telecomunicações e de energia elétrica ²⁸.

Pode-se afirmar com base nas considerações feitas nesta subseção que há uma série de elementos que dificultam o sucesso da estratégia do governo para reverter os déficits na balança comercial sem alterar a atual combinação existente entre as políticas cambial e a abertura comercial. Como resultado, as dúvidas em relação a essa estratégia e à capacidade do país honrar os compromissos externos que vem assumindo tendem a aumentar, tornando os agentes envolvidos nos fluxos de capitais mais cuidadosos. Isso, por sua vez, tende a tomar a política econômica e as reformas reféns das atitudes desses agentes, haja vista a necessidade de compensar com opções de investimento mais lucrativas o maior risco percebido em relação à economia brasileira. A própria evolução da balança de serviços e do pagamento de amortizações tende a piorar essa situação, pois leva a uma crescente dependência do país em relação à continuidade da entrada de capitais estrangeiros, reforçando a necessidade de adoção de políticas e de reformas

²⁸ O setor de telecomunicações é um exemplo claro. O próprio presidente do BNDES, Luiz Carlos Mendonça de Barros, declarou que a indústria brasileira poderia atender a apenas 35% das necessidades de equipamentos previstas para os projetos de privatização do setor ("Abertura das teles piora déficit, diz BNDES", *Folha de São Paulo*, 14 de março de 1997, p. 2-11).

voltadas a incentivar os fluxos de capitais e indicando a existência de dificuldades para o país honrar seus compromissos externos.

3.5 COMENTÁRIOS FINAIS

O presente capítulo procurou discutir a configuração que vem sendo assumida pelo balanço de pagamentos brasileiro na primeira metade da década de 90, apontando duas grandes questões. Uma delas refere-se ao fato de que o financiamento externo da economia brasileira no período tem se constituído em sua maior parte por fluxos de capitais nas formas de empréstimos externos securitizados e de investimento estrangeiro de portfólio, a despeito do aumento da importância do investimento direto estrangeiro a partir de 1995. Foram fluxos de capitais nas duas primeiras formas que permitiram ao país sair do quadro de restrição financeira externa vigente desde a década de 80 e, em um segundo momento, a partir de meados de 1993, preparar e implementar uma estratégia de estabilização baseada na ancoragem da moeda nacional ao dólar e na abertura comercial. Esses fluxos de capitais continuam a ser fundamentais dentro do objetivo do governo de garantir parcela significativa do financiamento dos déficits em transações correntes e do pagamento de amortizações da dívida externa enquanto as políticas e reformas destinadas a consolidar o Plano Real e a reverter os déficits na balança comercial não geram os resultados esperados pelo governo.

Viu-se também neste capítulo que o aumento dos déficits em transações correntes e do pagamento de amortizações da dívida externa têm criado incertezas em relação à capacidade do país honrar os compromissos que vem assumindo em função do aprofundamento de seus vínculos financeiros com o exterior. A dificuldade de reverter os déficits na balança comercial tende a tornar os agentes envolvidos nos fluxos de capitais mais arredios a um comprometimento de longo prazo de seus recursos em operações relacionadas ao país. Com isso, as políticas e reformas internas passam a se tornar reféns das expectativas e das atitudes desses agentes, já que o atendimento de suas demandas relativas à rentabilidade é crucial para garantir o financiamento externo de que hoje dispõe a economia brasileira. Sinal claro disso foi mostrado no segundo capítulo, onde se viu que as políticas cambial e monetária, os processos de privatização e de concessão de serviços públicos e, por fim, a ampliação dos espaços para a atuação de instituições financeiras estrangeiras no país respondem às necessidades geradas no setor externo. A atração de fluxos de capitais passa a ser tentada, portanto, de várias maneiras, todas buscando compensar com elevadas expectativas de retorno o maior risco percebido em relação ao país.

Ainda que as reformas e políticas conduzidas pelo governo possam vir a ter os efeitos desejados na promoção de um aumento da produtividade, da eficiência e da competitividade externa da economia brasileira, o que tem sido posto em dúvida por

diversos economistas, esses efeitos demandariam longo período para serem sentidos, durante o qual a economia brasileira continuaria a depender em larga medida dos empréstimos externos e do investimento estrangeiro de portfólio para financiar os déficits comercial e de serviços e o pagamento de amortizações. Ao fazê-lo, também continuaria a depender da evolução do quadro macroeconômico nos países desenvolvidos, da relativa estabilidade dos mercados financeiros internacionais e da existência de expectativas favoráveis por parte dos agentes que tomam parte dos fluxos de capitais, assim como da adoção de medidas que mantenham a economia brasileira atraente, papel hoje cumprido pela política monetária, fortemente indutora da captação de empréstimos externos, e pela privatização, que vem atraindo elevados montantes de investimento direto estrangeiro.

CONCLUSÃO

A discussão conduzida ao longo da dissertação sobre o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários para a economia brasileira durante a primeira metade da década de 90 evidencia a presença de uma dicotomia quando são analisados seus resultados sob duas óticas distintas, uma micro e outra macroeconômica. Uma análise microeconômica, focada no plano das motivações e dos determinantes das decisões de empresas, de instituições financeiras e de investidores estrangeiros e brasileiros que tomam parte desses fluxos de capitais, revela que as políticas adotadas por governos brasileiros no período foram extremamente bem sucedidas no atendimento às demandas e aos requerimentos postos por esses agentes para ampliar as operações de empréstimos, de investimento de portfólio e de investimento direto associadas à economia brasileira. A política de liberalização e de desregulamentação cambial e dos fluxos de capitais, os processos de privatização e de concessão de serviços públicos, as facilidades concedidas para a atuação de instituições financeiras estrangeiras no país, as políticas cambial e monetária e a renegociação da dívida externa representam em conjunto o atendimento desses requisitos no que se refere à liberdade, à ausência de restrições e à flexibilidade relacionadas às suas operações, à disponibilidade de mecanismos de proteção, à existência de um elevado diferencial entre as taxas de juros internas e externas e, finalmente, em relação à diminuição do risco cambial.

Uma análise sob uma ótica macroeconômica, no entanto, revela que o atendimento das demandas e requerimentos postos por aqueles agentes tem como contrapartida a emergência de uma série de riscos para a economia brasileira, ainda que se reconheça que o crescimento dos fluxos de capitais tenha efeitos positivos, especialmente na viabilização da estratégia de ancoragem cambial na qual se baseia o Plano Real, e também outros efeitos positivos em potencial, a serem comprovados, do ponto de vista da promoção de novos investimentos e do crescimento da produtividade e da competitividade externa da economia brasileira. No entanto, percebe-se que o aprofundamento dos vínculos financeiros com o exterior em função do crescimento dos fluxos de capitais é gerador de vários riscos. Estes localizam-se na própria natureza desses vínculos financeiros, predominantemente de curto e de médio prazos e marcados por forte caráter especulativo, no fato de que esse movimento ocorre em meio e devido a um quadro de baixas taxas de juros nos países desenvolvidos que pode se reverter e, por fim, nos diversos problemas de consistência interna das políticas que emergem a partir da implementação do Plano Real.

Em relação ao primeiro desses pontos, a dependência da economia brasileira em relação ao financiamento externo proporcionado pelos empréstimos securitizados e pelo investimento de portfólio torna-se dependente, também, das estratégias de composição e de diversificação de carteira de dois agentes chaves que operam nos mercados financeiros internacionais: os *global hedge funds* e os investidores institucionais. Viu-se no primeiro capítulo que isso significa que a disponibilidade desse financiamento, assim como as condições de custo, *spreads* e prazo em que ele é fornecido, dependem em larga medida da forma como esses agentes percebem movimentos em curso na economia e na política econômica de países desenvolvidos e de outros países em desenvolvimento, notadamente na América Latina, movimentos nos mercados financeiros internacionais ou a consistência do conjunto de políticas e de reformas adotadas no Brasil. Desta forma, mudanças na rentabilidade e no risco de suas carteiras geram movimentos de capitais que podem trazer problemas graves do ponto de vista do financiamento externo das economias para os quais se dirigem.

Um segundo ponto destacado ao longo da dissertação decorre do papel que vem sendo desempenhado pela redução das taxas de juros internacionais na promoção de incentivos para que empresas, instituições financeiras e investidores de países desenvolvidos destinem seus capitais para operações relacionadas à América Latina. Viu-se que uma elevação mais forte e sustentada dessas taxas de juros pode trazer efeitos muito negativos sobre as economias da região, como bem demonstrou a crise mexicana durante o ano de 1994, efeitos que podem ser ainda mais graves em função do fato de que um eventual movimento nessa direção afeta também as expectativas e atitudes dos agentes envolvidos nos fluxos de capitais em relação à consistência das políticas internas. Isso pode fazer com que o movimento de fuga de capitais ganhe vulto, acentuando os problemas para as economias que os recebem. Além disso, e esse ponto é de fundamental importância, uma elevação das taxas de juros internacionais terá efeitos acentuados sobre os déficits na balança de serviços, dada a presença de um elevado estoque de dívida externa submetida a taxas de juros flutuantes.

Por fim, discutiu-se também a existência de uma série de dificuldades a partir da implementação da estratégia de política econômica e de reformas consubstanciada no Plano Real, cujos impactos sobre as balanças comercial e de serviços, assim como sobre o pagamento de amortizações pelo país, imprimem uma série de questionamentos em relação à sua continuidade. Como resultado, as dúvidas em relação a essa estratégia e à capacidade do país honrar os compromissos externos que vem assumindo tendem a aumentar, tornando os agentes envolvidos nos fluxos de capitais entre o país e o exterior mais cuidadosos. Isto, por sua vez, tende a tornar a política econômica e as reformas reféns das atitudes desses agentes, haja vista a necessidade de compensar com opções

de investimento mais lucrativas o maior risco envolvido. O comportamento da balança de serviços e do pagamento de amortizações tende a piorar essa situação, pois leva a uma crescente dependência do país em relação à continuidade da entrada de capitais estrangeiros, reforçando a necessidade de adoção de medidas voltadas a atraí-los e indicando a existência de crescentes dificuldades para o país honrar seus compromissos externos.

Parece-nos fundamental, portanto, um estudo mais aprofundado de um ponto em particular relativo ao financiamento externo da economia brasileira: a definição das estratégias de composição e de diversificação de carteira dos agentes estrangeiros, notadamente *hedge funds* e investidores institucionais, responsáveis por parcela expressiva dos fluxos de capitais que se dirigem ao país. Esse ponto tem grande importância, haja vista que mudanças nas condições vigentes em mercados nos quais esses agentes operam, nos países desenvolvidos, em outros países em desenvolvimento e no próprio Brasil, ao afetarem a rentabilidade e o risco de suas carteiras, levam ao reordenamento de suas aplicações, que podem ou não ter impactos fortes sobre os fluxos de capitais. De um lado, esse reordenamento pode exigir a saída de capitais de um determinado país, como forma de compensar perdas ocorridas em outros mercados ou de diminuir a exposição da carteira a um país ou região; de ambas as formas, há um efeito sobre o balanço de pagamentos. De outro lado, a mudança na composição de suas carteiras pode não trazer uma saída de capitais, mas pode exigir uma mudança no tipo de suas aplicações (de renda variável para renda fixa, por exemplo) ou dos prazos nela envolvidos ou, ainda, à necessidade de se realizar operações nos mercados futuros e de opções. De qualquer forma, os impactos sobre as políticas e reformas internas pode ser enorme, exigindo uma reação das autoridades econômicas, via elevação das taxas de juros internas, por exemplo, que pode ir contra objetivos de política econômica anteriormente definidos. A política econômica perde vários graus de liberdade, passando a ser guiada em larga medida por movimentos externos ao país e pelas ações dos agentes envolvidos nos fluxos de capitais.

Dois outros pontos também merecem uma maior atenção. Um deles se associa ao comportamento do investimento direto estrangeiro, que, em tese, seria o mais adequado em termos de prazo e de estabilidade do ponto de vista do financiamento externo da economia brasileira, assim como seria fundamental para promover uma maior competitividade. Como discutido no terceiro capítulo, parcela expressiva dessas operações não tem se dirigido a setores de *tradables*, assim como parcela igualmente importante tem sido atraída por um fator que tem duração limitada: o surgimento de oportunidades para a aquisição de empresas públicas e privadas localizadas em setores com elevado potencial de lucros e que têm preços bastante baixos. Esgotadas essas

oportunidades, haveria espaço para a manutenção do investimento direto estrangeiro em patamares adequados ao atendimento das necessidades da economia brasileira?

Essa questão nos remete ao último ponto, referente às perspectivas de se reverter os saldos negativos da balança comercial no atual contexto da política cambial e da abertura comercial, isto é, sem provocar uma desvalorização mais acentuada do real. Até que ponto as políticas que vem sendo implementadas ou que se pretende implementar serão eficazes para reverter esses saldos? Quanto tempo elas levariam para trazer os efeitos que o governo espera? O quadro presente no setor externo permitiria à economia brasileira esperar durante esse tempo?

Diante disso, resta-nos concluir que a extrema habilidade demonstrada pelos governos brasileiros no atendimento às demandas e aos requerimentos postos pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais e em aproveitar a disponibilidade de financiamento externo para conduzir uma até agora bem-sucedida estratégia de estabilização foi acompanhada pela emergência de elevados riscos no setor externo da economia brasileira. A ampliação significativa dos déficits comercial e em transações correntes e da dependência em relação a um financiamento externo que em sua maior parte está longe de trazer a estabilidade e o longo prazo requeridos fizeram crescer muito a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Isto foi agravado pelo fato de que as políticas e reformas que vêm sendo adotadas pelo governo para reverter esse quadro têm tido sua eficácia posta em dúvida por muitos economistas, das mais variadas posições teóricas. Como resultado direto, a política econômica tem sua autonomia posta sob estreitos limites, definidos pela necessidade de se evitar um aumento ainda maior dos déficits em transações correntes e de manter amplos os incentivos para a entrada de capitais estrangeiros. Assim, o país torna-se dependente de movimentos nos países desenvolvidos, em outros países em desenvolvimento e nos mercados financeiros internacionais sobre os quais não se tem nenhum controle e, pior, sobre os quais não se pode fazer previsões seguras.

Os acontecimentos ocorridos ao longo de 1994 e no início de 1995, em função da crise que se abateu sobre o México, e os eventos muito recentes que tiveram origem em países asiáticos, a partir de julho de 1997, mostram de forma clara como a política econômica torna-se subordinada aos rumos ditados pelos agentes envolvidos nos fluxos de capitais. Objetivos como a retomada do crescimento econômico, a superação do problema do desemprego e o ajuste fiscal têm que ser deixados de lado sob pena de submeter o país a uma fuga de capitais e a um quadro de acentuada restrição financeira externa como aquele vigente na década de 80. Mais grave ainda, mesmo que se abdique desses objetivos, não há segurança de que essa fuga de capitais não venha a ocorrer de fato. O país encontra-se portanto em uma armadilha extremamente complicada, cuja

BIBLIOGRAFIA

- ANDIMA (1994) *Séries Históricas: Câmbio*, Rio de Janeiro: ANDIMA, 340 pp.
(1996) *Brasil para Investidores Estrangeiros*, Rio de Janeiro: ANDIMA, 112 pp.
- AKYUZ, Yilmaz (1993) "Financial liberalization: The key issues" in AKYUZ, Yilmaz e HELD, Gunther - orgs. (1993) *Finance and the real economy*, Santiago: Universidad de las Naciones Unidas/CEPAL/UNCTAD, pp. 19-68.
- ARONOVICH, Selmo (1997) "O custo de captação externa por meio de *bonds*: Considerações sobre as recentes experiências de Argentina, Brasil e México", *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro: BNDES, vol. 4, n° 7, junho, pp. 37-62.
- BACHA, Edmar (1993) "Latin America's reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues", *Texto para Discussão PUC-RJ*, Rio de Janeiro: PUC, n° 299, fevereiro, 25 pp.
- BAER, Monica (1993a) *O rumo perdido: A crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*, São Paulo: Paz e Terra, 213 pp.
(1993b) "O financiamento externo da economia brasileira diante das mudanças no contexto internacional: Uma avaliação do período recente", *Cadernos do IPRI*, São Paulo: IPRI/FINEP, junho, 41 pp.
(1995) "Sistema financeiro internacional: Oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento", *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo: CEBRAP, n° 42, julho, pp. 99-112.
- BAER, Monica et al. (1994) *Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional*, São Paulo: CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNUD, novembro, 100 pp.
- BANCO CENTRAL (vários) *Boletim do Banco Central do Brasil*, Brasília: Banco Central do Brasil.
- BANCO CENTRAL (1976) *Relatório de 1975*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1990) *Relatório de 1989*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1991) *Relatório de 1990*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1992) *Relatório de 1991*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1993) *Relatório de 1992*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1994) *Relatório de 1993*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1995) *Relatório de 1994*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1996) *Relatório de 1995*, Brasília: Banco Central do Brasil.
(1997) *Relatório de 1996*, Brasília: Banco Central do Brasil.
- BARROS, Octavio de (1993) "Oportunidades abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90", *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira*, nota técnica, Campinas: MCT/FINEP/PADCT, mimeo, 306 pp.

- BARROS, Octavio de e MENDES, Ana Paula (1994) O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus, *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro: BNDES, vol. 1, n° 1, junho, pp. 175-200.
- BAUMANN, Renato (1992) "Recent measures affecting foreign investment in Brazil", *Global Trends of Foreign Direct Investment and Strategies of Transnational Corporations in Brazil*, seminário, Campinas, 3-6 de novembro, 24 pp.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga (1995), "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'globalizados'", *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/UNICAMP, n° 54, junho, pp. 11-20.
 (1996a) "Opiniões de respeito", *Folha de São Paulo*, 11 de agosto, p. 2-5.
 (1996b) "Os 'global bonds'", *Folha de São Paulo*, 3 de novembro, p. 2-7.
 (1997) "Rombo 4: O eterno retorno", *Folha de São Paulo*, 18 de maio, p. 2-5.
- BLEJER, Mario (1992) "Comment on 'International capital flows into Latin America: What is the promise?' by Kuczynski", *The World Bank Annual Conference on Development Economics 1992*, Washington: Banco Mundial, pp. 341-343.
- BNDES (1991) *Programa Nacional de Desestatização: Legislação Básica 1990*, Rio de Janeiro: BNDES, janeiro, 71 pp.
 (1992) *Programa Nacional de Desestatização: Relatório de 1991*, Rio de Janeiro: BNDES, 56 pp.
 (1993a) *Programa Nacional de Desestatização: Relatório de 1992*, Rio de Janeiro: BNDES, março, 64 pp.
 (1993b) *Legislação do Programa Nacional de Desestatização*, Rio de Janeiro: BNDES, maio, 34 pp.
 (1994a) *Programa Nacional de Desestatização: Relatório de Atividades 1993*, Rio de Janeiro: BNDES, março, 42 pp.
 (1994b) *Legislação do Programa Nacional de Desestatização*, Rio de Janeiro: BNDES, março, 59 pp.
 (1995a) *Programa Nacional de Desestatização: Relatório de Atividades 1994*, Rio de Janeiro: BNDES, setembro, 95 pp.
 (1995b) *Legislação do Programa Nacional de Desestatização*, Rio de Janeiro: BNDES, outubro, 92 pp.
- CALDERÓN, Alvaro (1994) "Tendencias recientes de la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe: Elementos de políticas y resultados", *Desarrollo Productivo*, Santiago: CEPAL, n° 19, 74 pp.
- CALVO, Guillermo, LEIDERMAN, Leonardo e REINHART, Carmen (1993) "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, Washington: FMI, vol. 40, n° 1, março, pp. 108-151.
 (1996) "Inflows of capital to developing countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Minneapolis: University of Minnesota, vol. 10, n° 2, pp. 123-139.
- CANUTO, Otaviano e LAPLANE, Mariano (1995) "Especulação e instabilidade na globalização financeira", *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/UNICAMP, n° 5, dezembro, pp. 31-60.

- CARNEIRO, Dionísio (1997) "Capital flows and Brazilian economic performance", *Texto para Discussão PUC-RJ*, Rio de Janeiro: PUC, nº 369, junho, 48 pp.
- CARNEIRO, Dionísio e GARCIA, Márcio (1993) "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience", *Texto para Discussão PUC-RJ*, Rio de Janeiro: PUC, nº 304, agosto, 31 pp.
(1995) "Private international capital flows to Brazil", *Texto para Discussão PUC-RJ*, Rio de Janeiro: PUC, nº 333, março, 60 pp.
- CEPAL (1994) *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago: CEPAL, março, 321 pp.
(1995a) *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe - Informe 1995*, Santiago: CEPAL, outubro, 116 pp.
(1995b) *Anuario Estadístico de América Latina Y El Caribe 1994*, Santiago: CEPAL.
(1996) *Anuario Estadístico de América Latina Y El Caribe 1995*, Santiago: CEPAL.
(1997a) *Anuario Estadístico de América Latina Y El Caribe 1996*, Santiago: CEPAL.
(1997b) *Indicadores económicos*, Santiago: CEPAL, maio, 105 pp.
- CLAESSENS, Stijn (1995) "The emergence of equity investment in developing countries: Overview", *The World Bank Economic Review*, Washington: Banco Mundial, vol. 9, nº 1, janeiro, pp. 1-17.
- CLAESSENS, Stijn, DOOLEY, Michael e WARNER, Andrew (1995) "Portfolio capital flows: Hot or cold?", *The World Bank Economic Review*, Washington: Banco Mundial, vol. 9, nº 1, janeiro, pp. 153-174.
- COMIN, Alexandre (1996) "O crescimento das fusões e aquisições no Brasil e no mundo: Uma avaliação das tendências recentes", *Leituras de Economia Política*, Campinas: IE/UNICAMP, dezembro, pp. 63-87.
- COUTINHO, Luciano (1992), "A terceira revolução industrial e tecnológica: As grandes tendências de mudança", *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/UNICAMP, nº 1, agosto, pp. 69-87.
(1997a) "Desindustrialização e desnacionalização", *Folha de São Paulo*, 13 de abril, p. 2-5.
(1997b) "A sustentabilidade não garantida", *Folha de São Paulo*, 8 de junho, p. 2-6.
- COUTINHO, Luciano e BELLUZZO, Luiz Gonzaga (1996) "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas", *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/UNICAMP, nº 7, dezembro, pp. 129-154.
- CRUZ, Paulo Davidoff (1984) *Dívida externa e política econômica: A experiência brasileira nos anos setenta*, São Paulo: Brasiliense, 188 pp.
(1993) "Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: Os setores público e privado na crise dos anos oitenta", *Texto para Discussão IE/UNICAMP*, Campinas: IE/UNICAMP, nº 24, julho, 31 pp.
- DEVLIN, Robert, FFRENCH-DAVIS, Ricardo e GRIFFITH-JONES, Stephany (1994) "Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: Uma visão geral das

- questões de política econômica", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro: IPEA, vol. 24, n° 3, dezembro, pp. 411-444.
- ECIB (1993a) "Determinantes de natureza regulatória da competitividade", *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira*, nota técnica, Campinas: MCT/FINEP/PADCT, mimeo, 107 pp.
- (1993b) "Implicações da estrutura regulatória das atividades econômicas sobre a competitividade: Regulação do investimento direto estrangeiro", *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira*, nota técnica, Campinas: MCT/FINEP/PADCT, mimeo, 52 pp.
- EL-ERIAN, Mohamed (1992) "Restoration of access to voluntary capital market financing: The recent Latin American experience", *IMF Staff Papers*, Washington: FMI, vol. 39, n° 1, março, pp. 175-194.
- ERBER, Fabio (1996) "O mito da travessia e a retórica oficiosa do governo: Franco, Mendonça de Barros e Goldenstein", in IEI/UFRJ (1996), *Boletim de Conjuntura*, Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, vol. 16, n° 3, outubro, pp. 67-73.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo e MONTIEL, Peter (1996) "The surge in capital flows to developing countries: An analytical overview", *The World Bank Economic Review*, Washington: Banco Mundial, vol. 10, n° 1, janeiro, pp. 51-77.
- FERREIRA, Carlos (1995) *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: Crédito de longo prazo e mercado de capitais*, tese de doutoramento, Campinas: IE/UNICAMP, 255 pp.
- FISHLOW, Albert (1992) "Comment on 'International capital flows into Latin America: What is the promise?' by Kuczynski", *The World Bank Annual Conference on Development Economics 1992*, Washington: Banco Mundial, março de 1993, pp. 337-339.
- FMI (1994) "The recent surge in capital flows to developing countries", *World Economic Outlook*, Washington: FMI, outubro, pp. 48-64.
- FMI (vários), *World Economic Outlook*, Washington: FMI.
- FRANCO, Gustavo (1990) "A regulação do capital estrangeiro no Brasil: Análise da legislação e propostas de reforma", *Texto para Discussão PUC-RJ*, Rio de Janeiro: PUC, n° 246, agosto, 27 pp.
- (1995) *Plano Real e outros ensaios*, Rio de Janeiro: Francisco Alves, 358 pp.
- (1996) *A inserção externa e o desenvolvimento*, Brasília, junho, mimeo, 47pp.
- GARCIA, Márcio e BARCINSKI, Alexandre (1996) "Capital flows to Brazil in the nineties: Macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls", *Texto para Discussão PUC-RJ*, Rio de Janeiro: PUC, n° 357, julho, 54 pp.
- GOLDSTEIN, Morris, MATHIESON, Donald e LANE, Timothy (1991) "Determinants and systemic consequences of international capital flows", *IMF Occasional Paper*, Washington: FMI, n° 77, março, pp. 1-45.

- GONÇALVES, Reinaldo (1996a) "Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira", in BAUMANN, Renato - org. (1996) *O Brasil e a economia global*, Rio de Janeiro: Campus, pp. 133-165.
- (1996b) "Investimento externo direto: Espasmos e erros", in UFRJ (1996), *Boletim de Conjuntura*, Rio de Janeiro: IE/UFRJ, vol. 16, nº 4, dezembro, pp. 51-56.
- KREGEL, Jan (1996) "Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia das políticas nacionais", *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/UNICAMP, nº 7, dezembro, pp. 29-49.
- KUCZYNSKY, Pedro (1992) "International capital flows into Latin America: What is the promise?", *The World Bank Annual Conference on Development Economics 1992*, Washington: Banco Mundial, março de 1993, pp. 323-336.
- LAFETÁ, Daniel. (1992) "Capital estrangeiro no Brasil: Expectativas quanto à reversão de comportamento", *Texto para Discussão IPEA*, Brasília: IPEA, nº 260, maio, 11 pp.
- LAPLANE, Mariano e SARTI, Fernando (1997a) "O investimento direto estrangeiro no Brasil nos anos 90: Determinantes e estratégias", *Internacionalização produtiva no Mercosul*, relatório de pesquisa, Campinas: IE/UNICAMP, junho, 90 pp.
- (1997b) *Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90*, Campinas: IE/UNICAMP, 33 pp.
- LIMA, Maria Lúcia (1995) *Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: Condições de inserção dos países do grupo da América Latina*, tese de doutoramento, Campinas: IE/UNICAMP, 259 pp.
- MAKA, Alexis (1997) "A sustentabilidade de déficits em conta corrente", *Texto para Discussão IPEA*, Brasília: IPEA, nº 481, maio, 25 pp.
- MATHIESON, Donald e ROJAS-SUÁREZ, Liliana (1993) "Liberalization of the capital account", *IMF Occasional Paper*, Washington: FMI, nº 103, março, 37 pp.
- MELLO, Lúcio (1997) "Fluxos de capitais externos e seus impactos sobre a economia brasileira", in BANCO CENTRAL (1997), *Boletim do Banco Central do Brasil*, Brasília: Banco Central, vol. 33, nº 5, maio, pp. 207-225.
- MENDONÇA DE BARROS, José Roberto e ALMEIDA Jr., Mansueto (1997) *Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil*, Brasília, maio, mimeo, 25 pp.
- MENDONÇA DE BARROS, José Roberto e GOLDENSTEIN, Lidia (1997) "Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro", *Revista de Economia Política*, São Paulo: Editora 34, vol. 17, nº 2, abril-junho, pp 11-31.
- MEYER, Arno (1992) "Perspectivas para o financiamento externo da América Latina e do Caribe no início da década de 1990", *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro: IBRE/FGV, vol. 40, nº 3, julho-setembro, pp. 339-376.
- (1994) "Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década de 1990", *Texto para Discussão IESP*, São Paulo: IESP, nº 15, fevereiro, 26 pp.

- MOREIRA, Maurício e CORREA, Paulo (1996) "Abertura comercial e indústria: O que se pode esperar e o que se vem obtendo", *Texto para Discussão BNDES*, Rio de Janeiro: BNDES, n° 49, outubro, 60 pp.
(1997) "Abertura comercial e indústria: O que se pode esperar e o que se vem obtendo", *Revista de Economia Política*, São Paulo, Editora 34, vol. 17, n° 1, abril-junho, pp 61-91.
- NOGUEIRA BATISTA, Paulo (1996) "Plano Real: Estabilização monetária e desequilíbrio externo", *Texto para Discussão EAESP/FGV*, São Paulo: EAESP/FGV, n° 50, janeiro.
- OCDE (vários) *Financial Statistics Monthly - Part I*, Paris: OCDE.
- PLIHON, Dominique (1995) "A ascensão das finanças especulativas", *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/UNICAMP, n° 5, dezembro, pp. 61-78.
- PORTELLA, Petrônio (1994) "Plano Brady: Da retórica à realidade", *Estudos Econômicos*, São Paulo: IPE/USP, vol. 24, n° 1, janeiro-abril, pp. 55-105.
- REISEN, Helmut (1993) "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria", *Revista de LA CEPAL*, Santiago: CEPAL, n° 51, dezembro, pp. 111-121.
- SCHADLER, Susan, CARKOVIC, Maria, BENNETT, Adam e KAHN, Robert (1993) "Recent experiences with surges in capital inflows", *IMF Occasional Paper*, Washington: FMI, n° 108, dezembro, 44 pp.
- SOUZA, Francisco E. P. (1993) "O novo regime cambial brasileiro e suas consequências para a política econômica", *Texto para Discussão BNDES*, Rio de Janeiro: BNDES, n° 18, novembro, 55 pp.
(1996) "Déficits em transações correntes e dívida externa: Para onde vamos?", in IEI/UFRJ (1996), *Boletim de Conjuntura*, Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, vol. 16, n° 3, outubro, pp. 13-18.
- STUDART, Rogério (1995) "O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico: Questões teóricas face a uma conjuntura internacional adversa", *Texto para Discussão IEI/UFRJ*, Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, n° 354, dezembro, 44 pp.
- TAVARES, Maria da Conceição (1996) "Restrição externa ao crescimento", *Folha de São Paulo*, 25 de agosto, p. 2-5.
- TURNER, Philip (1991) "Capital flows in the 1980s: A survey of major trends", *BIS Economic Papers*, Basle: BIS, n° 30, abril, 118 pp.
(1995) Capital flows in Latin America: A new phase, *BIS Economic Papers*, Basle: BIS, n° 44, maio, 47 pp.
- UNCTAD (1995) *World Investment Report*, New York/Geneva: UNCTAD, 436 pp.
- WEST, Peter (1991) "El regreso de América Latina al mercado crediticio privado internacional", *Revista de La CEPAL*, Santiago: CEPAL, n° 44, agosto de 1991, pp. 63-85.
- YOKOTA, Paulo e FREITAS, Eduardo (1997) "O Banco Central está acordando", *Folha de São Paulo*, 10 de agosto de 1997, p. 2-2.

ZAHLER, Roberto (1992) "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de La CEPAL*, Santiago: Chile, n° 48, dezembro, pp. 165-174.

ZINI, Álvaro (1993) *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*, São Paulo: EDUSP, 192 pp.

(1996) "Política cambial com liberdade de câmbio", in BAUMANN, Renato - org. (1996) *O Brasil e a economia global*, Rio de Janeiro: Campus, pp. 109-131.

(1997) "Ufanismo com estatísticas", *Folha de São Paulo*, 12 de janeiro, p. 2-13.