



1290000581



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP TCC/UNICAMP R354a

INSTITUTO DE ECONOMIA



**ABERTURA FINANCEIRA E ENDIVIDAMENTO EXTERNO
DA ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 90**

Aluna: Alessandra Cocarelli Alves Ribeiro

Orientadora: Profa. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi ✓

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Unicamp
2o Semestre de 1998

Campinas, setembro de 1998 ✓

TCC/UNICAMP
R354a
IE/581

CEDOC/IE

Para meus pais e irmãos, com muito amor,

Agradecimentos

*A elaboração deste trabalho foi um intenso exercício de aprendizagem e evolução intelectual. A cada novo capítulo escrito, eu e minha orientadora, percebíamos o grande passo dado em relação ao anterior. A ajuda de minha orientadora, **Maria Alejandra**, através de sua exigência e dedicação, foi essencial neste processo, sem a qual não teria conseguido.*

*Importantíssima, também, foi a presença de minhas amigas ao meu lado, **Érica** (segurando todas as pontas e me tranquilizando), **Cíntia** (me descontraindo com seu jeitinho todo especial), **Marcinha** (mesmo longe, dando toda sua força via e-mail e telefonemas) e **Paula** (me oferecendo sempre sua ajuda), e de meus amigos, **Véio e Vítor**, com suas brincadeirinhas, que cabiam muito bem.*

*Agradecimento especial à **minha família**, que sempre esteve ao meu lado me dando apoio e força, compartilhando comigo os momentos bons e difíceis, não só na execução do trabalho, mas ao longo de toda a graduação.*

*E por fim, agradeço **meu namorado**, que conviveu comigo os últimos momentos deste trabalho, dando muito estímulo e coragem, não só na confecção da monografia, mas para minha vida daqui para frente.*

Índice

Introdução	2
Capítulo 1 - A nova dinâmica do sistema financeiro internacional	3
1.1 Introdução	3
1.2 Forças que impulsionaram as mudanças nos MFI	4
1.3 Desintermediação	10
1.3.1 Inovações e Riscos	14
1.3.2 Instrumentos de administração de riscos	15
1.4 Desregulamentação	17
1.5 Globalização	18
1.6 Mercados Emergentes	22
1.7 Conclusão	25
Capítulo 2 - Abertura financeira e os fluxos de capitais nos anos 90	27
2.1 Introdução	27
2.2 Processo de abertura financeira	27
2.3 A composição dos influxos de capital	43
2.3.1 Modalidades de ingresso de capital	43
Capítulo 3 - Vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90	61
3.1 Introdução	61
3.2 Vulnerabilidade externa	62
3.3 Riscos associados às modalidades de financiamento e vulnerabilidade externa	65
3.4 Indicadores de vulnerabilidade externa	72
3.5 Lições das crises Asiática e Russa	76
Conclusão	82
Bibliografia	84

Introdução

Este trabalho tem como objetivo estudar a forma de endividamento externo da economia brasileira com vistas à problemática da vulnerabilidade externa nos anos 90.

Para tanto, ele se constitui de três capítulos. O primeiro capítulo trata das mudanças na dinâmica financeira internacional, e tem como objetivo construir este novo cenário, para compreensão do novo tipo de inserção financeira da economia brasileira na década de 90.

O segundo capítulo trata do processo que permitiu a integração da economia brasileira no sistema financeiro internacional - processo de abertura financeira - bem como um levantamento das diversas categorias de financiamento desta economia. E por fim, o último capítulo se centra na análise da relação entre a nova forma de endividamento externo - comparado à década de 70 - e a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira na década de 90.

Capítulo I

A nova dinâmica do sistema financeiro internacional

1.1 Introdução

Este capítulo tem como objetivo discutir as mudanças estruturais ocorridas no sistema financeiro internacional a partir da década de 80. Este estudo se faz necessário na medida em que o entedimento do movimento de abertura externa nos países periféricos está atrelado à compreensão da dinâmica internacional, que neste caso restringiremos apenas ao aspecto financeiro.

A dinâmica financeira internacional sofre mudanças significativas na década de 80, no que diz respeito à instituições, mercados e instrumentos financeiros. Qualquer modificação em um destes elementos é denominado, conforme Lima (1995), inovação financeira.

O sistema financeiro internacional passa por um profundo processo de inovação financeira, num contexto marcado pela desregulamentação, desintermediação e globalização financeira.

Este capítulo divide-se em 7 itens. Sendo o 1o. a introdução, o 2o. trata das causas das mudanças no sistema financeiro internacional. Os itens 3, 4,5 e 6 dizem respeito ao processo de mudança estrutural, ou respectivamente, aos processos de desintermediação,

desregulamentação, globalização financeira e inserção dos mercados financeiros emergentes. Finalmente, o 7o. item engloba a conclusão do capítulo.

1.2 Forças que impulsionaram as mudanças nos MFI

Uma primeira força responsável pelas mudanças nos MFI foi o cenário macroeconômico dos anos 70 e 80. Estas décadas foram marcadas por forte elevação das taxas de inflação, e aumento da variabilidade das taxas de juros e câmbio - consequência dos dois choques do petróleo, do fim do sistema de taxas fixas de câmbio, e posteriormente da Política Volcker¹. Tal cenário, aumentava o risco de exposição dos intermediários financeiros, dificultando a compatibilização de suas estruturas ativas e passivas. Isto, por sua vez, promoveu o desenvolvimento de mecanismos de transformação e transferência de riscos.

Uma segunda força estava relacionada às mudanças nos fluxos internacionais de liquidez a partir de 82, associadas à redução nos superávits dos países exportadores de petróleo, à recuperação econômica dos países desenvolvidos, à transformação dos EUA em captadores líquidos de recursos externos, como também à crise da dívida dos países de Terceiro Mundo. Tais mudanças foram marcadas por um deslocamento da fonte de liquidez dos MFI, dos países exportadores de petróleo para os fundos de pensão,

¹ Os EUA promoveram, em 1979, a chamada "Política do Dólar forte". Tal política, encabeçada por Volcker, seria uma última tentativa norte-americana de resgatar a função do dólar como reserva de valor. Para isso, promove uma elevação brutal da taxa de juros, que tem como consequências, além da própria valorização do dólar, uma outra que diz respeito à fragilização dos bancos, dado o comportamento de parte importante de seus ativos, principalmente com países em desenvolvimento.

companhias de seguro e grandes corporações. A consequência direta deste deslocamento estava na redução do *funding* do sistema bancário internacional, que impactou na concessão de empréstimos bancários, dado o movimento de fuga por parte dos investidores institucionais das obrigações bancárias diretas.

A redução na concessão de empréstimos sindicalizados foi intensificada pela crise dos países de Terceiro Mundo, que colocou em dúvida a qualidade dos ativos de importantes bancos. Isto teve repercussão sobre o comportamento das autoridades monetárias, com relação aos coeficientes de adequação de capital das instituições, aumentando consideravelmente a exigibilidade, a partir de então.²

Por outro lado, os tomadores de excelente risco (governo e corporações altamente líquidas) passaram - principalmente a partir de 82 - a obter recursos via títulos de dívida direta, com um custo bem mais reduzido.

Portanto, assistimos neste período, conforme Lima (1995), a uma mudança no eixo principal das finanças internacionais: de empréstimos sindicalizados para instrumentos de

² Conforme Lima (1995), "A internacionalização crescente dos mercados financeiros internacionais e as crises que abalaram as instituições financeiras que operavam nesses mercados deram a motivação necessária para que se buscassem formas de coordenação das políticas monetárias e cambiais, bem como da montagem de um arcabouço legal que estabelecesse um regime regulamentador dessas atividades internacionais.

O acordo da Basiléia, de 1988, instituiu a primeira estrutura internacional contendo normas para a adequação de capital e outros regulamentos a serem cumpridos pelos agentes financeiros internacionais. Este acordo foi fruto de intensas discussões no âmbito do Comitê de Regulamentação Bancária e Práticas de Supervisão - *Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices* - e aprovado pelos presidentes dos bancos centrais do G-10 em julho de 1988. O documento aprovado - *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* - impôs várias alterações nos regulamentos nacionais dos países do G-10. Posteriormente, mais de cem países aderiram às recomendações contidas no documento do Acordo de Basiléia.

As principais preocupações refletidas no Acordo de 1988 diziam respeito ao estabelecimento do montante de capital requerido em face aos riscos de crédito assumidos pelas instituições e à necessidade de provisões para as operações constantes no *off-balance sheet*. A pressão por uma maior regulamentação pode ser identificada nas sucessivas reuniões e acordos internacionais que vêm sendo firmados desde então".

dívida negociáveis. Estes crescem significativamente na década de 80 - conforme tabela 1, passam de US\$ 44,0 bilhões em 81 para US\$ 220,3 em 86 - tornando-se dominantes vis-à-vis aos empréstimos sindicalizados. Estes eram de US\$ 131,5 bilhões em 81, passando para US\$ 37,8 bilhões em 86, segundo tabela 1.

Tabela 1

Operações de empréstimo efetuadas nos mercados financeiros internacionais

(US\$ Bilhões de Dólares)

Especificação	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Emissões de Bônus Intern.	44,0	71,6	72,0	107,9	163,7	220,3
Bônus c/ taxa fixa	32,1	55,9	46,9	62,0	96,2	145,4
FRN	7,8	12,6	15,3	34,0	55,9	47,8
Bônus Conversíveis	4,1	3,2	9,9	11,9	11,6	27,1
NIF	1,0	2,3	3,3	18,8	49,5	69,5
Empréstimos sindicados Bancários	131,5	99,4	51,8	36,6	21,1	37,8
Empréstimos Voluntários	131,5	88,2	38,1	30,1	18,8	29,8
Empréstimos Não-espontâneos	0,0	11,2	13,7	6,5	2,3	8,0
Total das operações	176,5	173,3	127,1	163,3	234,3	327,6
Mercado de Bônus como percentagem do total de Operações	25,5	42,6	59,2	77,6	91,0	88,5

Fonte: Burns (1987,p.91), Ferreira e Freitas (1990).

A terceira força impulsionadora das modificações na dinâmica financeira internacional diz respeito às mudanças na estrutura de regulamentação dos mercados domésticos.

Segundo Ferreira e Freitas (1990), ao falarmos em regulamentação, dois aspectos devem ser considerados:

1o) desregulamentação visando a redução da rigidez estrutural no campo da legislação - abolição de controle de crédito, retirada de limites para pagamento de taxa de juros nos depósitos, redução de impostos, e também a desregulamentação no que diz respeito à compartimentalização dos mercados financeiros. Nas palavras de Ferreira e Freitas (1990), "afrouxamento das delimitações do campo de atuação das instituições financeiras".

2o) A re-regulamentação que envolve o aumento do controle sobre o coeficiente de adequação de capital dos sistemas bancários .

Vale apresentar, nas palavras de Ferreira e Freitas (1990), a explicação para o aumento do controle sobre o nível de capitalização dos bancos.

“ Na segunda metade dos anos 70, as relações capital/ativo dos bancos dos países industrializados apresentaram tendência, não-uniforme, ao declínio. Um dos fatores responsáveis pela deterioração das relações de capital neste período foi o rápido crescimento dos direitos bancários internacionais em descompasso com a necessária elevação dos capitais dos bancos. Para os bancos não-norte-americanos, o fortalecimento do dólar a partir de 1979, inflando em moeda doméstica os seus ativos denominados em dólar sem o correspondente crescimento do valor do capital, contribuiu também para a diminuição das relações de capital.

A partir de 1983, a reversão desta tendência pôde ser explicada pela maior exigência das autoridades supervisoras em relação à adequação do capital das instituições bancárias (inclusive incorporando o fator *country-risk* nas mensurações dos índices requeridos) e pelo menor ritmo de expansão da acumulação dos direitos bancários internacionais. A elevação dos coeficientes de capital é, também, fruto da reação dos bancos ao enfraquecimento de seus balanços, em consequência da crise dos grandes países devedores e dos problemas de alguns grupos industriais. Com a deterioração dos ativos, elevou-se o custo de *funding* dos bancos relativamente ao custo dos empréstimos dos tomadores de bom risco. Esses descobriram que poderiam se financiar no mercado financeiro internacional, através da emissão de títulos de dívida direta a um custo consideravelmente inferior àquele associado à obtenção de empréstimos bancários.”

Em decorrência deste aumento do controle sobre o coeficiente de adequação de capital, e necessidade de fortalecimento do balanço, os bancos passaram a realizar operações não registradas em balanço. Ou ainda, buscavam aumentar os ganhos sem pressionar o capital e para isso passaram a desenvolver novas técnicas, contribuindo, desta forma, para o surgimento de inovações financeiras.

Outro importante fator impulsionador das mudanças no sistema financeiro internacional foram os avanços tecnológicos nas áreas de informática e comunicação, junto aos mercados financeiros. Podemos enumerar os principais benefícios trazidos pela nova tecnologia junto ao mercado financeiro global:

- Redução nos custos das transações financeiras;
- Avanços na área de telecomunicações foram primordiais para a criação do mercado financeiro global;
- Facilidade e eficiência na administração de portfólios;

- Fator impulsionador no desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, dada a facilidade de transmissão de informação.

Como último fator explicativo das mudanças, podemos destacar a crescente concorrência no mercado financeiro internacional. Esta concorrência pode ser decomposta em dois movimentos: entre sistemas financeiros nacionais, e entre instituições bancárias e não-bancárias em sistemas financeiros domésticos.

O primeiro movimento é decorrência do processo de desregulamentação dos mercados financeiros domésticos que permitiu uma maior integração financeira internacional, e conseqüentemente um aumento na concorrência entre sistemas nacionais. Este aumento da concorrência se evidencia através da multiplicação e sofisticação de novos instrumentos financeiros no mercado norte-americano e Euromercado.

O segundo movimento diz respeito à descompartimentalização das funções entre instituições, impulsionada pelos avanços tecnológicos e pelo processo de desregulamentação. Como resultado desta descompartimentalização, temos instituições financeiras oferecendo um amplo leque de serviços financeiros (“supermercados financeiros”), o que por sua vez, acirra a concorrência entre instituições bancárias e não-bancárias, estimulando a inovação.

Apresentadas as causas das mudanças na dinâmica financeira internacional, vale aprofundar a questão da desintermediação, desregulamentação e globalização nos itens seguintes.

1.3 Desintermediação

Ao falarmos de desintermediação financeira estamos fazendo menção ao processo de securitização do crédito. Esta associação de termos pode ser melhor descrita nas palavras de Lima (1995), “De qualquer forma, a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários. Por esta razão é que se associa imediatamente à desintermediação o processo de securitização do crédito.”

Uma vez explicada a associação de termos vale definir o que é processo de securitização do crédito. Segundo Ferreira e Freitas (1990), securitização é um mecanismo de crédito direto, que se dá através de títulos, cuja emissão é feita pelo próprio agente tomador.

O mecanismo de securitização do crédito teve um crescimento significativo, principalmente a partir de 82, devido ao alto grau de desenvolvimento do mercado secundário - proporcionando elevada liquidez aos títulos de dívida direta - como também à diluição dos riscos, possibilitada pela pulverização das emissões entre um grande número de investidores.

Como exemplos de instrumentos de securitização podemos destacar os seguintes:

Floating rate notes (FRN)

São títulos de dívida direta com prazo de maturação de 1 a 5 anos, emitidos com taxa de juros flutuantes, denominados geralmente em dólares e vendidos com desconto em relação ao valor de face. Estes ganham destaque na década de 80, devido à sua maior liquidez, como também à facilidade de sua emissão. Os FRN's substituem os empréstimos sindicalizados.

Note issuance facility (NIF)

É um compromisso financeiro de médio prazo, pelo qual um tomador de empréstimo emite bônus de curto prazo (*euronotes*), sob a garantia de uma operação de subscrição de um banco comercial.

Características básicas dessa inovação: 1o) O lastro da operação são títulos de curto prazo, o que proporciona maior liquidez aos tomadores de bônus.

2o) O compromisso dos bancos se faz em comprar os títulos não vendidos, ou ceder um crédito equivalente ao tomador de empréstimo. O acesso a este tipo de operação é restrito aos clientes de bons riscos.

Por outro lado, por ser um compromisso de longo prazo, a emissão de bônus da dívida traz consigo um alto risco de mercado (desvalorização da dívida). Isto, por sua vez, se constitui num obstáculo ao avanço do processo de securitização. Este pôde realmente expandir com a redução nas taxas de inflação e com a prática de taxas de juros reais, permitindo a diminuição no prêmio de risco exigido pelos compradores.

Vale salientar, segundo Lima (1995), que a base de crescimento deste segmento são os títulos públicos dos países desenvolvidos, principalmente os norte-americanos. Para entender essa colocação é necessário ter em mente o desequilíbrio externo, como também os altos déficits públicos dos países desenvolvidos, os quais passaram a ser financiados via títulos.

Outro elemento a ser destacado - por promover o processo de securitização - diz respeito à atividade de fusão e aquisição de empresas públicas e privadas. A securitização proporcionava às empresas maior flexibilidade na administração financeira, através da elevação da capacidade de alavancagem financeira das empresas.

Vale aqui destacar as formas mais utilizadas deste processo que são elas: *Transferable loan facility (TLF)*, *Asset-backed securities*, *Leveraged recapitalization* e *Leveraged buy out (LBO)*.

A *Transferable loan facility* consiste na venda de participação de empréstimos concedidos. Os investidores recebem em troca da compra da participação um certificado, o qual é negociado em mercado secundário.

Asset-backed securities ou *Loan-backed*, consiste na escolha, pelo tomador, de um ativo de sua propriedade para servir de garantia ao processo, no qual é feita uma emissão de

títulos no valor do financiamento, por um intermediário financeiro, a qual é garantida pelo ativo. No caso de falência da empresa, o ativo é dado aos investidores.

Leveraged recapitalization e Leveraged buy out, é responsável pela reestruturação financeira da empresa, através da transformação de empréstimos em *securities*, o que permite a alteração da estrutura de capital da empresa, possibilitando à mesma voltar a captar empréstimos de terceiros. Este processo permite a elevação do grau de alavancagem financeira das empresas.

A grande novidade do processo de securitização de dívidas, de acordo com Ferreira e Freitas (1990), está na forma como os bancos se inserem no processo. Agora os bancos não mais intermediam o processo, como no esquema de financiamento indireto - banco ou agente financeiro interpõe-se entre o último aplicador e último tomador; estão presentes no processo com um outro tipo de inserção. Neste cenário os bancos passam a planejar, arquitetar e subscrever operações, além de serem grandes compradores e emissores de bônus.

A participação dos bancos comerciais no mercado de títulos de dívida direta tem sido muito significativa, principalmente como compradores e emissores de títulos. Neste contexto, a securitização se constitui em um processo de troca de ativos bancários (empréstimos sindicados) por títulos com maior liquidez.

Segundo Lima (1995), “o conceito mais geral de securitização é o do planejamento da transformação - feito pelo próprio intermediário financeiro - de uma operação de crédito tradicionalmente realizada pelo agente financeiro (crédito indireto) em outra operação negociável no mercado aberto (crédito direto)”.

1.3.1 Inovações e Riscos

Segundo Ferreira e Freitas (1990), a associação do processo de securitização com taxas de juros flutuantes foi uma tentativa para aumentar a liquidez das operações ativas e passivas, como também uma operação contra a inflação. Isso, por sua vez, não eliminou os riscos de mercado, provenientes de variações imprevistas nas taxas de juros e câmbio, levando ao desenvolvimento de instrumentos de "hedging", na década de 80 (período marcado por alta variabilidade nas taxas de juros e câmbio).

A principal característica destas inovações é desvincular o risco de crédito do risco de mercado. Isto por sua vez, levou a um aumento na alavancagem de capitais de terceiros, ou ainda, no grau de endividamento do sistema. Conforme Ferreira e Freitas (1990), "A disseminação dessas novas técnicas de "hedging finance", portanto, torna mais confortável a idéia de se elevar o endividamento, se bem que, por outro lado, implique elevar o risco sistêmico da intermediação financeira, uma vez que acarreta o crescimento das relações credoras e devedoras intra e interinstituições financeiras e produtivas, o que é agravado pelo fato de elas serem menos visíveis, pois em geral não são computadas nos balanços dos bancos e não implicam exigências mínimas de capital".

1.3.2 Instrumentos de administração de risco

a) Swaps de juros e câmbio

Swap é uma operação financeira, através da qual, dois agentes trocam fluxos de pagamentos ao longo de um determinado período de tempo, referidos a um determinado valor.

Swap de câmbio é uma operação que envolve pagamentos do principal e juros, de duas quantias denominadas em moedas diferentes.

Swap de juros é uma troca de pagamentos de juros. Os três tipos principais são: "*coupon swaps*" (taxa fixa contra taxa flutuante); "*basis swaps*" (taxa flutuante contra flutuante) e "*cross-currency interest rate swaps*" (taxa fixa em uma moeda contra taxa flutuante em outra moeda).

O crescimento no mercado de swaps é justificado por ser um mecanismo de proteção contra variações imprevistas de juros e câmbio, além de possibilitar maior flexibilidade no manejo do ativo e passivo das empresas.

b) *Opções de juros e câmbio*

O mercado de opções se constitui de instrumentos que possibilitam proteção contra variações imprevistas nas taxas de juros e câmbio.

Opção é um contrato, pelo qual o comprador adquire o direito de comprar ou vender um instrumento financeiro a um preço fixo em uma data futura, do vendedor, o qual recebe uma quantia fixa.

A realização da opção se dá quando a variação do preço for a favor do comprador. Já o ganho do vendedor fica limitado ao prêmio quando não realizado o direito da opção pelo comprador.

Neste tipo de instrumentos tem-se a concentração do risco de crédito no comprador.

c) *Forward rate agreements (FRA)*

É um contrato futuro de taxa de juros negociado, geralmente entre bancos e outras instituições financeiras, protegendo os agentes de variações imprevistas na variável. Estabelece-se uma taxa sob um valor nocional, que deverá ser liquidada em data futura.

O comprador do FRA protege-se de uma elevação na taxa de juros, enquanto o vendedor de uma baixa. No fim do contrato é calculada a diferença entre a taxa de mercado e a do contrato.

1.4 Desregulamentação

Segundo Lima (1995), "estes novos instrumentos financeiros criaram novos mercados e exigiram que os mercados domésticos tradicionais dos países avançados passassem por um processo de "desregulamentação", possibilitando a interpenetração de vários mercados nacionais e o alargamento do mercado financeiro internacional. Esta ampliação e modificação estrutural dos mercados denomina-se "globalização".

Com relação ao processo de desregulamentação, ou liberalização financeira, podemos dizer que envolve mudanças relevantes em principalmente dois conjuntos regulatórios:

- a) Execução da política monetária;
- b) Supervisão e fiscalização das instituições financeiras.

No que diz respeito ao primeiro conjunto regulatório, podemos citar o processo de abertura dos mercados, que implica em dois outros sub-processos: o relativo às barreiras internas (compartimentalização dos mercados), e o relativo às barreiras que separam os mercados nacionais dos mercados externos.

No sub-processo de abertura referente ao mercado doméstico, destaca-se o fenômeno da descompartimentalização de funções entre instituições - possibilidade de instituições não-bancárias oferecerem determinados serviços financeiros - como também

deste fenômeno entre mercados - rompimento das fronteiras entre diferentes mercados, mercado monetário, financeiro, crédito, capitais, e outros.

Em relação à abertura ao exterior, vários processos são relevantes como: liberalização dos fluxos de câmbio, abertura dos mercados de crédito aos operadores estrangeiros, abertura de bolsas.

Dentro do segundo conjunto regulatório deve-se mencionar o aumento das exigências e controles exercidos pelas autoridades monetárias, dada a deterioração da qualidade dos ativos domésticos e internacionais. As exigências são principalmente com relação ao coeficiente de adequação do capital das instituições bancárias.

Vale salientar a abolição das regulamentações e controles no tocante à fixação de preços de serviços bancários (desregulamentação financeira). Como consequência, temos a perda de controle, por parte dos bancos centrais, na determinação do nível da taxa de juros, o que acaba impulsionando o sistema a criar uma série de novos instrumentos para gerenciar a instabilidade.

1.5 Globalização financeira

Este fenômeno deve ser entendido como sendo um salto qualitativo do processo de internacionalização financeira que já vinha ocorrendo.

A Globalização financeira, nas palavras de Plihon (1995), é a “instauração de um mercado unificado do dinheiro em âmbito planetário”, ou ainda, “fenômeno de “descompartimentalização dos mercados”, mediante a queda das fronteiras entre mercados

separados até então. Abertura dos mercados nacionais para o exterior, em primeiro lugar, e dentro deles, estouro dos compartimentos existentes, mercado monetário, mercado financeiro, mercado cambial, mercado a prazo, e outros”.

Conforme Lima (1995), a globalização é resultado de um acelerado processo de introdução de inovações financeiras apoiado nos avanços tecnológicos na área de informática e comunicação, o que acabou propiciando a criação de novos mercados, ao mesmo tempo que exigia a abertura dos mercados tradicionais domésticos - processo de desregulamentação -, possibilitando assim, a interpenetração dos mercados nacionais, e o alargamento do mercado financeiro internacional.

A característica básica da globalização, nas palavras de Lima, “é que uma *security* pode ser negociada por um residente ou não-residente em qualquer mercado onde esteja listada e pode também estar denominada em moeda que não a do país onde se realize a operação”.

A internacionalização dos mercados monetários e financeiros pode se dar de várias formas:

- Existência de escritórios de representação ou filiais de grandes instituições financeiras, nos principais centros financeiros;
- Manutenção nas carteiras, dos investidores institucionais, de títulos estrangeiros e/ou títulos negociáveis em outras praças fora do país;
- Colocação simultânea de títulos em várias bolsas.

No que diz respeito à lógica de funcionamento desta nova dinâmica financeira devemos salientar - por ser de extrema importância para o entendimento do panorama atual,

e o ponto chave da mudança sistêmica na dinâmica financeira - que esta se encontra dominada pela lógica especulativa. Conforme Plihon (1995), a explicação, por sua vez, advém da alta volatilidade da taxa de juros e câmbio no mundo, o que abre portas à especulação.

A especulação, neste circuito, toma a forma de compra e venda de ações e títulos de renda fixa (investimentos de portfólio); realizado principalmente pelos investidores institucionais, que são eles: fundos de pensão, cias de seguro e grandes corporações. Dentre as três categorias de operadores - bancos, empresas e investidores institucionais - são estes últimos, os de maior relevância no cenário internacional. No interior desta categoria são os fundos de pensão - principalmente dos EUA e Reino Unido, que administram o sistema de aposentadoria por capitalização - que mais se destacam.

Tabela 2

Portfólio global dos fundos de investimento

Tipode fundo/ ano	1988	1993
Fundos de Pensão	3,0	6,9
OACVM (<i>mutual funds</i>)	1,8	3,0
Total	5,7	9,9

Fonte:Bank of International Settlements (BIS), Plihon (1995)

Segundo Plihon (1995), a arma mais eficiente da especulação, utilizada pelos aplicadores, são os derivativos. Estes instrumentos, por sua vez, inserem um paradoxo, na medida em que tem por objetivo a cobertura de riscos financeiros, tornando-se concomitantemente uma das causas da instabilidade das cotações contra a qual eles defendem os agentes econômicos.

Os investidores institucionais, destacando os fundos de pensão, como também os *mutual funds*³ e *hedge funds*⁴ diversificam seus investimentos através da internacionalização das aplicações. Tal estratégia - de acordo com o modelo de portfólio - permite aumentar o rendimento médio das aplicações, como reduzir a volatilidade dos rendimentos. Por outro lado, - como admitido pelo modelo - a diversificação internacional é muito instável. Nas palavras de Plihon (1995):

“Os ativos estrangeiros detidos por investidores estrangeiros não constituem uma aplicação estável, já que os investidores modificam com frequência tanto o seu nível quanto o seu grau de cobertura contra os riscos de taxas de juros e câmbio, e passam com facilidade de uma divisa a outra. O grau de instabilidade das aplicações é, portanto, maior no que diz respeito aos ativos estrangeiros do que no caso dos ativos nacionais”.

³ Os *mutual funds* são organismos de aplicação coletiva em Valores Mobiliários.

⁴ *Hedge funds* são fundos de cobertura - especializados em especulação.

1.6 Mercados Emergentes

Os fluxos internacionais de capitais, cujo principal componente são os investimentos de portfólio dos investidores institucionais, se concentraram nos países centrais, e em alguns do leste asiático, ao longo da década de 80. Conforme Prates (1997), no começo dos anos 90, novos países industrializados da Ásia e da América Latina tornaram-se participantes mais ativos na nova dinâmica financeira internacional, - conforme evidenciam as tabelas 3 e 4 - o que é conhecido como fenômeno dos mercados financeiros emergentes.

Tabela 3

Fluxos líquidos de capital para a América Latina

(1973-1995)

(US\$ Bilhões)

	1973-77	1978-82	1983-88	1989-95
Total	14,0	33,3	7,6	38,7
- Fluxos de capitais privados	11,7	28,9	(2,1)	33,0
Investimento direto	2,5	5,8	4,7	13,2
Investimento de carteira	-----	2,0	(1,1)	25,4
Outros Investimentos	9,2	21,1	(5,7)	(5,6)
- Fluxos de capitais oficiais	2,3	4,4	9,7	5,7
- Variação das reservas	2,2	2,4	0,5	(12,2)

Fonte: FMI, World Economic Outlook, vários números. Margarido (1997).

Tabela 4

Fluxos Líquidos de capital 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	---	---	14,5	30,6	61,1	60,8	(7,5)	27,1
Outros investimentos	---	---	(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	---	---	(15,5)	(21,3)	(19,9)	11,2	(23,6)	(20,8)

Fonte: FMI, World Economic Outlook, vários números, Margarido (1997).

A tabela 3 mostra que nos anos 70 e 80 ocorreu o predomínio dos empréstimos oficiais e privados de curto prazo (que estão incluídos em outros investimentos) em contraposição aos investimentos de carteira (investimento de portfólio e empréstimos securitizados), os quais tornaram-se predominantes só a partir de 91, como evidencia a tabela 4.

Já a partir de 95, os investimentos de carteira perdem posição para o investimento direto - o que é explicitado na tabela 4 - devido aos processos de privatizações de empresas estatais e pela aquisição de empresas e instituições financeiras latino-americanas, no contexto dos planos de estabilização.

Vale ressaltar que o grande atrativo destes mercados são os rendimentos elevados, advindos das altas taxas de juros praticadas por tais países no âmbito de seus programas de

estabilização. Este é um fator muito importante para explicar o retorno do capital, conjuntamente com o processo de abertura financeira viabilizada para absorver este capital.

Além disso, fatores externos devem ser mencionados como explicativos deste fenômeno, na medida em que justificam a saída de capital em busca de ganhos mais altos com relativa elevação de risco. Tais fatores podem ser sintetizados na recessão dos países centrais, queda da rentabilidade das aplicações financeiras e excesso de liquidez nos portfólios dos investidores estrangeiros.

Esta reinserção dos países latino-americanos e asiáticos na nova dinâmica financeira internacional possibilitou certos ganhos com relação à condução das políticas econômicas, como adoção de programas de estabilização com âncora cambial.

O retorno do capital privado possibilitou a superação temporária da restrição financeira externa destes países, aumentando, desta forma, os graus de liberdade da política econômica. Como efeito disto, temos a recuperação do nível de demanda agregada e crescimento das economias, num contexto de estabilização.

Por outro lado, temos que destacar os aspectos negativos deste processo de abertura financeira e reinserção no mercado financeiro internacional. O primeiro aspecto é com relação aos limites impostos à política cambial e monetária a partir de instrumentos convencionais de política econômica. O segundo diz respeito à vulnerabilidade da economia às mudanças no cenário internacional. O grau de intensidade destes dois problemas está relacionado à especificidade de cada economia, o que mais concretamente quer dizer: grau de abertura financeira, composição dos fluxos de capitais, gestão macro dos fluxos, e características estruturais de cada país.

A partir da análise de algumas destas variáveis poderemos discutir os efeitos deste processo - abertura financeira e reinserção na nova dinâmica financeira internacional - sobre a economia brasileira, do ponto de vista da vulnerabilidade externa.

1.7 Conclusão

Como colocado por Prates (1997), "as transformações financeiras da década de oitenta e a supremacia do mercado de capitais (da "economia de ativos") ampliaram a instabilidade financeira internacional e o risco sistêmico global. Esse crescimento surpreendente das finanças internacionais corresponde a uma mudança estrutural: a própria natureza do sistema passou a ser dominada pela especulação. A lógica empresarial tornou-se subordinada e a especulativa dominante...".

A participação da economia brasileira nesta nova dinâmica financeira internacional significa, em última instância, obtenção de novas fontes de financiamento externo, o que é substancialmente importante, na medida em que "resolva temporariamente" o problema de restrição externa, conforme colocado anteriormente. Uma vez revertidas as condições neste cenário internacional, as fontes de financiamento tendem a sucumbir, causando problemas de financiamento do balanço de pagamentos, uma vez que apresenta recorrentes e crescentes déficits em transações correntes.

Portanto, a questão da vulnerabilidade externa para a economia brasileira está relacionada à reversão das condições no cenário internacional, e assim o fechamento dos canais de financiamento externo desta economia.

Diante disso, esta monografia tem como objetivo estudar, nos próximos capítulos, a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira neste novo contexto internacional .

Capítulo II

Abertura financeira e os fluxos de capitais nos anos 90

2.1 Introdução

Este capítulo tem como objetivo apresentar o processo de abertura financeira da economia brasileira na década de 90, bem como destacar a composição dos fluxos de capitais, a partir do processo de abertura.

O capítulo é constituído de três itens, sendo o primeiro a introdução. Os outros dois tratam, respectivamente, das mudanças no marco regulatório que viabilizaram a ampliação da integração financeira com o exterior, e da composição dos fluxos de capital.

2.2 Processo de abertura financeira

O início dos anos 90 é marcado pelo reinserção do Brasil nos fluxos financeiros internacionais. A nova dinâmica financeira internacional em conjunto com fatores internos ao país são responsáveis pelo retorno do Brasil ao cenário financeiro internacional¹.

Dentre os fatores internos, destacaremos neste capítulo o processo de liberalização e desregulamentação das transações cambiais e dos fluxos de capitais, o qual exerceu papel

¹ Fatores internos e externos que determinaram a inserção do Brasil na nova dinâmica financeira internacional – ver item 6, capítulo I.

relevante na recuperação ao acesso aos fluxos de capitais.

Abordaremos tal processo, a partir da análise dos três níveis de abertura financeira da economia brasileira.

Seguindo Prates (1997), definiremos os três níveis de abertura. O primeiro nível de abertura financeira diz respeito às *inwards transactions*, ou seja, transações que implicam entrada de capital no país. Neste nível estamos tratando da entrada de não-residentes nos mercados financeiros domésticos, como a captação de recursos externos por residentes.

Este ingresso de capital no país pode ser restringido por basicamente dois tipos de controles: os diretos e os indiretos. O primeiro tipo diz respeito à fixação de prazos mínimos, volume captado e tipo de operação permitida. Já o segundo tipo refere-se à taxação de operações, requerimento de reservas sobre créditos com recursos externos ou depósitos em moeda estrangeira. Estes dois tipos de controle podem ser usados para alterar o perfil do capital entrante, por exemplo, de capitais de curto prazo para os de médio e longo prazo. Conforme Prates (1997), a escolha de políticas com relação a este nível de abertura é de extrema importância tanto para o auxílio na gestão macroeconômica dos fluxos, como também para determinar a composição e o grau de participação dos investimentos estrangeiros nos mercados financeiros domésticos - duas variáveis de significativa relevância no que diz respeito à vulnerabilidade externa da economia.

O segundo nível de abertura trata das *outwards transactions*, ou ainda, transações que implicam saída de capital do país, o que significa, em última instância, demanda de divisas.

E por fim, o terceiro nível de abertura financeira diz respeito à conversibilidade interna da moeda, bem como às transações denominadas em moeda estrangeira.

Com relação às mudanças no primeiro nível de abertura no Brasil, abordaremos em primeiro lugar, as referentes aos empréstimos externos - entendido por empréstimos externos todas as captações de recursos via Resoluções n. 63², n. 2148³, n.2170⁴, n. 2312,⁵ com destaque para as emissões de bônus e títulos no mercado internacional. Em segundo lugar, estudaremos as mudanças referentes aos investimentos estrangeiros de portfólio - que incluem os ingressos via anexos I a V e os investimentos em fundos de capital estrangeiro. (Ramos, 1998).

Tratando dos empréstimos externos, daremos destaque às mudanças envolvendo emissões de bônus e títulos no mercado internacional. Neste sentido, vale destacar que o movimento de colocação de títulos de dívida direta no mercado internacional por parte de instituições brasileiras teve início em 1990, com a resolução n. 1743 de 31/07/90, a qual permitiu a colocação, inicialmente, de *Commercial Papers* no mercado internacional. Segundo Prates (1997), a emissão de euronotas e eurobônus era viável em termos legais desde a década de 60, mas tornou-se uma opção de financiamento barata, só nos anos 90, com a reinserção num mercado financeiro internacional, no qual predominam as operações de securitização (dívida direta).

² Resolução n. 63 – Captação de recursos para servirem de *funding* para empréstimos domésticos às empresas., corrigidos pela variação do dólar comercial.

³ Resolução n. 2148 – Financiamento rural direto

⁴ Resolução n. 2170 – Financiamento Imobiliário

⁵ Resolução n. 2312 – Empresas exportadoras

A partir de então, o Banco Central permitiu a emissão de outros instrumentos de dívida direta como, os Certificados de Depósitos⁶, as *Export Securities*⁷, e os Títulos e Debêntures conversíveis em ações⁸.

Através da Resolução n. 1835 da CMN de 31/07/91 foi facultada às instituições financeiras a emissão destes instrumentos, como forma de captar recursos no mercado internacional, para serem repassados às instituições domésticas, nos moldes da Resolução n.63. Os tomadores domésticos assumiriam o risco de uma desvalorização cambial, já que os empréstimos lhe eram concedidos com a cláusula de correção de acordo com o dólar comercial.

A partir de 95, as instituições financeiras foram autorizadas também a captar empréstimos externos, objetivando o repasse especificamente ao setor agropecuário, ao financiamento imobiliário e a empresas exportadoras, respectivamente, Resolução n. 2148, n. 2170 e n. 2312.

⁶ Certificados de Depósito - são instrumentos de captação bancária no exterior, com prazo inferior a um ano, emitidos por agências internacionais de bancos brasileiros. São títulos ao portador, negociáveis no mercado secundário. Os recursos captados são utilizados, na maioria das vezes, para financiar o funcionamento daquelas agências. (Prates, 1997).

⁷ *Export Securities* - São títulos de renda fixa com lastro em receitas futuras decorrentes de exportações da empresa emissora ou quaisquer receitas a receber, que ficam depositadas em uma conta de fideicomisso no exterior. A vantagem dessa modalidade de operação reside na possibilidade de obtenção de um volume substancial de recursos a custo inferior e prazos maiores em relação ao mercado de títulos sem garantias reais, pois o lastro viabiliza a redução do prêmio de risco. Contudo, implica risco de perda de flexibilidade financeira no futuro (Prates, 1997).

⁸ Títulos e Debêntures conversíveis em ações - são inovações financeiras, desenvolvidas na década de 80. Esses títulos são papéis de renda fixa emitidos no mercado internacional de capitais com opção de conversão em papéis de renda variável. O investidor tem a opção de resgatar o principal no vencimento ou converter a dívida em um número predeterminado de ações - de emissão própria do devedor original ou então em ações de outras empresas, mas de propriedade deste devedor (Prates, 1997).

Estas operações de empréstimo externo, foram submetidas à cobrança de IOF, desde novembro de 1993. Segundo Margarido (1997), esta cobrança se fez necessária para controle do então excessivo influxo de capital, bem como para incentivo ao alongamento dos prazos. Por outro lado, o governo concedeu a isenção de Imposto de Renda sobre as remessas para as operações com *Commercial Papers*, estendendo posteriormente tal isenção às operações com bônus e notes, visando incentivar um canal adicional de entrada de recursos.

Vale mencionar também a autorização dada às três esferas do setor público - federal, estadual e municipal - para a emissão de títulos no mercado internacional. Esta emissão, por sua vez, deveria estar necessariamente vinculada à substituição de parcela da dívida mobiliária para ser autorizada.

Por fim, o Banco Central permitiu, em 1992, a realização de operações de *hedge* no exterior - por empresas e instituições financeiras - primeiramente com relação às taxas de juros internacionais, e em seguida para as taxas de câmbio e preços de mercadoria, com isenção de imposto de renda.

Conforme Prates (1997), estas mudanças na legislação possibilitaram a ampliação do leque de instrumentos de captação externa, bem como aumentaram a atratividade dos mesmos, com relação a prazos e tributação. O objetivo fundamental era conformar o marco regulatório, de acordo com a nova lógica de financiamento internacional - lógica baseada na securitização de dívidas, e na dissolução das fronteiras entre os segmentos de renda fixa e variável, e entre os mercados de crédito e de capitais.

O segundo ponto a ser abordado neste nível de abertura são as mudanças referentes

ao investimento estrangeiro de portfólio.

No governo Collor, ou mais precisamente, quando Márcio Marques Moreira toma a frente da equipe econômica, é que temos mudanças substanciais no marco regulatório referente ao investimento estrangeiro de portfólio.

Primeiramente, esboçaremos o quadro vigente até os anos 90, para em seguida apresentarmos as mudanças que possibilitaram a entrada maciça destes investimentos nas bolsas de valores locais.

Até os anos 90, existiam basicamente quatro canais para a realização de tais investimentos no Brasil:

- a) Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro
- b) Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro
- c) Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários
- d) Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro

Segundo Margarido (1997), a existência destes canais para a realização de investimentos de portfólio contribuiu muito pouco para atrair capital à economia brasileira, devido principalmente às inúmeras restrições presentes nesta legislação. O cenário de crise da dívida externa - década de 80 - no qual a economia brasileira estava inserida também contribuiu para tal resultado.

As restrições representavam um obstáculo à entrada destes investimentos, na medida em que não possibilitam ao investidor a flexibilidade que necessitam. Em outras palavras, o investidor ao realizar uma aplicação, principalmente na América Latina - um mercado de

elevado risco - exigia flexibilidade para fazer frente a mudanças de expectativas, relacionadas a qualquer evento no cenário internacional ou no mercado onde tinha suas aplicações. Neste sentido, os investidores se dirigiam a mercados com uma legislação mais aberta, que possibilitassem maior flexibilidade.

As restrições existentes até os anos 90 podem ser sintetizadas em basicamente três grupos:

1o) Os investidores não podiam realizar suas operações no mercado de capitais brasileiro a partir de suas carteiras próprias, devendo fazê-las mediante a aquisição de ações ou cotas das sociedades de investimento ou dos três fundos disponíveis.

2o) Eram fixados prazos de permanência mínima no país.

3o) Os quatro canais existentes para a realização do investimento de portfólio estrangeiro estavam sujeitos aos critérios de diversificação de carteira. Este critério, por sua vez, estabelecia que os recursos aplicados não podiam ultrapassar 5% do capital votante ou 20% do capital total da empresa, como também a aquisição de valores mobiliários de um único emitente não poderia passar de 10% do total dos recursos da carteira da sociedade ou fundo.

Este era o quadro vigente até o início da década de 90, quando importantes medidas são tomadas no sentido de liberalizar e flexibilizar a legislação deste tipo de investimento. Conforme Margarido (1997), estas mudanças podem ser decompostas em três itens:

a) Criação de novos canais para a realização dos investimentos de portfólio estrangeiro;

b) Eliminação das restrições nos canais existentes;

c) Autorização para a realização de operações de *hedge* nos mercados futuros e de opções.

Com relação ao primeiro item, devemos destacar a criação de basicamente quatro novos canais para a realização de tais investimentos:

a.1) Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro. Estes fundos têm como objetivo principal aplicar recursos em ações de empresas privatizadas no âmbito do PND (Plano Nacional de Desestatização). Os recursos destes fundos são provenientes da conversão de dívida, como também podem ser recursos novos. Inicialmente, foi definido um prazo mínimo de permanência para os recursos (recursos provenientes da conversão de dívida, não valendo para os recursos novos) de doze anos, sendo diminuído para seis anos, em 1992. E também um prazo mínimo de dois anos para que ativos adquiridos com recursos convertidos pudessem ser vendidos para reinvestimento, a qual foi eliminada em 1992.

Sua importância é praticamente desprezível em termos de atração de capital.

a.2) Carteiras de Investidores Institucionais – [anexo IV à Resolução 1.289].

O anexo IV é o principal canal de entrada de recursos externos na modalidade portfólio no país. Através deste, os investidores estrangeiros podem aplicar seus recursos totalmente livres das restrições que lhe eram impostas até o início dos anos 90. Os investidores passaram a poder aplicar a partir de carteiras próprias, sem a exigência de prazos mínimos de permanência, e sem critérios de diversificação de carteira. De fato, foi a criação deste instrumento que marcou a abertura do mercado de capitais brasileiro.

a.3) *Depository Receipts* (DR's) - [anexo V à resolução 1289].

O anexo V é um instrumento que permite às empresas instaladas no país emitir e/ou vender ações no mercado internacional. Desta maneira, se constitui numa importante fonte de captação de recursos pelas empresas.

Com relação às vantagens deste instrumento de captação devemos destacar, primeiramente, que para o investidor estrangeiro que adquire ações por meio deste títulos, a vantagem está na não preocupação com questões burocráticas e operacionais envolvidas na compra de ações em outro país, como também com a realização de operações de *hedge* ligadas às últimas, em mercados em que não tem conhecimento pleno.

Por outro lado, a existência de mecanismos de *flow back* e *inflow*⁹ criam a possibilidade de arbitragem entre os preços dos DR's nas bolsas do país de origem do investidor e os preços das ações nas bolsas do país da empresa.

Por fim, devemos destacar a criação, em 1996, dos *Brazilian Depository Receipts* (BDR), os quais permitem a negociação de ações de empresas não-residentes nas bolsas de valores locais. A criação deste instrumento significou um grande passo na internacionalização do mercado de ações doméstico.

⁹ *Flow back* - o portador dos DR's entrega-os ao banco depositário, que por sua vez cancela esses DR's 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 DR's no exterior um número de ações correspondentes aos DR's cancelados. Isto é interessante, na medida em que o detentor após ter obtido informações sobre o país de origem da empresa que os emitiu, obte ter ações no mercado desse país.

Inflow - através deste, a instituição financeira ou investidor pode adquirir ações de uma empresa que possui um programa de DR's diretamente no mercado acionário do país dessa empresa, depositá-las no banco custodiante nesse país e obter DR's do banco depositário. Assim, a instituição financeira ou o investidor pode tirar proveito de preços das ações mais baixos no país estrangeiro, mantendo além disso as vantagens de ter DR's no seu próprio país, ao invés de manter ações em países estrangeiros (Margarido, 1997).

a.4) Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro

Esta nova modalidade de investimento estrangeiro de portfólio foi regulamentada em novembro de 1993, visando a captação de recursos externos para aplicação em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central (Bacen), como também em títulos emitidos por empresas ou instituições financeiras sediadas no país (tais como CDB ou FAF). Esta modalidade está sujeita à cobrança de I.O.F - que tem variado de 5% a 9% - e Imposto de Renda, tributos que acabam reduzindo sua rentabilidade, e conseqüentemente fazendo deste um canal não eficiente para atrair capital.

Vale destacar que a regulamentação deste fundo se deu após a imposição de uma série de restrições¹⁰ ao investimento estrangeiro de portfólio em aplicações de renda fixa – parcela crescente do investimento estrangeiro estava se dirigindo às aplicações de renda fixa, em função das altas taxas de juros internas – que estavam sendo contornadas uma a uma.

Desta forma, o governo criou um instrumento específico para este tipo de investimento, e impôs pesada tributação para desestimular a mesma. Segundo Margarido (1997), este fundo passou a ser “uma das duas únicas opções para o investimento estrangeiro de portfólio no Brasil em títulos de renda fixa”. A outra opção é a realização de investimentos por estrangeiros que tenham acesso a uma conta CC-5 em instituições financeiras no país – opção pouco atrativa devido à cobrança de IOF.

Apresentados os novos canais para o investimento de portfólio estrangeiro,

¹⁰ A partir de 1993, o governo proibiu a aquisição de fundos de *commodities*, de títulos do Tesouro Nacional e do Bacen assim, como de Debêntures, com o objetivo único de inibir a aplicação de recursos neste segmento de renda fixa.

destacaremos a seguir as outras mudanças realizadas neste segmento.

A segunda diz respeito à eliminação das restrições nos canais já existentes. De acordo com Margarido (1997), houve uma flexibilização dos anexos I,II e III, através da eliminação dos prazos de permanência mínima do capital ingressante no país via anexos I e II, como também, através do fim da exigência de diversificação de carteira, por parte dos investidores institucionais, nos anexos I,II e III.

A terceira mudança, que vigorou entre junho de 1992 a agosto de 1995, refere-se à permissão para a realização de operações em mercados futuros e de opções, pelos investidores, o que significava basicamente, a realização de operações de proteção contra oscilações de preços. Por outro lado, a abertura destes mercados possibilitava ao investidor burlar as restrições impostas pelo governo com relação às aplicações em títulos de renda fixa, o que fez com que o governo proibisse tais operações.

Apresentadas de maneira geral as mudanças no primeiro nível de abertura, salientaremos a seguir as no segundo nível de abertura.

Ao tratarmos do segundo nível, estamos fazendo menção ao processo de liberalização das *outwards transactions*. Neste sentido, o principal passo foi a criação do mercado de câmbio flutuante, em 1989, que significou um avanço substancial no processo de liberalização cambial.

Conforme Prates (1997), “a introdução do segmento flutuante viabilizou a ampliação da conversibilidade da conta corrente e também da conta capital, pois liberalizou parcialmente as *outwards transactions*”.

O segmento flutuante abrange basicamente operações de turismo, transferências

unilaterais e investimentos de brasileiros no exterior. Segundo Margarido (1997), a idéia inerente à criação do segmento flutuante era a transferência para o mercado oficial de muitas operações que antes eram realizadas no mercado paralelo. Isto foi possibilitado pela regulamentação que passou a não exigir a identificação dos vendedores de moeda estrangeira no segmento flutuante, o que se constituiu num incentivo ao retorno de capitais de brasileiros no exterior e à internalização de recursos ilegais. Neste sentido, a política com relação a este segmento era de elevar os limites das transações existentes, como incorporação de outras.

No governo Collor, tivemos o aumento do limite para a utilização de cartões de crédito internacional, como ampliação das possibilidades para sua utilização. Em 1996, houve uma desregulamentação quase que total do mercado de câmbio flutuante, através da eliminação da exigência de registro para operações de remessa de dólares ao exterior, referentes a serviços não fatores e fatores.

Qualquer operação que implicava em compra de moeda estrangeira destinada a viagens ao exterior, tratamento médico ou cursos educacionais, abaixo do valor de US\$ 10.000 , não necessitava de registro no Bacen. A transferência de patrimônio também não tinha necessidade de registro no Bacen . E por fim, as operações de atualização, aluguel, manutenção e customização de software, não necessitavam de registro, a não ser em caso de averbação pelo Instituto Nacional de Política Industrial.

Com a criação do novo segmento, as condições de remessa de divisas pelos não-residentes foram flexibilizadas. Como aponta Prates (1997), foi possibilitada às instituições credenciadas pelo Banco Central a negociação com moeda estrangeira em quantidade

ilimitada, com instituições financeiras do exterior. Essas operações, por sua vez, eram realizadas via contas correntes mantidas por estas instituições em bancos no Brasil.

No plano contábil das instituições financeiras foi realizada uma mudança fundamental, a criação de uma sub-conta denominada “Contas Livres de Instituições Financeiras – Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes” na conta padronizada “Depósitos de Domiciliados no Exterior”¹¹, que aumentou enormemente a liberdade na movimentação de capital.

Outra mudança essencial no sentido de ampliar o segundo nível de abertura foi a criação do fundo de investimento no exterior (FIE), em 1994. Este possibilitou a realização de investimentos no mercado financeiro internacional por parte de residentes.

No que diz respeito à flexibilização de pagamentos de serviços fatores – conversibilidade da conta corrente – devemos citar a simplificação nos procedimentos de remessas de lucros e dividendos, como também a eliminação do IR suplementar sobre as remessas de lucros, em 1992.

A liberalização total das transações externas referentes a serviços fatores dependia da revogação da centralização cambial¹². Esta ocorreu em etapas a partir de 1991, com a liberalização dos pagamentos de juros e do principal da dívida de médio e longo prazo dos setores privado e público não-financeiro, como também através da transformação das linhas

¹¹ Segundo Prates (1997), a movimentação dessa conta não se subordina às regras da CC-5. A partir de então, ficou estabelecido que se o não residente não é instituição financeira, a compra de moeda estrangeira só pode ser efetuada se o saldo em moeda nacional de sua conta corrente é contrapartida da venda anterior de moeda estrangeira (CC-5), se o não-residente é uma instituição financeira, o saldo em moeda nacional pode ser utilizado para comprar, moeda estrangeira sem qualquer restrição (Bacen, 1993).

¹² Centralização cambial – estabelecida no início de 1989 (Resolução n. 1.564 de 16/01/89) determinava que os pagamentos de juros, lucros, dividendos e principal da dívida externa seriam feitos a critério da Banco Central (Prates, 1997).

de crédito comercial concedidos pelos bancos privados estrangeiros em voluntárias.

Conforme aponta Prates (1997), “ O condicionante mais geral da liberalização dos serviços fatores foi o restabelecimento do financiamento voluntário ao país a partir do início dessa década. Nos anos 80, o elevado estoque de dívida externa e o contexto de escassez de divisas inviabilizavam essa liberalização. Além disso, como já ressaltamos, é um pré-requisito para a ampliação do primeiro nível de abertura financeira “.

Por fim, ressaltaremos as mudanças no terceiro nível de abertura, o qual diz respeito à conversibilidade interna da moeda e às transações denominadas em moeda estrangeira.

A conversibilidade interna da moeda foi ampliada para bancos e outras instituições, com a criação do mercado livre de câmbio¹³, no início dos anos 90. O Bacen permitiu que estes agentes (bancos e instituições autorizados a operar no mercado de câmbio) passassem a reter ativos externos. Conforme Prates (1997), “ uma consequência dessa iniciativa foi a legalização de uma componente de demanda por divisas antes ausente dos mercados de câmbio oficiais: a procura por moeda estrangeira enquanto ativo de reserva “. Estes agentes transformaram-se numa fonte de pressão no mercado de câmbio, pois diante de qualquer expectativa de mudança da política econômica ou desvalorização cambial, passavam a comprar moeda estrangeira.

Com relação a pessoas físicas e instituições não-financeiras podemos afirmar que a conversibilidade interna da moeda foi ampliada dado o aumento dos instrumentos financeiros indexados ao dólar, como *Export Notes* e NTN cambiais, como também devido à maior possibilidade de retenção de divisas no segmento flutuante.

¹³ Mercado Livre de Câmbio significa que o Bacen deixou de comprar/vender divisas à taxa por ele estipulada. Segundo Prates (1997), “ a caracterização desse mercado como livre não é apropriada, já que o Bacen continuou sendo o maior comprador/vendedor no mercado de câmbio “.

Como aponta Prates (1997), foram realizados ajustes na abertura financeira a partir de 1993, em função da gestão macro dos fluxos de capital. Tais ajustes estão sintetizados no quadro abaixo.

Quadro 1¹⁴ – Ajustes na abertura financeira, a partir de 1993

Emissão de títulos no exterior – os prazos mínimos de amortização e para obtenção benefício fiscal foram ampliados de 2 para 3anos (circular n. 2372 de 16706793) e de 5 para 8 anos (circular n. 2444 de 15702794). Foi introduzido um IOF de 3% sobre os títulos de dívida direta emitidos no exterior em meados de 93, como também foi suspensa a autorização automática das emissões e alterados os prazos de renovação. Estas medidas visavam desestimular a emissão de títulos, como alongar o prazo dos recursos captados.

Investimento de portfólio estrangeiro no mercado financeiro local - foram restringidas as alternativas de aplicação de renda fixa para os recursos ingressantes via anexo IV. Primeiramente, foram proibidas as aplicações nos fundos de *commodities* (setembro de 1993). Foi vetada no último bimestre deste ano, a utilização desses recursos na aquisição de valores mobiliários de renda fixa e de debêntures em operações nos mercados de renda fixa que resultassem rendimentos pré-determinados e a realização de operações “box” em opções. Estas últimas operações são como de renda fixa, com a vantagem de serem isentas de IOF, por serem realizadas no mercado acionário.

Aumento da conversibilidade interna da moeda - O limite das posições compradas dos bancos passou de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões, em meados de 93. Esse limite define a volume de moeda estrangeira que pode ser mantido livremente pelos bancos, sem a necessidade de depósito no Bacen . Desta forma, as instituições ampliam a possibilidade de retenção de um maior volume de divisas, reforçando a ponta de demanda no mercado de câmbio e, reduzindo a necessidade de intervenção do Bacen nesse mercado.

¹⁴ Quadro feito com base em Prates (1997).

2.3 A composição dos influxos de capital

Uma vez analisadas as mudanças no marco regulatório que possibilitaram a reinserção do Brasil nos fluxos financeiros internacionais, o passo a seguir é apresentar a forma como se deu esta reinserção. Esta parte do capítulo tem como objetivo a apresentação da forma como se deram as entradas de capitais, nas suas diferentes modalidades, na economia brasileira, no decorrer dos anos 90. Isto, por sua vez, constitui a base para o terceiro capítulo, no qual relacionaremos a composição dos ingressos de capital com a vulnerabilidade externa da economia brasileira, no âmbito do plano de estabilização em curso.

2.3.1 Modalidades de ingresso de capital

As principais modalidades de ingresso de capital¹⁵ na economia brasileira, a partir de 90 são as seguintes:

- a) Empréstimos externos;
- b) Investimento estrangeiro de portfólio;

¹⁵ Vale ressaltar que esta divisão com relação às modalidades de financiamento é feita com base na visão tradicional. A visão não-convencional relativiza esta divisão, ou ainda, põe em questionamento a divisão acima, no que diz respeito a volatilidade de cada categoria, considerando o novo cenário financeiro internacional. Assim, abre-se aqui uma oportunidade de estudo, ao se considerar uma divisão não-convencional destas categorias de financiamento.

- c) Financiamento estrangeiro;
- d) Investimento direto estrangeiro.

Quadro 2 - Modalidades de ingresso de capital¹⁶

Empréstimos externos - podemos definir como empréstimos externos as captações de recursos via Resoluções n. 63, n. 2148, n.2170, n.2312, com destaque para as captações através da emissão de bônus e títulos no mercado internacional.

Investimento estrangeiro de portfólio - Como investimento estrangeiro de portfólio entendemos os recursos ingressantes via Anexos I a V e os investimentos em fundos de capital estrangeiro, como foi explicitado na seção 2.2..

Financiamentos - estes incluem os financiamentos de instituições multilaterais como BID e Banco Mundial, e o crédito ao comércio exterior.

Investimentos diretos estrangeiros - estes englobam as aquisições de ativos fixos.

Ramos (1998), a partir da análise das diferentes modalidades de captação, e com base nos dados da tabela abaixo 1, destaca primeiramente, o predomínio dos investimentos financeiros¹⁷ em detrimento dos investimentos diretos estrangeiros, na economia brasileira no período de 90 a 95. No ano de 1992, a participação relativa dos investimentos líquidos

¹⁶ Quadro feito com base em Ramos (1998).

¹⁷ Entende-se por investimentos financeiros, os empréstimos externos, investimento estrangeiro de portfólio e financiamento estrangeiro.

de portfólio foi de 137% contra apenas 24% dos investimentos diretos líquidos. Em 1995, a relação foi de 86,2% e 20%, respectivamente.

De acordo com a autora acima citada, este movimento confirma a tendência geral para a América Latina. Em 1992, a participação relativa dos investimentos líquidos de portfólio foi de 52% contra 24,5% dos investimentos diretos líquidos. No ano de 1993, essas relações passaram, respectivamente, para 86,3% e 22%, e finalmente no ano de 1995 essas relações foram de 11,6% e 49,7%, respectivamente. Este último ano atipicamente contraria a tendência geral de predomínio dos investimentos financeiros sobre os investimentos diretos no período acima citado. Isto, por sua vez, pode ser explicado pela Crise Mexicana ocorrida no final de 1994, que amedrontou os investidores com relação a aplicações nos mercados latino-americanos.

Em contraposição à América Latina destacamos a Ásia, região onde o investimento direto estrangeiro (IDE) foi predominante na composição dos fluxos de capitais. No ano de 1992, a participação relativa do IDE na América Latina foi de 24,5% contra 50,7% na Ásia (a participação dos investimentos líquidos de portfólio foi de 18,9%). Em 1995, a participação relativa do IDE foi de 51,4% (enquanto a participação dos investimentos de portfólio ficaram na casa de 18,7%) contra 49% da América Latina.

Ramos (1998) ao evidenciar o predomínio dos investimentos financeiros nas captações externas brasileiras - conforme tabela 1 - chama atenção para uma situação de relativa precariedade, no que diz respeito às condições de financiamento externo desta economia, uma vez que são capitais mais voláteis e de curto prazo, comparado aos IED, implicando em dificuldade na "constituição de canais estáveis de suprimento de recursos

necessários para complementar a capacidade de geração de poupança doméstica ". (Ramos, 1998:43).

Tabela 1

Fluxos de capital para os países emergentes

A) Período (1990–1995)

Em US\$ Bilhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Países em desenvolv.						
Total dos fluxos capital	39,9	93,00	111,60	154,70	140,5	166,70
Invest.Estr. Direto Líq.	19,5	28,8	38,00	52,80	69,30	73,60
Invest. Portfólio Líq.	6,2	22,5	39,10	88,30	47,80	35,70
Outros *	14,20	41,70	34,50	13,60	23,40	57,40
Asia						
Total dos fluxos capital	25,60	50,70	39,20	72,00	76,80	97,90
Invest.Estr. Direto Líq.	9,80	14,90	19,90	35,60	44,60	50,30
Invest. Portfólio Líq.	-0,40	3,10	7,40	23,90	14,60	18,30
Outros *	16,20	32,70	11,90	12,50	17,60	29,30
América Latina						
Total dos fluxos capital	17,90	28,60	52,60	62,30	51,10	38,80
Invest.Estr. Direto Líq.	6,80	11,20	12,90	13,80	20,90	19,30
Invest. Portfólio Líq.	5,60	16,70	27,30	53,80	17,10	4,5
Outros *	5,50	0,70	12,40	-5,30	13,10	-----
Brasil						
Total dos fluxos capital	-4,50	-1,50	5,40	9,20	10,00	11,60
Invest.Estr. Direto Líq.	-0,10	-0,40	1,30	-0,50	0,90	2,40
Invest. Portfólio Líq.	0,60	3,80	7,40	13,00	11,60	10,00
Outros *	-5,00	-4,90	-3,30	-3,30	-2,50	-0,80

* inclui empréstimos bancários

Fonte: IMF (1995) e IPEA (1997), apud Ramos (1998)

Uma vez constatado o predomínio dos investimentos financeiros nas captações externas brasileiras, o segundo passo é destacar quais as modalidades que se evidenciaram dentro destes, nos anos 90.

Segundo Margarido (1997), os empréstimos externos estão assumindo papel crescente no financiamento da economia brasileira, a partir de 1991. Dentro desta modalidade são os empréstimos securitizados – em especial *bônus e notes* – os que mais se destacam. Esta modalidade de ingresso de capital é importante no que diz respeito a composição do financiamento externo da economia brasileira, dado os prazos mais longos de maturação e as taxas de juros geralmente fixas, em comparação, principalmente, com os investimentos de portfólio estrangeiro – outra modalidade de captação com participação significativa no financiamento externo da economia brasileira. Estes, segundo Prates (1997), são muito mais líquidos, e portanto, mais voláteis, dado que podem ser resgatados a qualquer momento, diferentemente dos títulos emitidos no exterior¹⁸.

Cabe destacar as diferenças nas captações, via títulos, feitas pelo setor privado financeiro e não-financeiro, e pelo setor público.

De acordo com tabela abaixo 2, verificamos um predomínio do setor privado com relação ao setor público no período de 1992 a 1996, no que diz respeito a número de lançamentos, prazo de maturação dos papéis e volume captado.

¹⁸ Os títulos são menos voláteis, mesmo considerando a cláusula de *put option* – muito comum nas emissões brasileiras – a qual permite o pagamento antecipado do título por parte do emissor, frente a exigência do comprador.

Segundo Prates (1997), esta cláusula “ aumenta a incerteza em relação ao *timing* do fluxo de saída de dólares decorrente do pagamento dessas obrigações “.

O setor público se evidencia na obtenção dos menores *spreads*. Por exemplo, em 96, são de 368 (pontos básicos) contra 468 e 450, no setor privado não-financeiro, e financeiro, respectivamente.

Com relação ao setor privado devemos destacar o melhor desempenho do setor privado não-financeiro, na obtenção de prazos – que passa de uma média de 4 anos em 92, para 8 anos em 96 – e em número de lançamentos.

O setor privado financeiro lidera no volume captado, sendo responsável, em média (no período de 92 a 96) por 54% do volume total captado por todos os setores.

Ramos (1998) destaca alguns fatores que explicam tal desempenho:

- a) O elevado custo do endividamento interno, associado a altas taxas de juros praticadas no mercado interno, acabou se constituindo num estímulo às empresas privadas, para captarem recursos no mercado externo.
- b) A reduzida seletividade do crédito – característica dos mercados de *securities* – em conjunto com o pequeno grau de endividamento das empresas brasileiras, fizeram com que fossem atribuídos menores riscos às emissões de empresas brasileiras, o que significou redução nos custos de captação.

Tabela 2

Brasil :captação de recursos externos - prazos e custos (1992 - 1996)

Ano	1992	1993	1994	1995	1996
Total da captação					
N. lançamentos	51	67	58	65	92
Valor (US\$ milhões)	1393	3038	2893	3579	5392
Prazo médio (anos)	4	4	5	5	7
Spread (pontos básicos)	571	640	492	502	450
Custo total (% ^{an})	11	11	11	11	11
Setor privado finan.					
N. lançamentos	17	40	32	33	28
Valor (US\$ milhões)	680	1954	2008	1892	1769
Prazo médio (anos)	3	4	4	4	6
Spread (pontos básicos)	637	666	500	511	468
Custo total (% ^{an})	12	11	11	11	11
Setor privado não-fin.					
N. lançamentos	32	24	25	30	61
Valor (US\$ milhões)	478	687	806	1099	2699
Prazo médio (anos)	4	6	7	6	8
Spread (pontos básicos)	539	595	497	518	468
Custo total (% ^{an})	11	11	11	11	11
Setor público					
N. lançamentos	2	3	2	2	4
Valor (US\$ milhões)	235	397	318	785	1232
Prazo médio (anos)	4	4	8	4	5
Spread (pontos básicos)	518	520	358	467	368
Custo total (% ^{an})	11	10	10	11	10

Fonte: Banco Central do Brasil , apud Ramos (1998).

De acordo com a tabela 3, passaremos a analisar os números referentes à captação de recursos via títulos e outras modalidades.

Tabela 3

Captação de recursos externos por modalidades e percentuais

Período (1990 – 1996)

US\$ Milhões

Contas	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
IEP* ingresso	171	760	3864	14971	21600	22559	24684
IEP retorno	67	200	2160	8380	16521	17806	18566
IEP líquido	104	560	1704	6591	5079	4753	6118
IED** ingresso	517	695	1324	877	2241	3285	9580
IED retorno	230	123	170	480	329	315	385
IED líquido	287	572	1154	397	1912	2970	9195
Ingresso IEP + IED	688	1455	5188	15848	23841	25844	34264
Emissões de Títulos	653	3686	6107	8892	7751	11514	19484
Commercial Papers	631	1920	1244	837	351	607	653
Bônus e Notes	22	1488	4853	7365	7128	10412	18504
Securitização	-	278	10	690	272	495	327
Amortizações	178	178	435	1971	3313	3448	3658
Emissões líquidas	475	3508	5672	6921	4438	8066	15826
Captação total	5367	11627	17791	32667	43073	53885	78999
Movimento cambial***	37056	42203	55908	67560	82477	102946	122000

Fonte: apud Prates (1997)

* Investimento de portfólio no mercado financeiro local

** Investimento externo direto

***Entrada de divisas no segmento livre

Tabela 4
Brasil: Captação de recursos externos (1990 –1996)
Indicadores Seleccionados

Coeficientes (%)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ingresso IEP/IEP+IED	24,9	52,2	74,5	94,5	90,6	87,3	72,0
Ingr. IED/capt.Total	9,6	6,0	7,4	2,7	5,2	6,1	12,1
Ingr. IEP/capt.Total	3,2	6,5	21,7	45,8	50,1	41,9	31,2
Emissões/captaçãototal	12,2	31,7	34,3	27,2	18,0	21,4	24,7
Ingr. IED/mov.camb.	1,4	1,6	2,4	1,3	2,7	3,2	7,9
Ingr. IEP/mov.camb	0,5	1,8	6,9	22,2	26,2	21,9	20,2
Emissões/mov.cambial	1,8	8,7	10,9	13,2	9,4	11,2	16,0
IED/saldo conta capital	-	-	4,6	3,9	13,4	9,6	27,9
IEP/saldo conta capital	-	-	6,7	65,2	35,5	15,4	18,5
Emissões liq./saldo cap.	-	-	22,4	68,4	31,0	26,1	47,9
IED/IEP (ingresso)	302,3	91,4	34,3	5,9	10,4	14,6	38,8
IED/IEP (retorno)	343,3	61,5	7,9	5,7	2,0	1,8	2,1
IED/AEP (líquido)	276,0	102,1	67,7	6,0	37,6	1,8	2,1

Fonte: apud Prates(1997)

Conforme evidencia tabela 3, nos anos de 91 e 92, a principal modalidade de captação foram os empréstimos securitizados. Nos anos de 93 e 94, notamos uma alteração significativa, a participação dos empréstimos securitizados na captação total cai de 34,3% em 92 para 27,2% e 18%, respectivamente em 93 e 94¹⁹.

¹⁹ Segundo Prates (1997), a redução das emissões de *securities*, no período citado, está associado a dois movimentos:

1^o) As medidas do governo para desestimular a emissão de títulos no exterior, bem como alongar o prazo dos recursos captados, como discutidos no quadro de ajustes na abertura financeira.

2^o) A elevação da taxa de juros norte-americana, em 1994, o que acabou desviando as aplicações dos investidores estrangeiros dos títulos latino-americanos, para aplicações em dólares.

Em contrapartida, temos o aumento da participação dos investimentos de portfólio estrangeiro na captação total, passando de 21,7% em 92, para 45,8% e 50,1% nos anos de 93 e 94. Isto evidencia uma deterioração no perfil da composição dos ingressos de capital, e também um aumento da vulnerabilidade do mercado de câmbio a movimentos especulativos dos investidores externos, dado que estes recursos são muito mais voláteis que os captados via títulos no mercado internacional.

Margarido (1997) aponta os motivos do aumento dos investimentos de portfólio estrangeiro na captação total. Dentre os motivos podemos destacar:

- a) Abertura do mercado de capitais brasileiro – como foi discutido no item 2.2;
- b) Política cambial e monetária – o governo sinalizou aos agentes que a taxa de câmbio não sofreria significativos movimentos, no sentido de uma desvalorização cambial, a qual comprometeria enormemente seus investimentos. Desta forma, o governo contribuiu fortemente para o aumento dos investimentos de portfólio estrangeiro na economia brasileira, em conjunto com uma política monetária, que elevou extraordinariamente as taxas de juros internas, o que estimulou os investimentos estrangeiros de portfólio em títulos de renda fixa
- c) Baixos preços das ações – ações de empresas estatais e privadas se encontravam com preços bastante reduzidos em relação aos seus respectivos valores patrimoniais. Diante de expectativas de aumento destes preços, os investidores estrangeiros entraram maciçamente no mercado de capitais brasileiro.
- d) Privatização – os investidores estrangeiros passaram a comprar ações de empresas

estatais prestes a serem privatizadas, com expectativa de um futuro aumento em seus preços após a privatização, como ocorrido em outros países latino-americanos.

Com relação aos anos de 95 e 96, temos uma melhora no perfil de captação de recursos externos. Um primeiro ponto, conforme mostra a tabela 4, é a queda da participação relativa dos investimentos de portfólio estrangeiro para 41,9% e 31,2% nos anos acima citados. Este movimento está associado à crise mexicana no final de 94, na medida em que alterou o comportamento dos investidores estrangeiros – tornaram-se mais cautelosos -, no que diz respeito à aplicações nos mercados de capitais das economias periféricas. Concomitantemente, temos o aumento da participação dos empréstimos securitizados para 21,4% e 24,7%.

Um segundo ponto a destacar no período de 95 a 96, foi o aumento dos prazos dos títulos, e a redução dos *spreads* cobrados. O alongamento dos prazos dos títulos está associado às medidas de setembro de 95, as quais impuseram um IOF inversamente proporcional ao prazo dos títulos, e também elevaram os prazos mínimos exigidos. Com relação aos *spreads*, como destaca Ramos (1998), podemos verificar uma queda significativa para os papéis latinos de maneira geral. Estes passaram de uma média de 400 pontos básicos, em 1991, para 187 no início de 1994, subindo um pouco em 95, devido a crise mexicana (255 pontos básicos).

As emissões brasileiras sempre estiveram acima da média latino-americana, no entanto, estas apresentaram uma forte tendência de queda ao longo dos anos 90.

Um terceiro ponto a destacar é o aumento da participação do IED na captação total, principalmente a partir de 1993. Esta relação passa de apenas 2,7% em 93, para 12,1% em

96. Este aumento é positivo, no que diz respeito ao perfil da composição de ingresso de capital, por ser uma modalidade de ingresso de capital muito menos volátil comparado aos empréstimos securitizados e investimento de portfólio estrangeiro. No entanto, em 1996, quando esta relação atinge 12,1%, a maior parte da captação se dá via investimentos de portfólio estrangeiro, o que evidencia, ainda, o pequeno peso dos IED nos ingressos de capital.

Outra modalidade de ingresso de capital que devemos fazer referência são os financiamentos estrangeiros, no período de 90 a 96. Segundo Margarido (1997), são os organismos financeiros internacionais (BIRD, BID e CFI) os que mais se destacam nesta categoria de financiamento da economia brasileira. O comportamento destes organismos internacionais é explicado pela melhora dos indicadores macroeconômicos proveniente do plano de estabilização, e do esforço do governo brasileiro em gerar as contrapartidas exigidas por tais organismos. Os desembolsos advindos destes organismos para a economia brasileira vem aumentando , como podemos verificar na tabela 5.

Tabela 5

Financiamentos de organismos financeiros internacionais

Brasil – (1990- 1996)

US\$ Milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total (a+b+c)	(397)	(305)	(636)	(699)	(668)	(128)	1169
- ingressos	1172	1143	1029	970	1134	1655	2875
- amortizações *	1569	1448	1665	1669	1802	1783	1706
a) BIRD	(476)	(250)	(686)	(786)	(734)	(520)	259
- ingressos	782	840	595	471	641	838	1501
- amortizações*	1258	1090	1281	1257	1375	1358	1242
b) BID	(56)	(89)	27	22	82	173	488
- ingressos	244	241	335	336	416	522	832
- amortizações*	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 *	11	28	76	98	93	76	120

Fonte : Banco Central, apud Margarido (1997)

* exceto refinanciadas

Podemos destacar que o ingresso líquido de recursos proveniente destes organismos se tornou positivo apenas em 96. No entanto, como afirma Margarido (1997), “em nada alivia a dependência com relação aos fluxos de capitais privados, pois representam parcela

muito pequena do déficit em transações correntes.”

Já com relação aos financiamentos provenientes de agências governamentais, e fornecedores e compradores, podemos afirmar conforme tabela 6, que os ingressos líquidos não só se mantêm negativos, como passaram a se levar, devido ao aumento dos pagamentos das amortizações.

Sendo assim, o aumento do ingresso de capital proveniente dos organismos internacionais está sendo mais que compensado pela elevação das amortizações pagas às agências governamentais, fornecedores e compradores, o que limita “a contribuição destes fluxos de capitais para o financiamento externo da economia” (Margarido, 1997).

Tabela 6
Financiamentos estrangeiros
Brasil (1990 –1996)

	US\$ Milhões						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total (a+b+c)	(3512)	(4076)	(3425)	(2908)	(1907)	(2198)	(2125)
- ingressos	2662	2125	1608	1435	2389	3513	4405
- amortizações *	6174	6201	5033	4343	4296	5711	6530
a) organismos intern.	(397)	(305)	(636)	(699)	(668)	(128)	1169
- ingressos	1172	1143	1029	970	1134	1655	2875
- amortizações *	1569	1448	165	1669	1802	1783	1706
b) Agências Gov.	(2813)	(2466)	(1658)	(1122)	(691)	(1640)	(2084)
- ingressos	104	47	74	48	306	403	410
- amortizações *	2917	2513	1732	1170	997	2043	2494
c) Fornec./Comprador.	(302)	(1305)	(1131)	(1087)	(548)	(430)	(1210)
- ingressos	1386	935	505	417	949	1455	1120
- amortizações *	1688	2240	1636	1504	1497	1885	2330

Fonte: Banco Central, apud Margarido (1997)

* exceto refinanciadas

No ano de 1997, conforme tabela 7, notamos primeiramente, a confirmação da tendência de aumento da participação relativa do IED, passando de 12,1% em 96, para 14% em 97, o que é positivo, no que diz respeito ao perfil de captação brasileiro.

Em segundo, verificamos um movimento de queda da participação relativa dos

empréstimos securitizados²⁰ (de 24,7% em 96, para 16,25% em 97), como dos investimentos de portfólio estrangeiro²¹ (de 31,2% em 96, para 28,8% em 97).

Apesar da queda da participação relativa de ambas as categorias de captação, fica claro o predomínio dos investimentos de portfólio estrangeiro na captação de recursos externos.

De acordo com a tabela 7, verificamos ainda, um notável aumento da participação dos financiamentos na captação total de recursos externos, passando de 8,6% em 1996, para 18,7% em 1997.

A partir deste levantamento de dados referentes às diversas modalidades de ingresso de capital, podemos verificar o predomínio, principalmente, dos empréstimos securitizados e dos investimento de portfólio estrangeiro, no financiamento externo da economia brasileira, com destaque para esta última categoria. E especificamente no ano de 1997, destaque para os financiamentos.

As implicações do predomínio destas categorias de financiamento com relação à vulnerabilidade externa da economia brasileira serão tratadas no próximo capítulo desta monografia.

²⁰ Os empréstimos securitizados englobam os seguintes itens da tabela 8: *Commercial papers*, *Bônus e Notes e Export securities*.

²¹ Como investimento de portfólio estrangeiro estamos considerando apenas os investimentos em carteira.

Tabela 7

Brasil: Captação de recursos externos (1996 – 1997)

US\$ Milhões

Modalidades	1996	1997*	1997* (I)	1997(II)	1997(III)	1997(IV)
Total	78999	128984	19042	33027	39450	37465
Investimentos	35152	56719	10683	14804	15550	15682
Em carteira	24684	37190	7915	10148	10517	8610
Diretos	9580	17864	2752	4237	4462	6413
Fundos renda fixa	12	398	0	59	9	330
Fundos privatização	779	1168	0	320	522	326
Fundos Invest. Mobil.	92	96	16	37	40	3
Fundos de Invest empresas	5	3	0	3	0	0
Empréstimos em moeda	28078	35535	4150	9092	12016	10277
Comunicado Firce n. 10	2626	5251	889	973	1265	2124
Resolução n. 63	376	1202	47	71	558	526
Resolução n. 2148	4866	7844	653	731	4065	2395
Resolução n. 2170	5	4	0	0	0	4
Resolução n. 2312	631	102	62	24	10	6
Commercial paper	633	451	107	8	10	326
Bônus e notes	18046	20448	2371	7238	5973	4866
Export securities	297	58	0	0	56	2
Renovações	598	175	21	47	79	28
Financiamentos	6828	24192	2490	5491	8047	8164
Registrados	1422	12131	623	2214	4119	5179
Autorizados	5406	12061	1867	3277	3928	2989
Leasing e aluguel	1868	4002	526	964	1300	1212
Pagamentos antec. export	7073	8536	1193	2676	2537	2130

Fonte: Banco Central, 1997

Capítulo III

Vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90

3.1 - Introdução

O objetivo deste último capítulo consiste em analisar a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira, a partir da composição dos fluxos de capitais ingressantes .

Uma vez constatado o predomínio dos empréstimos securitizados e dos investimentos estrangeiros de portfólio no financiamento externo da economia brasileira (ver capítulo II), analisaremos a seguir os riscos associados a estas categorias de financiamento, bem como as implicações para a questão da vulnerabilidade externa.

O capítulo está decomposto em 5 itens: sendo o primeiro a introdução, o segundo trata do significado da expressão vulnerabilidade externa para a economia brasileira nos anos 90; o terceiro aborda os riscos associados às distintas categorias de financiamento externo; o quarto destaca a análise de alguns indicadores de vulnerabilidade externa, e por fim o quinto trata dos efeitos sobre a economia brasileira das recentes crises financeiras (Asiática e Russa).

3.2 - Vulnerabilidade Externa

O processo de abertura financeira possibilitou, por uma lado, a entrada da economia brasileira nos mercados financeiros globalizados, mas por outro, ampliou a exposição desta à mudanças nas condições internacionais, além de ter propiciado uma relativa perda de autonomia sobre a política econômica, uma vez que aumentou o grau de substitubilidade entre ativos e passivos externos e internos. Este quadro, por sua vez, foi agravado pelos crescentes déficits comercial e em transações correntes que a economia brasileira vem obtendo - resultado da estratégia de estabilização do Plano Real, principalmente a partir de 1995 - os quais implicaram em necessidade de financiamento externo.

Neste sentido, podemos colocar o problema da vulnerabilidade externa brasileira nos seguintes termos: possibilidade de uma crise cambial, frente a uma retração dos fluxos para a economia brasileira, dado o tamanho da necessidade de financiamento, derivada dos crescentes déficits em transações correntes.

A economia brasileira se encontra mais uma vez à mercê do cenário internacional, qualquer mudança no sentido de elevação das taxas de juros internacionais e/ou maior rentabilidade dos investimentos nos países desenvolvidos vis-à-vis os investimentos nos países emergentes seria suficiente para provocar uma retração nos fluxos de capitais, e assim uma crise cambial.

Os fatores de atratividade da economia brasileira para os fluxos de capitais internacionais são de curto prazo, ou ainda, diferencial de juros internos/externos e programas de privatização, “os quais são frágeis no que se refere à possibilidade de consolidação de canais de ingresso de capital de longo prazo no país.”(Ramos,1998).

No que se refere às possibilidades de superação desta restrição financeira, podemos afirmar que são bastante reduzidas. Como destaca Margarido (1997), “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”.

Uma das principais apostas do governo para a geração de divisas necessárias está no aumento das exportações via investimento direto externo; ainda nas palavras de Margarido (1997), o investimento direto externo é visto “como condutor destacado do crescimento, da produtividade, da eficiência e da competitividade externa”.

No entanto, ao se analisar os investimentos diretos externos que estão chegando ao Brasil, notamos a concentração destes no setor de *non-tradeables* - principalmente serviços e setores industriais voltados ao mercado doméstico. A maior parte deste investimento está voltada para fusões e aquisições, e não implantação de novas plantas, e os poucos em novas

plantas estão voltados ao mercado interno, dadas as altas expectativas de crescimento deste mercado - o que é sinalizado pela política de valorização cambial do Real, que estreita a margem de rentabilidade do setor exportador.

Isto evidencia que a economia brasileira tenderá a continuar dependente do financiamento externo, e assim altamente exposta aos riscos de uma reversão dos fluxos de capitais.

Neste contexto destacamos o papel da composição dos fluxos de capitais como um dos condicionantes do grau de vulnerabilidade externa.

Como verificado no capítulo anterior, as categorias de captação de recursos predominantes na economia brasileira são os empréstimos securitizados e os investimentos de portfólio. Ao longo da década de 90 notamos uma mudança na composição desses fluxos, no sentido de aumento dos investimentos diretos externos e dos empréstimos securitizados¹ vis-à-vis os investimentos de portfólio em ações e os fluxos de *hot money*.

Uma vez constatado isso, analisaremos a seguir os riscos de cada uma destas modalidades de financiamento, bem como suas implicações do ponto de vista da vulnerabilidade externa da economia brasileira no curto e longo prazo.

¹ O aumento dos empréstimos securitizados foi verificado principalmente nos anos de 95 e 96. No ano de 97 a participação relativa desta categoria sofreu uma queda significativa. (ver capítulo II).

3.3 - Riscos associados às modalidades de financiamento e vulnerabilidade externa

Os riscos financeiros - principalmente crises cambiais e bancárias - inerentes aos fluxos de capitais que se dirigem para a economia brasileira, com destaque para os empréstimos securitizados e investimento estrangeiro de portfólio, estão associados em última instância, à sustentabilidade do financiamento do déficit em conta corrente.

A questão central é a sustentabilidade do déficit em conta corrente, a análise dos prazos das aplicações, como de suas características - endividamento externo, ou entrada de estrangeiro nos mercados locais, investimentos de renda fixa ou variável -, é essencial para uma análise mais concreta com relação aos riscos associados às distintas categorias de financiamento.

Com relação aos empréstimos securitizados - emissão de títulos no exterior - devemos destacar que os títulos negociados no mercado internacional de capitais tem em geral taxas de juros fixas, o que se constitui num ponto positivo com relação aos empréstimos bancários da década de 70. Por outro lado, possuem um prazo menor que os dos títulos emitidos por empresas e bancos dos países centrais, o que significa que os mesmos podem resgatados num prazo mais reduzido comparativamente, através de venda ou renovação dos títulos. Essa liquidez, por sua vez, pode ser aumentada com a cláusula de *put option* (ver nota 17) - prática comum nas emissões latino-americanas.

Vale salientar que esta forma de financiamento implica em pagamento futuro de amortização e juros - o que significa, impacto sobre o balanço de pagamentos no médio e longo prazo, através da conta de serviços fatores (pagamento dos juros) e conta capital (pagamentos das amortizações).

Outro ponto relevante com relação a este tipo de endividamento é quanto a sua sustentabilidade, ou ainda, esta forma de endividamento só é possível enquanto se mantém a demanda por títulos brasileiros, caso contrário esta forma de captação deixa de existir.

Considerando os pontos acima citados, podemos afirmar que esta forma de captação de recursos, mesmo sendo menos volátil que os investimentos de portfólio implica em riscos para a economia brasileira. Neste sentido, a mudança na composição dos fluxos de capitais em favor desta forma de endividamento verificada nos anos 90, deve ser vista como uma pequena atenuante do grau de vulnerabilidade da economia, longe de significar ausência de risco.

No que diz respeito ao investimento estrangeiro de portfólio, centraremos a análise de risco nos capitais que se dirigem (via anexo IV) para as bolsas de valores locais.

O anexo IV, como destacado no capítulo anterior, se constitui no principal canal de entrada de capital, dentro da modalidade investimento estrangeiro de portfólio, e por sua vez, a maior parte deste capital se dirige para as bolsas de valores locais, como evidencia tabela 1.

Tabela 1 - Carteira de ativos de investidores institucionais estrangeiros (anexo IV da Resolução no. 1289/87)

Período	Estoque de ativos	Composição da carteira (%)*					Fluxos efetivos**
		Ações	Derivativos	Debêntures	Moeda privatiz.	Outros	Ingresso
1994	20971	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8	20532
1995	18650	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2	22025
1996	27090	92,0	0	4,7	2,8	0,5	22936
1997	32047	96,5	1,4	2,1	0	0	32191

Fonte: Banco Central, 1998

* Os números são referentes a dezembro de cada ano.

** Os números referentes aos fluxos efetivos são os acumulados nos respectivos anos.

Como podemos extrair da tabela 1, no ano de 1996, 92% dos capitais ingressantes via anexo IV foram investidos em ações, passando esta porcentagem para 96,5% em 1997.

Vale a pena destacar algumas características do mercado acionário brasileiro para entendermos determinados aspectos relacionados a esta modalidade de financiamento.

O mercado acionário brasileiro, ou mais especificamente o mercado secundário de ações - a abertura financeira legalizou a entrada direta de investidores estrangeiros no

mercado secundário de ações² - é marcado por sua pequena dimensão, forte concentração, escassez de papéis de boa qualidade e grande capitalização, o que demonstra sua volatilidade estrutural.

A contraposição deste mercado com os grandes fluxos de capitais explica a alta volatilidade dos preços das ações - movimentos de alta e baixa, associados a choques de expectativa.

Um ponto importante diz respeito à rapidez com que um investidor pode abandonar suas aplicações no país, diante de uma determinada mudança de expectativa. O que acaba pressionando a queda dos preços das ações nas bolsas e a taxa de câmbio, implicando altos riscos para a economia.

No que se refere aos impactos sobre a demanda agregada - através do efeito riqueza - e sobre o sistema financeiro, podemos afirmar que estes são mais significativos quanto maior a integração entre bancos e operações com ações, através de participações cruzadas ou do endividamento dos investidores. A maior integração entre o mercado bancário e o de capitais amplia a transmissão das perturbações no mercado financeiro. Este, no entanto, não é o caso da economia brasileira, como afirma Prates (1997), pois seu sistema financeiro é menos integrado.

² A compra de ações no mercado primário continua proibida. Os investidores estrangeiros têm acesso a esse mercado apenas quando são realizadas emissões globais de ações ou através de ADRs de nível III.

Ao associarmos o quadro acima com o cenário atual da economia brasileira, podemos verificar que uma alta participação desta modalidade na captação de recursos externos, implica altos riscos para a economia brasileira, num contexto de reversão dos fluxos de capitais.

O recursos nesta modalidade de captação são muito mais voláteis comparativamente à primeira, ou ainda, a fuga de capitais pode se dar de maneira muito mais rápido na segunda modalidade. Neste sentido, a mudança notada na composição dos fluxos de capitais na direção de uma redução da participação relativa dos investimentos de portfólio é positiva, embora não elimina a problemática da vulnerabilidade externa.

Considerando estas modalidades de financiamento externo, destaca-se a questão da autonomia das políticas econômicas nacionais, bem como sua eficácia, em caso de uma possível retração dos fluxos de capitais.

Como afirma Prates (1997), a autonomia e a eficácia das políticas econômicas nacionais num contexto de crise cambial são bastante reduzidas. Destaca que a concentração dos investimentos de portfólio em ações diminui a eficácia da política monetária numa situação de fuga de capitais, dado que uma elevação da taxa de juros é inócua para reverter as expectativas dos investidores, em suas palavras, “as decisões de realocação dos recursos neste mercado por parte dos investidores institucionais são, além de imprevisíveis, independentes da gestão macroeconômica doméstica”.

No que diz respeito à captação de recursos externos através da emissão de títulos no exterior, podemos dizer que aumenta a exposição do setor privado ao risco cambial, o que implica em perda de graus de liberdade da política econômica, uma vez que qualquer variação na taxa de câmbio tem impactos sobre a estrutura patrimonial dos agentes. Ou seja, uma política de desvalorização cambial - política muito aceita no caso de deterioração das contas externas e ameaça de crise do balanço de pagamentos - teria efeitos perversos sobre o passivo do setor privado, sofrendo assim, fortes resistências do mesmo.

Sendo assim, a única política alternativa restante para uma situação de crise seria a de elevação da taxa de juros. Esta por sua vez, se encontra também comprometida, uma vez que um aumento na absorção de recursos externos, resulta numa elevação do endividamento interno. Assim, uma elevação na taxa de juros torna vulneráveis os agentes endividados e o sistema bancário. A autonomia e a eficácia das políticas econômicas nacionais num cenário de crise são bastante reduzidas.

Por fim, resta nos analisar os riscos associados ao investimento direto externo - modalidade que vem assumindo participação relevante na captação total de recursos.

Uma análise de curto prazo com relação ao aumento da participação relativa do investimento direto externo destacaria apenas seus aspectos positivos, dado seu caráter menos volátil, comparativamente aos demais, e desta forma importante para atenuar a

vulnerabilidade externa da economia brasileira. No entanto, uma análise mais minuciosa e de médio e longo prazo revela também seus aspectos negativos.

A maior parte dos investimentos diretos externos constituem fusões e aquisições - como mencionado anteriormente - e não implantação de novas plantas (cerca de 40% dos investimentos diretos em 1996, constituíam fusões e aquisições, segundo Sobeet). Os grandes grupos estrangeiros investiram nos programas de privatização, bem como na aquisição de empresas fragilizadas pela abertura comercial (autopeças, alimentos e bebidas). Isto, por sua vez, implica em remessas elevadas de lucro - no caso acima mencionado, a remessa de lucros é quase que imediata, dado a já existência da planta produtiva, sendo assim, o impacto sobre o balanço de pagamentos é verificado no curto prazo - , sem a contrapartida de criação de capacidade para geração de divisas.

Os investimentos em novas plantas, por sua vez, se dirigem para o mercado interno - setores *non-tradeables* - guiados pela perspectiva de alto crescimento do mercado interno, o que evidencia a fracassada probabilidade de dinamização das exportações, pelo menos no curto e médio prazo, e de reversão dos déficits em transações correntes, dado que estes investimentos no mercado interno resultarão em aumento da importações.

Desta forma, o que num primeiro momento pareceu atenuar a vulnerabilidade externa da economia, num segundo recolocou o problema, uma vez que estes investimentos tenderão a fragilizar futuramente as contas externas do balanço de pagamentos, através do pagamento de lucros e aumento do coeficiente de importação, se não houver mudança estrutural quanto à restrição externa.

3.4 - Indicadores de vulnerabilidade externa

Em conjunto com a composição dos fluxos de capitais, determinados indicadores nos auxiliam a avaliar o grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Tabela 2 - Indicadores de vulnerabilidade externa

Em %

Coefficientes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
FLUXOS								
Déficit conta corrente/export.	12.0	4.4	-	1.5	3.9	38.2	51.0	63.1
IEP/déficit conta corrente ³	2.7	39.8	-	1113.3	300.7	26.7	25.1	19.2
IED/déficit conta corrente	7.6	40.7	-	67.1	113.2	16.7	37.8	48.8
Emissões líq./ déficit conta corrente	12.6	249.3	-	1169.1	262.8	45.4	65.0	11.1
IEP retorno/ingresso	39.2	26.3	55.9	56.0	76.5	78.9	75.2	82.7
IED retorno/ingresso	44.5	17.7	12.8	54.7	14.7	9.6	4.0	8.6
ESTOQUES								
Dívida externa total/export.	392.9	391.9	379.8	377.9	340.6	342.4	349.2	365.
Dívida ext. Líq.curto prazo/reservas	82.7	113.5	52.7	49.5	46.6	33.8	52.6	-
Estoque anexo IV/ reservas	-	-	-	40.1	57.5	37.0	38.7	61.4

Fonte: apud Prates(1997)

* Os dados referentes a 1997 foram inseridos na tabela, e foram calculados com base em dados do Banco Central.

³ As siglas estão designadas no capítulo anterior, mas faremos uma breve retomada.

IEP - Investimento externo de portfólio

IED - Investimento direto externo

Emissões líquidas - Entrada líquida de recursos, via emissão de títulos no exterior

Um importante indicador da vulnerabilidade externa da economia é a **relação entre o déficit em conta corrente e exportações**. Este como evidencia tabela 2, apresentou uma forte deterioração, passando de 3,9% em 1994 para 63,1% em 1997, o que reflete os resultados do plano de estabilização sobre os saldos comerciais, e conta serviços.

A partir de 1995, quando este déficit atingiu proporções elevadas, tornou-se relevante também a análise da participação de cada modalidade de captação no seu financiamento. Neste sentido, verificamos uma redução da participação do investimento de portfólio no financiamento do déficit a partir de 1995 - passou de 26,7% em 1995 para 19,2% em 1997- como um aumento da participação do investimento direto externo - a qual estava em torno de 16,7% em 1995 passando para 48,8% em 1997.

No que diz respeito aos investimentos de portfólio se faz necessária a análise de 2 indicadores em conjunto para uma real avaliação da vulnerabilidade do país. O primeiro indicador - **Investimento de portfólio (IEP)/ déficit em conta corrente** - apresentou uma redução importante a partir de 1995, o que significa uma mudança positiva, na medida em que o financiamento do déficit em conta corrente está menos dependente dos capitais altamente voláteis, que são os IEP. O segundo indicador - **Investimento de portfólio (IEP) retorno/ingresso**, que trata da rotatividade desta modalidade - vem apresentando uma considerável elevação ao longo dos anos 90, o que significa uma influência cada vez maior dos investidores estrangeiros nas bolsas de valores domésticas.

Da análise destes 2 indicadores, extraímos que a vulnerabilidade externa foi atenuada do ponto de vista do balanço de pagamentos - parcela menor do déficit em conta

corrente está sendo financiado por IEP -, mas não do mercado acionário doméstico, pois este se encontra sujeito à fortes oscilações de suas cotações, devido ao enorme montante de capital que ingressa e abandona este mercado, e sua estrutural volatilidade (ver item 3.2).

Com relação ao aumento da **participação do investimento direto externo no financiamento do déficit em conta corrente**, devemos enfatizar novamente, seu caráter positivo no curto prazo relacionado a sua menor volatilidade, como também o reflexo no futuro sobre o balanço de pagamentos - mais precisamente através da conta de serviços (fatores) e comercial - via remessa de lucros e aumento de importações -, e assim aumento da fragilidade das contas externas do balanço de pagamentos.

Na mesma direção, o aumento da **participação das emissões líquidas no financiamento** - principalmente nos anos de 95 e 96, nos quais a relação passa de 45% para 65%, apresentando significativa queda em 1997, no qual a relação atinge 11,1%- implica em pagamento futuro de juros e amortização, pressionando as contas externas do balanço de pagamentos.

Outra análise que se faz extremamente necessária para a questão da vulnerabilidade externa é com relação a contraposição de variáveis como: estoque de ativos financeiros detidos por não-residentes, dívida externa de curto prazo e reservas cambiais.

No contexto atual de globalização financeira e fluxos de capitais voláteis, as reservas cambiais constituem uma variável de extrema importância, na medida em que podem neutralizar surtos especulativos, como amenizar os efeitos perversos sobre a taxa de

câmbio. Nas palavras de Prates (1997), “um elevado volume de reservas constitui uma das formas de ampliar os graus de liberdade da política cambial num contexto de maior abertura financeira. Quanto maior este nível, maior a capacidade da autoridade monetária de conter surtos especulativos no mercado de câmbio.”

Para aprofundarmos a análise destas variáveis utilizamos os seguintes indicadores : **a relação entre o estoque do anexo IV e as reservas cambiais e a relação entre a dívida externa de curto prazo e as reservas cambiais.**

Como observamos na tabela 2, o estoque do anexo IV, aplicado predominantemente em ações, representava 37% das reservas em 1995, passando para 39% em 1996 e 61,4% em 1997. Por outro lado, a dívida externa líquida de curto prazo dos bancos residentes vem apresentando um expressivo aumento, atingindo 40% das reservas em 1995 e 42% em 1996. Com relação à capacidade de geração de divisas para o pagamento da dívida externa, notamos segundo tabela 2, uma melhora insignificante, passando de 393% em 1990 para 340% em 1994, no entanto no ano de 1997 esta relação já atingiu 366%.

A análise das relações acima nos permite afirmar, que o grau de cobertura das reservas é insuficiente frente ao elevado estoque de ativos financeiros domésticos nas mãos de investidores estrangeiros e a dívida externa de curto prazo. Mesmo um elevado nível de reservas seria insuficiente para controlar surtos especulativos contra a moeda nacional, dado que as reservas são compostas por recursos do anexo IV - os quais são voláteis e de curto prazo - como também por empréstimos securitizados - também de curto prazo - ou seja, o risco de uma crise cambial é latente, dada a liquidez destes recursos (Prates).

O risco de uma crise cambial amedronta a economia brasileira, sem perspectivas de ser atenuado. Isto pode ser afirmado, com base em vários fatores já comentados e inclusive pelo comportamento das exportações brasileiras, as quais não só estão mostrando um crescimento inexpressivo, como as perspectivas de crescimento são insuficientes - como foi discutido anteriormente - o que em termos de indicadores significa dizer que as relações **dívida externa total sobre exportações e déficit em conta corrente sobre exportações** não apresentarão uma redução significativa no curto e médio prazo.

3.5 - Lições das crises Asiática e Russa

Recentemente, a economia brasileira sofreu efeitos da propagação de duas importantes crises financeiras: a Asiática - final de 1997 - e a Russa - agosto de 1998.

Até este ponto o trabalho ficou centrado numa análise teórica da questão do endividamento e vulnerabilidade externa da economia brasileira, no entanto, estas crises que abalaram o cenário financeiro internacional, nos permitem abordar um lado mais prático desta questão. Em outras palavras, estas crises nos possibilitam evidenciar melhor o problema da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

As crises Asiática e Russa tiveram importantes impactos sobre diversas economias, no entanto destacaremos os impactos sobre as emergentes, e mais especificamente sobre a economia brasileira.

Segundo Canuto (1998), o epicentro destas crises está calcado em processos de ajuste deflacionário dos preços dos ativos locais, com propagação muito além de suas fronteiras, dado o caráter globalizado dos mercados financeiros.

Em ambas as crises, segundo o autor, percebe-se uma mesma sequência de acontecimentos: primeiro, a percepção do desalinhamento entre preços de ativos locais e seus fundamentos, seguida por resistência contra a desvalorização, e depois a queda.

Assim, as pressões de saída de capital e de desvalorização cambial estão continuamente presentes.

Com relação à propagação internacional das crises, ainda segundo Canuto (1998), os mecanismos são similares. Dada a possibilidade de problemas de liquidez, os agentes financeiros tendem a se livrar de ativos com alto risco, para aplicações mais seguras. Quando, no entanto, um clima de pânico toma o cenário financeiro internacional, com forte abalo da confiança, principalmente com relação aos mercados emergentes, “a busca de refúgio na liquidez e em ativos de menor risco acaba resultando em ondas secundárias de venda de ações e deflação dos demais ativos”. (Canuto, 1998).

Mais concretamente, isto significa dizer que os agentes financeiros tendem a se afastar dos mercados emergentes, refugiando-se em aplicações mais seguras, por exemplo, títulos do tesouro norte-americano (T-Bond).

Posto isso, vale destacar, ainda que de maneira geral, os efeitos destas crises sobre a economia brasileira.

Os efeitos das crises Asiática e Russa se fizeram sentir na economia brasileira através de significativas saídas de capitais, importantes quedas nas bolsas de valores locais, e conseqüentemente queda nas reservas cambiais, como também pelo encarecimento das captações externas, via emissão de títulos.

Os dados mais recentes com relação aos efeitos da crise Russa sobre a economia brasileira, apontaram uma perda de reservas cambiais em torno de US\$ 22 bilhões, no período que se estende do início de agosto de 1998 (deflagração da crise) até meados de setembro de 1998.

Esta brutal queda das reservas internacionais neste curto espaço de tempo, demonstra a insuficiência destas diante de um cenário de crise, conforme discutido no item 3.3⁴. O grau de cobertura das reservas é reduzido frente ao estoque de ativos domésticos nas mãos de estrangeiros e a dívida externa de curto prazo.

Com relação à questão das quedas nas bolsas de valores locais devemos destacar o índice acumulado da Bovespa de 23,8% de desvalorização no ano (IBovespa). Este índice reflete o movimento de venda de papéis brasileiros por parte dos investidores estrangeiros, diante da necessidade de cobrirem prejuízos acumulados em outras operações, ou mesmo por procura de aplicações com menor risco, frente a esta crise de confiança com relação aos mercados emergentes.

⁴ Conforme discurso do governo, a economia brasileira poderia ficar tranquila, pois as reservas cambiais estavam em torno de US\$ 70 bilhões de dólares no início de agosto de 1998. Mais uma vez, uma nova crise no cenário financeiro internacional veio demonstrar que as reservas são insuficientes, e não dão tranquilidade a uma economia emergente como a brasileira. Em um mês e meio as reservas tiveram uma queda de US\$ 22 bilhões. O que são US\$ 70 bilhões?

Os grandes investidores do mercado acionário brasileiro: investidores estrangeiros e fundos de pensão estão assumindo uma posição defensiva, avessos a aumentar seus investimentos em ações.

Outro efeito destas crises para a economia brasileira está no aumento acentuado do custo de captação de recursos externos, via emissão de títulos.

Após a crise asiática não só se verificou uma elevação significativa dos “spreads” como uma redução dos prazos de vencimento dos títulos. Para as empresas não- financeiras os spreads saltaram de uma média de 386 pontos básicos no 3o. trimestre de 1997 para 515 pontos básicos em dezembro de 1997.

Com relação aos prazos dos títulos do setor financeiro e público, caíram respectivamente, de 7,7 anos para 7,4, e de 12 anos para 10, do 3o. trimestre de 1997 para dezembro do mesmo ano.

Em meados de 1998, pós-crise Russa, a elevação dos spreads também foi muito importante. O teto mais baixo neste ano para as empresas brasileiras oscilou entre 300 e 400 pontos básicos, agora os spreads estão no mínimo, em 700, 1000 e até 2000 pontos básicos. (Gazeta Mercantil, ago/98).

De maneira geral, estes são os efeitos mais imediatos destas crises sobre a economia brasileira.

Diante deste cenário, de elevadas saídas de capitais, quedas brutais nas bolsas de valores e elevação dos spreads, as alternativas colocadas ao governo brasileiro para conter,

principalmente, a saída de capitais são: elevação da taxa de juros e desvalorização cambial, e em menor intensidade a imposição de restrições à saída de capitais.

Como discutido no item 3.2, a execução de qualquer uma das alternativas tem fortes impactos sobre a economia. Uma desvalorização cambial teria impactos perversos sobre a estrutura patrimonial dos agentes, principalmente setor privado, que se financiou via emissão de títulos no mercado internacional - altamente exposto ao risco cambial. Além dos efeitos sobre o aumento dos preços na economia.

A elevação da taxa de juros, que resultaria numa maior absorção de recursos externos, implicaria assim, num aumento do endividamento interno, fragilizando agentes endividados e o sistema bancário; além dos efeitos sobre o nível de atividade econômica e emprego.

Em novembro de 1997, o governo elevou a taxa básica do Banco Central para 43,41% e a Tban (taxa de assistência do Banco Central) para 46,44%. Segundo Pastore e Pinotti (1998), esta elevação da taxa de juros conseguiu estancar a saída de dólares, mas por outro lado, teve como custo a recessão, com aumento do desemprego de 5,5 % para mais de 8% da força de trabalho, e o crescimento do déficit público para algo em torno de 7% do PIB.

Novamente, frente ao segundo choque financeiro, o Brasil elevou acentuadamente a taxa de juros. A Tban foi elevada de 29,75% para 49,75% ao ano, para conter a saída de dólares.

Estas crises Asiática e Russa evidenciaram o problema da vulnerabilidade externa brasileira, na medida em que apontaram para uma dificuldade de financiamento do déficit

em transações correntes - o qual vem apresentando sucessivos aumentos, principalmente a partir de 1995, o que se reflete na elevação do passivo externo que passou, em termos líquidos, da ordem de US\$ 149,5 bilhões no final de 1994 para US\$ 256,1 bilhões em março de 1998 (Gazeta Mercantil, ago/98) - a partir destes fluxos de capitais voláteis, os quais, como mostraram as crises, abandonaram facilmente a economia brasileira em direção à aplicações mais seguras. Vale dizer que estas crises, ao abalarem a confiança dos investidores estrangeiros com relação ao mercado brasileiro, dificultam a obtenção de financiamento tanto com relação às novas captações via títulos (em termos de custo - spreads) quanto na atração de capitais para o mercado acionário brasileiro, e neste sentido problemas de financiamento futuro.

Neste cenário evidencia-se também as reduzidas e menos eficazes opções de política econômica abertas às autoridades brasileiras para reversão deste quadro. Mais uma vez, o governo brasileiro encontra-se à merce do cenário financeiro internacional, com uma política econômica altamente comprometida, neste momento, em conter a saída de capitais, posteriormente elevar o nível das reservas internacionais (elevação brutal da taxa de juros) em detrimento das condições internas, dada a necessidade de financiamento externo crescente.

Conclusão

A questão da vulnerabilidade externa nos anos 90 está associada ao contexto de globalização financeira, capitais voláteis e crescentes déficits em transações correntes.

Esses capitais que circulam pelos mercados financeiros internacionais, guiados por uma lógica essencialmente especulativa, são os mesmos que se dirigem à economia brasileira. Estes capitais estão condicionados pela dinâmica de crescimento das economias desenvolvidas, ou seja, pela flutuação cíclica das condições de lucratividade relativa do capital nesses países.

O que significa dizer, que qualquer mudança neste cenário, como por exemplo uma elevação das taxas de juros internacionais, implica em reversão dos fluxos de capitais que se dirigem para nossa economia.

No entanto, a economia brasileira vem aumentando cada vez mais a sua dependência em relação ao capital externo - déficits em transações correntes saltando da ordem de US\$ 1,6 bilhões em 1994 para US\$ 33,4 bilhões em 1997, segundo dados do Banco Central - através dos empréstimos securitizados e investimentos de portfólio.

Apesar da mudança positiva na composição destes fluxos que financiam a economia brasileira, em favor dos empréstimos securitizados e investimento direto externo, a questão da vulnerabilidade não se atenua, dado os déficits em transações correntes cada vez

maiores, sem perspectivas de reversão, como também o impacto no futuro no que diz respeito às contas externas, destas formas atuais de financiamento.

O cenário em que se encontra a economia brasileira cria dúvida nos investidores estrangeiros, no sentido de uma não capacidade do país honrar seus compromissos. Portanto para estes a rentabilidade requerida das aplicações brasileiras deve ser suficientemente elevada para compensar os riscos. Neste sentido, há a necessidade por parte do governo brasileiro de compensar com opções de investimento mais lucrativas o maior risco envolvido, dada a nossa enorme dependência de capital externo para financiamento dos déficits em transações correntes.

Em outras palavras, isto significa dizer que política econômica é altamente condicionada pelo movimento deste capital internacional, ou ainda, 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.

Assim, a junção de crescentes déficits em transações correntes e capitais voláteis, implicam num inegável problema de vulnerabilidade externa presente na economia brasileira, o qual foi altamente evidenciado pelas recentes crises financeiras que abalaram o cenário internacional - as crises Asiática e Russa.

Vale destacar como último ponto deste trabalho, e também como possível tema de estudo, que a questão da vulnerabilidade externa pode ser agravada se colocarmos em questionamento a volatilidade associada a cada modalidade de financiamento. Ou ainda, será que os investimento direto externo não é altamente volátil, dados os inúmeros instrumentos financeiros disponíveis neste cenário financeiro. Uma outra questão, até que

ponto a divisão com relação às categorias de financiamento é válida neste novo contexto. Desta forma, ficam estes questionamentos para um trabalho seguinte.

Bibliografia

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

Canuto, Otaviano (1998) “Que será, será diferenças e semelhanças entre os choques da Ásia e Rússia desautorizam profecias apressadas”, in jornal Estado de São Paulo, 24/Ago/98.

Canuto, Otaviano e Laplane, Mariano (1995) “Especulação e instabilidade na globalização financeira”, **Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP, no. 5, Dez.

Coutinho, Luciano e Belluzzo, Luiz Gonzaga (1996) “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”, **Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP, no. 7, Dez.

Ferreira, C.K.L. & Freitas, M.C.P. (1990) “Mercado internacional de crédito e inovações financeiras”, São Paulo, IESP/FUNDAP. **Estudos da Economia do Setor Público**, no. 1, Jan.

Gazeta Mercantil, vários números, 1997 e 1998.

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.

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.

Margarido, Sérgio (1997) **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**, Tese de Mestrado, Campinas: IE/Unicamp.

Pastore, Affonso e Pinotti, Maria (1998) “O desequilíbrio externo e a política monetária”, in *Jornal Estado de São Paulo*, Set/98.

Plihon, Dominique (1995) “A ascensão das finanças especulativas”, **Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP, no. 5, Dez.

Prates, Daniela (1997) **Abertura financeira e vulnerabilidade externa - A economia brasileira na década de noventa**, Tese de mestrado, Campinas: IE/UNICAMP.

Ramos, Ana Paula (1998) “Uma avaliação das fontes de financiamento externo da economia brasileira nos anos 90”, Campinas, **Economia & Tecnologia**, no.1, Jan-Mar/98. ✓