

*A099  
336.74  
2147P  
1995/ME/01*

# **O PLANO REAL E A ARMADILHA MACROECONÔMICA**

**ALEXANDRE RODRIGUES D'ALMEIDA**

Dissertação de mestrado apresentada ao instituto  
De economia da UFU como parte dos requisitos  
Para a obtenção do título de Mestre.

**DIRBI/UFU**



1000190478

**Orientação :**  
**Profº : Dr. Vanessa Petrelli Corrêa**

**Uberlândia, 1999**

**“A unanimidade é burra”**

**Nelson Rodrigues**

## AGRADECIMENTOS

A presente dissertação é o resultado de um enorme esforço individual, que acarretou considerável desgaste físico e emocional, sinto-me recompensado, diante da concretização do produto final, pois acredito estar posicionando-me de forma crítica face a um assunto em que, no momento, de uma maneira generalizada, prevalece o consenso, o qual parece-me um contra-senso. Penso ter sido feliz na escolha deste objeto de estudo, uma vez que o mesmo proporcionou-me uma enorme oportunidade de ampliar meu saber na área financeira, assunto ao qual sempre procurei dedicar-me.

Entretanto, não posso deixar de manifestar a minha gratidão para com as diversas pessoas que, direta ou indiretamente, colaboraram para a realização desse trabalho, que significou a superação de um obstáculo o qual vai permitir-me saltar para uma nova etapa da minha vida acadêmica. Logicamente, sinto-me na obrigação de eximi-las de qualquer responsabilidade pelas idéias contidas no texto.

Ao fazer os devidos agradecimentos, sinto-me no dever de dirigir a primeira menção para a minha esposa Sandra, pois sua firme presença espiritual, principalmente nos momentos mais difíceis, que não foram poucos, considero ter sido essencial para que pudesse encontrar forças para dar continuidade a presente obra.

Não poderia deixar de reportar-me a minha orientadora, Vanessa Petrelli Corrêa, de cujos conhecimentos teóricos na área financeira pude usufruir, fato que considero ter sido muito importante para a realização deste trabalho. Contudo, minha gratidão não deve ficar restrito somente ao âmbito de seu conhecimento, devendo ser estendida a seu trabalho de orientação, quando pude contar com sua paciência e dedicação, sua capacidade de ordenação e síntese. Adicionalmente, devo levar em conta também o fato de sempre ter acreditado nesse projeto de pesquisa.

Gostaria também de mencionar os demais professores do mestrado, que contribuíram para ampliar meu conhecimento e que agindo sempre com uma postura crítica, ajudaram-me no desenvolvimento do tema. Faço uma menção especial a Niemeyer

Almeida Filho, que na troca de idéias, logo no início da caminhada, ajudou-me a clarear sobre o desenvolvimento do tema.

Importa citar que, dado a natureza da temática escolhida, fui obrigado a fazer uma intensa pesquisa de coleta de dados junto ao Banco Central. Por isso, estendo, levo a minha gratidão aos diversos técnicos da referida instituição que ajudaram-me nessa tarefa e, sempre que necessário, precedida dos devidos esclarecimentos. Especialmente gostaria de lembrar os seguintes nomes: Carlos Augusto Dias de Carvalho, Paulo Roberto Vieira de Castro e Newton Marques.

Sinto-me também no dever de fazer um agradecimento especial a todos os professores lotados no departamento de Economia da FUNREI, instituição a que pertenço, por me permitirem a saída para minha qualificação. Evidentemente esse fato não ocorreu de forma isolada, na medida em que o mesmo faz parte de um esforço mais amplo de levar adiante o projeto de capacitação docente.

Finalizando, gostaria de deixar registrado meu agradecimento a dois amigos a quem muito admiro, pelo apoio moral e espiritual: Altary de Souza Ferreira Junior e Geraldo Chamone.

## **SUMÁRIO**

*Tabelas*

*Quadros*

*Gráficos*

<i>Introdução.....</i>	<i>1</i>
------------------------	----------

## **Capítulo I**

<i>Plano real, a implantação e suas principais armas.....</i>	<i>7</i>
---	----------

<i>1.1- O Diagnóstico do Plano Real e a sua Implantação.....</i>	<i>7</i>
--	----------

<i>1.2-A Sobrevalorização Cambial.....</i>	<i>14</i>
--	-----------

<i>    1.2.1- A liberalização do regime cambial no período anterior ao Plano Real         -o movimento de idas e vindas.....</i>	<i>14</i>
--	-----------

<i>    1.2.2- A não- intervenção do Banco Central e a sobrevalorização no início         do         Plano.....</i>	<i>19</i>
--	-----------

<i>    1.2.3- A minidesvalorização cambial e a implantação do sistema de         bandas deslizantes.....</i>	<i>22</i>
--	-----------

<i>1.3- A Abertura Comercial.....</i>	<i>26</i>
---------------------------------------	-----------

<i>    1.3.1- Movimento de liberalização comercial anterior ao Plano Real.....</i>	<i>26</i>
--	-----------

<i>    1.3.2- A continuidade do movimento de abertura comercial durante o Plano         Real.....</i>	<i>28</i>
---	-----------

<i>1.4- Abertura Financeira.....</i>	<i>29</i>
--------------------------------------	-----------

<i>    1.4.1-A abertura da conta investimento.....</i>	<i>29</i>
--	-----------

<i>    1.4.2- A abertura da conta empréstimos.....</i>	<i>34</i>
--	-----------

1.4.3- A regulação de IDE.....	36
--------------------------------	----

## Capítulo II

<i>Sobrevalorização e abertura: impactos sobre o Balanço de Pagamentos.....</i>	39
2.1- Antecedentes imediatos ao plano real: a reversão dos fluxos em direção às transferências de recursos reais na década de 80.....	39
2.2- O Balanço de Pagamentos anual entre 94-97: visualização da estratégia.....	44
2.2.1- O movimento do Balanço de Pagamentos em conta Corrente.....	45
2.2.2- O movimento da conta Capital.....	49
2.3- O Real e o Balanço de Pagamentos- análise trimestral.....	58
2.3.1- 1994: reversão do saldo da Balança Comercial.....	58
2.3.2- Análise para 1995.....	61
2.3.3- Análise para 1996.....	66
2.3.4- Análise para 1997.....	71
2.4- A Precarização do Financiamento Externo .....	80

## Capítulo III

<i>Plano Real , a armadilha dos juros e o desequilíbrio financeiro do setor público.....</i>	90
3.1- Abertura financeira, sobrevalorização e o limites de ação das Autoridades Monetárias –impacto sobre os juros.....	90
3.1.1- O Risco Brasil, risco de câmbio e a possibilidade de arbitragem de juros.....	91
3.1.2- O movimento do Cupom Cambial da Ásia.....	96
3.1.3- O cupom no início de 1997 – o estancamento da queda.....	107
3.1.4- O crescimento do Risco Brasil e do Risco de câmbio – a ascensão das taxas de juros.....	111
3.2- A armadilha sobre a dívida pública.....	126
<b>Considerações finais.....</b>	<b>137</b>

## Tabelas

Tabela I-1: Banda cambial-evolução da margem: 1995/1999.....	25
Tabela I-2: Cronograma de reduções tarifárias: 1991-94.....	28
Tabela I-3: Evolução das tarifas nominais: 1988/95 .....	28
Tabela II-1: Saldo em transações com o exterior: 1980/1989.....	40
Tabela II-2: Saldo em transações com o exterior: 1990/1997.....	43
Tabela II-3: Balanço de pagamentos sintético: 1990/1997.....	45
Tabela II-4: Balança comercial, serviços fatores, transações correntes como proporção do PIB: 1990/1997.....	46
Tabela II-5: Relação serviços não fatores / exportações: 1990/1997.....	48
Tabela II-6: Conta capital sintética : 1992/1997.....	52
Tabela II-7: Conta de investimento sintética : 1992/1997.....	52
Tabela II-8: Investimento direto – ramo de atividade:1995-1997.....	54
Tabela II-9: Investimentos diretos-privatização:1995-1998.....	55
Tabela II-10: Conta de empréstimos sintética : 1992/1997.....	56
Tabela II-11: Saldo das transações correntes trimestral: 1994.....	59
Tabela II-12: Saldo da conta capital trimestral: 1994.....	60
Tabela II-13: Saldo das transações correntes trimestral: 1995.....	63
Tabela II-14: Saldo da conta capital trimestral: 1995.....	65
Tabela II-15: Saldo das transações correntes trimestral: 1996.....	67
Tabela II-16: Saldo da conta capital trimestral: 1996.....	70
Tabela II-17: Saldo das transações correntes trimestral: 1997.....	73
Tabela II-18: Saldo da conta capital trimestral: 1997.....	75
Tabela II-19: Necessidade de financiamento externo: 1995-1998.....	81
Tabela II-20: Investimento de portfólio: 1995-1998.....	84
Tabela II-21: Capitais de curto prazo:1995-1998.....	86
Tabela III-1: Desvalorizações reais do câmbio: 1995/1998- relação com o IPA-DI.....	96
Tabela III-2: Desvalorizações reais do câmbio: 1995/1998.....	97
Tabela III-3: Juros reais da taxa básica: over/selic (%).....	99
Tabela III-4: Evolução das taxas básicas de juros (a m) : 1994/1998.....	101
Tabela III-5: Cupom cambial: 1994/1998.....	105
Tabela III-6: Perdas de reservas na crise asiática – 1997.....	110
Tabela III-7: Posição de câmbio:fechamento mensal- 1997/1998.....	112
Tabela III-8: Transferências líquidas: livre + flutuante :1997/1998.....	113
Tabela III-9: Compras líquidas do bacem: 1997/1998.....	114
Tabela III-10: Cupom Cambial: 1994/1998.....	118
Tabela III-11: Preços do C-Bond.....	119
Tabela III-12: Juros reais da taxa básica: over/selic (%) – 1997.....	120
Tabela III-13: Taxas referenciais dos juros básicos da economia-1998.....	122
Tabela III-14: Juros reais da taxa básica: over/selic (%) – 1998.....	122
Tabela III-15: Perdas de reservas na crise russa – 1998.....	124
Tabela III-16: Déficit público: 1990/1998.....	127
Tabela III-17: Participação dívida pública por indexador: 1994/98.....	129
Tabela III-18: Dívida pública trimestral por indexador:1997.....	132
Tabela III-19: Dívida mobiliária por indexador:1998.....	134

## **Quadros**

Quadro I-1: Legislação da posição de câmbio dos bancos: 1989/1994.....	16
Quadro I-2: Acesso dos não residentes às modalidades de investimentos estrangeiros no mercado financeiro do país.....	30
Quadro I-3: Investimentos brasileiros no exterior.....	34
Quadro I-4: Tipos de títulos lançados no exterior.....	35
Quadro I-5: Legislação básica: capital estrangeiro.....	37
Quadro III-1: Atuação do banco central em 28/7/97.....	117
Quadro III-2: Posição de hedge: 12/01/99.....	136

## **Gráficos**

Gráfico I-1: Taxa de câmbio real efetivo: 1990/1994.....	17
Gráfico I-2: Câmbio comercial-julho/dezembro: 1994.....	20
Gráfico I-3: Taxa de câmbio e bandas cambiais: julho 1994 /dezembro 1998.....	23
Gráfico II-1: Exportações e importações: 1990/1998.....	46
Gráfico II-2: Investimento direto: 1994-1998.....	54
Gráfico II-3: Necessidade de financiamento externo: 1995-1998.....	82
Gráfico II-4: Investimentos em portfólios: 1995-1998.....	85
Gráfico II-5: Capitais de curto prazo: 1996-1998.....	88
Gráfico III-1: Cupom Cambial (to) 95/97.....	106
Gráfico III-2: Comportamento das reservas: 1997/1998.....	109
Gráfico III-3: Entrada e saída de divisas na economia: 1997/1998.....	115
Gráfico III-4: Atuação do Banco Central no câmbio: 1997/1998.....	115
Gráfico III-5: Cupom Cambial: 1997-1998.....	121

## ***INTRODUÇÃO***

Nos anos 70, com o final do padrão dólar-ouro e a adoção de taxas de câmbio e juros flutuantes, fica explícita a questão da possibilidade de ajustes abruptos e inesperados no câmbio.

No início dos anos 80, a política adotada pelo Estados Unidos foi a do dólar forte, que trabalhava com uma valorização excessiva dessa moeda e altas taxas de juros, estratégia que causou uma crise de liquidez sem precedentes nos mercados internacionais de capitais. O crescimento das taxas de juros jogou o ônus do ajuste sobre os devedores - especialmente para os países da América Latina. Consequentemente, tendo em vista as dificuldades de pagamento que se estabeleceram, geraram-se impactos sobre os bancos credores que haviam avançado recursos através de créditos consorciados. Segundo a perspectiva da resolução da problemática do pagamento das dívidas externas dos países devedores, as políticas de ajuste defendidas pelo FMI pregavam a geração de superávits comerciais para pagar o serviço da dívida, o que transformou estes países em exportadores líquidos de recursos reais, em detrimento do crescimento do mercado interno.

A partir da segunda metade dos anos 80, a desvalorização do dólar (política do dólar fraco), articulada a novos mecanismos financeiros que envolveram esquemas de *hedge*, bem como à emergência dos investidores institucionais enquanto principais detentores de liquidez, geram uma situação diferente. Estes fatores, aliados a processos de desregulamentação de mercados e de interrelação entre os mercados de créditos e de capitais, engendraram um excesso de liquidez, em busca de valorização.

Nessa configuração, a política de ajuste indicada para os países da América Latina passou a prescrever a necessidade de absorção de recursos externos com altas taxas de arbitragem, o que transformou esses países em absorvedores de capital financeiro. Nesse contexto estavam articuladas as políticas de ajuste da América Latina, vinculadas especialmente ao receituário do chamado “Consenso de Washington”.

Essas diretrizes foram colocadas pelos membros dos organismos internacionais de financiamento (FMI, BID, Banco Mundial), funcionários do governo americano e economistas latino-americanos, em reunião realizada em 1989.

A característica principal dessas conclusões, apesar da reunião não possuir um caráter deliberativo, foi a de que os países latino-americanos perderam a década de 80, não por terem implementado as políticas defendidas pelos organismos internacionais, mas por sua execução ter sido realizada de forma incorreta e/ou incompleta.

As propostas que surgiram do “Consenso” mostram que as indicações a serem seguidas pelos países devedores devem seguir na direção de uma drástica redução do Estado e da abertura total e irrestrita dos mercados. Dentre as propostas, destacam-se:

- a) disciplina fiscal com o objetivo de obter um superávit primário com um déficit operacional no máximo de 2% do PIB;
- b) reforma fiscal com ampliação da base tributária;
- c) disciplina monetária e liberalização de financiamento com o objetivo final de determinação da taxa de juros pelo mercado, mas com uma taxa real moderada.;
- d) taxa de câmbio unificada pelos países e fixada em um nível competitivo, mas aceitando alguma sobrevalorização momentânea como componente de programas de estabilização;
- e) liberalização comercial;
- f) privatização das estatais;
- g) desregulamentação que garanta a livre concorrência.

Em suma, segundo a concepção do Consenso de Washington, “...o programa de reformas políticas acima delineado...pode ser resumido como prudência macroeconômica, liberalização microeconômica e orientação externa...” (Williamson, 1992: 45).

As concepções indicadas acima se aliam à perspectiva de que as diferentes nações deveriam implementar políticas que garantissem suas respectivas inserções no novo contexto internacional, através do maior grau de abertura das economias e da desregulamentação dos mercados. Estas indicações combinaram de tal forma com as transformações econômicas e políticas das últimas décadas - globalização dos mercados e derrocada do socialismo real, dentre outras - que sua aceitação parecia inquestionável.

Apesar da grande repercussão desse receituário, é importante perceber que a liberalização comercial e a redução de participação do Estado na economia não foram tão drásticas nos países centrais, contrariamente ao que ocorreu na América Latina. Nesses

países as políticas têm sido implementadas com menor resistência, com resultados nefastos, conforme podemos apreender pelas crises recentes.

Na verdade, o receituário que advoga a perspectiva de abertura e queda de participação do Estado foi implementado integralmente e, pela primeira vez, na década de 70, em países como Chile (1973), Uruguai (1974) e Argentina (1976). Na metade dos anos 80, o México seguiu o exemplo logo após decretar a moratória de sua dívida externa em 1982. Em 1994, a economia mexicana enfrentou nova crise, provocada justamente por sua estratégia específica de inserção em um novo contexto de maior integração dos mercados financeiros. A abertura comercial e financeira do país provocou uma enorme dependência de capitais extremamente voláteis, deixando a economia extremamente vulnerável. A fuga desses capitais, em determinado momento, fez com que a economia mexicana declarasse sua incapacidade de saldar os seus compromissos, evidenciando os riscos de sua exposição aos desígnios dos capitais financeiros internacionais.

Até 1991, o Brasil não tinha ainda implantado o referido programa, mesmo considerando a adoção da abertura comercial durante o governo liderado por Fernando Collor de Mello. Na verdade, a abertura da economia (comercial e financeira) estava se iniciando (especialmente a comercial), mas não tinha chegado aos patamares que atingiram após o Plano Real.

O governo eleito em 1994, capitaneado por Fernando Henrique Cardoso, deu continuidade à política de estabilização iniciada por Itamar Franco que defendia a política anti-inflacionária como pré-requisito para a retomada do crescimento. As "reformas" indicadas pelo Consenso de Washington foram consideradas fundamentais como meio de obter a "retomada do desenvolvimento". A abertura comercial e a financeira estavam no centro do diagnóstico da retomada e indica-se a necessidade de privatizações, sendo assumida a perspectiva de que os ajustes necessários seriam realizados "pelo mercado".

A partir do diagnóstico defendido pelos propositores do Plano Real e levado adiante após a política de estabilização, pretendemos destacar que a estratégia de abertura comercial e a financeira não leva automaticamente à volta do crescimento, especialmente se estes elementos se articulam à valorização cambial (nominal e real) que se permite estabelecer com o intuito de garantir o sucesso do plano de estabilização.

Dentro dessa perspectiva, o objetivo de nosso trabalho é fazer uma análise do plano de estabilização e de seus desdobramentos posteriores, levantando alguns aspectos que nos permitam destacar que a estratégia adotada acaba por conformar "armadilha macroeconômica", que envolve os impactos nocivos sobre o balanço de pagamentos, sobre a dívida pública e sobre o crescimento econômico.

No que tange à armadilha, de um lado, pretendemos mostrar que a articulação da abertura econômica com câmbio valorizado acaba por gerar desajustes cumulativos no balanço de pagamentos, que vão aumentando sobremaneira a dependência financeira; de outro, evidenciar que esta cresce, alcançando grandes patamares de recursos e gerando uma situação de forte vulnerabilidade, especialmente considerando que grande parte dos capitais ingressantes pode sair rapidamente do país.

Adicionalmente, mostraremos que são gerados também desajustes cumulativos resultantes da correlação entre câmbio e juros que se estabelecem. Iremos destacar que estas são variáveis correlacionadas, fundamentais para o fechamento das contas externas e que o seu manejo fica na eterna dependência do movimento de capitais externos (especialmente os especulativos), exigidos para fechar o balanço de pagamentos e da necessidade de contenção do crescimento econômico para controlar o ingresso de importações. A armadilha que destacaremos, a partir desta articulação, é a do crescimento explosivo da dívida pública, por razões eminentemente financeiras. Nesse caso, daremos destaque à problemática de rolagem da dívida pública e do crescimento explosivo do déficit operacional.

Para desenvolver essa perspectiva, no capítulo I, iremos retomar o diagnóstico e a implementação do Plano Real, dando destaque à articulação da abertura comercial e a financeira com a sobrevalorização cambial. Esse será um capítulo essencialmente descritivo onde veremos a questão do estabelecimento das variáveis que iremos interrelacionar nos demais: abertura comercial e a financeira e sobrevalorização. Para tal, neste capítulo levantaremos as principais medidas de abertura comercial e financeira. Quanto à valorização do câmbio, retomaremos o período anterior ao Plano para mostrar que, antes dele, não se havia consolidado um movimento nesse sentido. A idéia é destacar que, durante o mandato de Fernando Collor de Mello, estabeleceu-se certo movimento de valorização do câmbio que, na média do período, foi neutralizado. Cabe observar que, em

nosso trabalho, não entraremos no debate teórico que envolve a adoção de câmbio fixo ou flexível, pois o nosso propósito é o de levantar essencialmente os resultados da política adotada. Para indicar o movimento de sobrevalorização, faremos uma periodização, indicando que esta ocorreu, fundamentalmente, quando o Banco Central se eximiu de atuar no mercado cambial quando do forte ingresso de recursos no início do Plano. Posteriormente, indicaremos que se passa, paulatinamente, a controlar o câmbio, instituindo-se o sistema de bandas. Nesse capítulo não faremos qualquer análise correlacionando câmbio e juros, câmbio real ou cupom cambial, o que será feito apenas no capítulo III.

O segundo capítulo irá mostrar como a interrelação entre abertura econômica e câmbio valorizado teve impactos perversos sobre o balanço de pagamentos, gerando forte fragilidade e aumentando a dependência financeira com o exterior. Primeiramente, faremos uma análise do balanço de pagamentos entre 1994 e 1997, a partir de dados anuais, para mostrar o crescimento explosivo do Déficit em Transações Correntes e a forma como este foi financiado. Tanto os dados de Transações Correntes, quanto os da conta Capital serão detalhados, para podermos visualizar quais os principais componentes de cada uma das contas. Posteriormente, detalharemos os mesmos, ano a ano, a partir de dados trimestrais, para mostra como foi sendo feito o manejo do fechamento do Balanço de Pagamentos, que vai exigindo cada vez mais recursos. Nesse sentido, destacaremos que as necessidades de financiamento são crescentes, mesmo considerando o forte ingresso de Investimentos Diretos. Devemos lembrar que, grande parte do ingresso de capitais é suprido por capitais eminentemente voláteis que, aliás, levam em conta indicadores que vão se deteriorando. Cabe observar que, neste segundo capítulo, faremos um levantamento referentes aos dados de Balanço de Pagamentos. A periodização considera os movimentos dos impactos iniciais da crise da Ásia, no entanto, aqui não estaremos tratando da questão da articulação desses impactos sobre o câmbio e os juros. Este assunto será tratado apenas no capítulo III, quando far-se-á uma análise da questão da arbitragem de juros e do Cupom Cambial

No capítulo terceiro, discutiremos como a abertura econômica e o câmbio valorizado se articulam com a questão do manejo dos juros. Pretendemos mostrar que essa forma de articulação gera impactos cumulativos sobre o déficit público. Primeiramente, destacaremos os limites da atuação das Autoridades Monetárias em condições de aberturas

comercial e financeira, em conjunção com a manutenção de uma política que envolve a contenção da desvalorização cambial. Iremos mostrar como os juros são dependentes da articulação entre Risco de Câmbio e Risco Brasil e de como estes juros devem ser mantidos altos, tanto para oferecer um alto Cupom Cambial quanto para gerar um movimento recessivo, capaz de segurar o crescimento econômico e portanto as importações. Para tal, neste capítulo iremos fazer uma análise do movimento do Risco de Câmbio e do Risco Brasil articulando esta questão com o manejo do cupom cambial. A partir do destaque da necessidade da contínua manutenção de juros altos mostraremos que a armadilha que se monta para além dos impactos sobre a indústria (que não serão aqui analisados), dirão respeito ao crescimento rápido da dívida pública para cobrir essencialmente o explosivo déficit operacional que passa a prevalecer. Nesse momento, faremos um estudo acerca do crescimento do déficit operacional e do crescimento da dívida mobiliária. Mostraremos que esta cresce velozmente, atingindo altos patamares, e que a forma de financiamento do déficit também vai se problematizando (títulos pré-fixados; títulos pós-fixados SELIC e cambiais). Com os dados levantados, pretendemos destacar que o rápido crescimento do déficit é fundamentalmente resultante das políticas adotadas.

## CAPÍTULO I

### **PLANO REAL, A IMPLANTAÇÃO E SUAS PRINCIPAIS ARMAS**

#### **1.1 - O DIAGNÓSTICO DO PLANO REAL E A SUA IMPLANTAÇÃO**

Os anos 80 foram considerados como a década perdida, na medida em que a economia sofreu de inflação crônica, não conseguiu apresentar uma trajetória de crescimento sustentada e teve, ainda, ampliados os seus desequilíbrios internos e externos. O fracasso das políticas ortodoxa e heterodoxa, implementadas na década em questão, acrescido das transformações ocorridas no interior da ordem Capitalista mundial, (que ampliou o fosso existente entre os países em desenvolvimento e países desenvolvidos), constituíram-se em fatores determinantes para que o país procurasse uma nova estratégia de desenvolvimento.<sup>1</sup>

Um dos principais teóricos identificados com o discurso oficial, FRANCO(1996), passou a atribuir a responsabilidade pela crise da economia, nos anos 80, à “*perda do dinamismo do modelo de substituição de importações*”. Considera que as políticas comerciais e industriais, ao procurarem proteger o mercado interno, acabaram por cristalizar a “ineficiência”. Aponta que o desiderato da auto-suficiência e a importância da geração de saldos comerciais concorreram para a marginalização do país no processo da globalização, segundo o arcabouço indicado pelo Consenso de Washington.

Segundo Franco (1996, pp 10 ) " *a perda de posição do Brasil, no contexto do investimento direto internacional, tem que ver com instabilidade macroeconômica interna e também a continuidade de políticas industrial e comercial inconsistentes com as tendências internacionais. Sem dúvida, o atraso para pegar o bonde da globalização se deve ao viés pró-mercado interno (pró substituição de importação) das políticas locais, cuja ênfase esteve sempre associada à noção de auto-suficiência e à constituição de superávits comerciais*".

Nessa concepção, seria fundamental acabar com políticas mais diretas do governo, com o intuito de facilitar o crescimento do mercado interno: acabar com subsídios, com políticas de incentivos setoriais e com políticas cambiais que visassem facilitar a produção doméstica. Segundo esta concepção "*uma economia protegida, o mundo empresarial reluta em dedicar recursos escassos em qualidade e produtividade quando não há necessidade disso, isto é, pode-se ganhar dinheiro sem fazer força num mercado não contestável*" (Franco, 1996, pp 16 ).

'Partindo dessa premissa, a idéia é que somente com a abertura comercial e a financeira, abrindo o país ao mercado externo, poderia levá-lo a uma forte concorrência que impactaria sobre a produtividade, resultando em produtos melhores e mais baratos. "*A abertura é a base para a construção de um modelo de crescimento, para os próximos anos, que permita que o Brasil dê um salto qualitativo e consequente em termos de padrão de vida de sua população*" (Franco, 1996, pp 18 ).

Adicionalmente, a abertura serviria para o ingresso de empresas estrangeiras que, entrariam com um viés exportador e, num segundo momento, reverteriam o movimento (inicialmente deficitário) da balança comercial.

"Segundo essa concepção, as empresas Transnacionais (ETNs) teriam um papel fundamental a desempenhar dentro da estratégia do Plano Real, uma vez que estas representam o principal agente do processo de globalização.' Destaca-se que a própria estratégia das empresas nacionais, na atualidade, teria se modificado. Na década de sessenta, estas empresas apresentavam uma propensão a exportar bem aquém da média internacional, sendo que, nos anos 60, os coeficientes de importação e exportação das filiais estrangeiras não se diferenciavam muito dos coeficientes de empresas nacionais. Além do que, isso teria se modificado nos anos 80, quando verifica-se o aumento do diferencial da propensão a exportar, entre as empresas domésticas e estrangeiras, por força dessas últimas terem realizado um esforço maior de inserção dentro do processo de globalização.

O argumento é o de que a consolidação da estabilização e a reversão das políticas comerciais, principalmente a partir da introdução do Real, abririam novas perspectivas para as empresas estrangeiras instaladas no país. Dentro dessa concepção, estava implícita a hipótese de que os investimentos diretos estrangeiros contribuiriam de forma decisiva, tanto para alavancar as exportações quanto para imprimir um crescimento auto-sustentado da

economia brasileira. O primeiro, pelo incremento da propensão a exportar, que a abertura comercial propiciaria. O segundo, por conta do aumento da entrada de empresas estrangeiras no país, devido a maior estabilidade da moeda.

Assim, a proposta envolve o aprofundamento da política de abertura iniciada com o Plano Collor. Apesar do objetivo não ter sido o de gerar déficit na balança comercial, esse, mais tarde, passou a ser considerado um fator positivo. Por sua vez, ao propiciar o aumento da produtividade da economia e redução do mark-up, permitiria desencadear um processo de reestruturação da economia. (A partir da consolidação dessa nova dinâmica, seria possível o país manter a estabilidade macroeconômica, reduzir sua vulnerabilidade externa e conseguir uma trajetória de crescimento a longo prazo. Foi, então, dentro desta perspectiva, que o Plano Real foi concebido e aprofundado.)

Em termos do combate à inflação, detectava-se que essa tinha um caráter inercial e para combatê-la foi pensada uma complexa reforma monetária.<sup>1</sup> Diante do fracasso dos Planos Collor I e II de conter a inflação, ficou patente, para as autoridades econômicas, que os programas de estabilização que seguiam a orientação da corrente do “Choque Heterodoxo”, estavam fadados ao insucesso. Isto ocorria tanto na consideração da vertente que contempla somente o controle de preços ( Cruzado / Bresser / Verão / Collor II) quanto na sua vertente que adiciona o sequestro dos ativos financeiros (Collor I).

Nesse sentido, procurou-se uma nova alternativa de implementação dos programas heterodoxos que evitassem os sobressaltos do controle de preços, incluindo o câmbio (Cruzado / Verão ), ou não, ( Bresser / Collor I e II). Essa nova corrente que se estabelece leva em conta a idéia de conduzir a indexação ao extremo.

Segundo ARIDA e RESENDE ( 1985), o equívoco do “Choque Heterodoxo” estava no fato de que seria impossível praticar o congelamento de preços, no contexto de um processo de inflação crônica. Destacavam que, no momento do descongelamento de preços, tenderia a ocorrer uma aguda reaceleração do aumento dos preços.

Consideraram, ainda, que a força da manutenção da hiperinflação está no fato de que essa espontaneamente, realiza a tarefa de encurtamento dos contratos. Por esse expediente, mina-se o conflito distributivo que existe por detrás da inflação inercial, na medida em que deixa de fazer sentido a demanda por reposição de valor referente à perda do poder aquisitivo. Nessa perspectiva de análise, na ausência de uma hiperinflação, a reforma

monetária que contemple uma moeda indexada poderia realizar igualmente esta tarefa. Assim, a introdução da moeda indexada na economia - que pela proposta original dos autores conviveria com a moeda antiga - teria a incumbência de concretizar a redução generalizada dos contratos em geral da economia.<sup>1</sup>

No governo de Itamar Franco, o planejamento do novo plano de estabilização foi pensado para ser implementado por etapas, para descaracterizar o programa como tendo o caráter de um choque heterodoxo, que tinha prevalecido em relação a todos os anteriores, além de permitir uma melhor assimilação por todos os agentes econômicos. Esse movimento está de acordo com a concepção da análise inflacionária inercialista.

Como se sabe, a inflação possui a propriedade de destruir as funções da moeda seqüencialmente: primeiro, debilita sua capacidade de servir como reserva de valor, em seguida, afeta sua condição de unidade de contal e, por último, reduz seu poder de servir como meio de pagamento. No caso brasileiro, após uma longa convivência com um processo inflacionário crônico, as duas primeiras funções ficaram comprometidas.

<sup>1</sup> Levando em consideração a análise da inflação inercial, FRANCO (1995) comenta que a reforma monetária teria de percorrer o caminho inverso do processo que conduziu à deterioração da moeda nacional. Por conseguinte, a URV (Unidade Real de Valor) representaria o instrumento por meio do qual se devolveria à moeda nacional a função de unidade de contal. Na etapa seguinte, esse instrumento passaria a ser dotado do atributo reserva de valor, com a sua transmutação para o Real.<sup>1</sup>

Para que a URV de fato pudesse restaurar a função da moeda de unidade de conta, a mesma teria que ter condição de servir de indexador único da economia. Realmente, a medida provisória que a instituiu estabeleceu que a URV teria o seu uso compulsório e que todos os preços e contratos da economia teriam que ser convertidos para o novo padrão monetário, sendo essas alterações fixadas em lei.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Torna-se importante reter que a URV, ao se transformar no único indexador da economia, cumpria o desiderato do programa heterodoxo, na vertente da "Moeda Indexada". Pela ótica do Plano Real, a inflação inercial seria eliminada por intermédio da generalização da indexação da economia. Isso se daria porque esse mecanismo "apagaria" a memória inflacionária dos agentes econômicos, permitindo o desaparecimento do conflito

distributivo que estaria na raiz do problema que conduz ao movimento sistemático do aumento de preços.

A diferença em relação à corrente da moeda indexada ficaria por conta do fato de que, na versão do Real, não haveria a necessidade do incômodo de a economia conviver com duas moedas: moeda indexada e moeda antiga.

Além da implantação da reforma monetária se dar em dois estágios, destacava-se ainda a necessidade de um estágio anterior: aquele que envolveria o ajuste fiscal. Destacava-se a necessidade de equilibrar o orçamento fiscal ex ante (Bacha, 1997), através de cortes profundos na proposta orçamentária para 1994. A idéia era a de que o governo federal deveria estar em situação de executar as despesas orçadas sem precisar das receitas geradas pela inflação.<sup>1</sup> Expliquemos: “Tradicionalmente o orçamento federal era aprovado com um grande déficit, mas como as despesas eram fixadas em termos nominais enquanto os impostos eram indexados ao nível de preços, a inflação contribuía para fechar o hiato entre despesa e receita” (Bacha, 1997, pp19). Na verdade, o equilíbrio era desnecessário, pois a inflação gerava um montante de recursos adicionais através do imposto inflacionário. De qualquer forma, neste caso, o governo se tornava dependente da inflação para fechar suas contas. Assim, antes da reforma monetária, deveria haver um ajuste fiscal.

Neste sentido, o plano Real foi concretizado em três fases, a saber:

- 1) Plano de Ação Imediato (PAI);
- 2) A introdução da Unidade de Referência de Valor (URV);
- 3) A introdução do Real ( emissão da nova moeda).

A primeira fase, compreendida entre junho de 1993 e fevereiro de 1994, foi marcada pela tentativa de se fazer uma ancoragem fiscal. O referido governo propôs, através do PAI, anunciado em junho de 1993, viabilizar a recuperação financeira do Estado, pois se considerava fundamental o ajuste fiscal, que de fato servisse de âncora para os programas de estabilização.

Com o PAI, as autoridades esperavam ir muito além de um simples ajuste fiscal que contemplasse, além do aumento das receitas, o corte dos gastos públicos. Por esse mecanismo, esperava-se realizar um efetivo combate à sonegação, terminar com a

inadimplência dos estados e municípios e exercer um rígido controle dos bancos estaduais e federais. Por fim, as privatizações representavam o principal componente do projeto, por onde esperava-se concretizar o desiderato de reduzir o tamanho de Estado. Essa concepção, portanto, está em consonância com as indicações constantes no Consenso de Washington.

Apesar da proposta de reforma tributária, o período foi marcado por uma forte conturbação política, que teria culminado no final de 1993, com uma crise no legislativo, com a instalação de uma CPI do Orçamento, além da condenação do ex-presidente Collor e da prisão do seu tesoureiro. Por conseguinte, o PAI foi totalmente reformulado, tendo como pilar somente o Fundo Social de Emergência (FSE). Constituído de, em princípio, 15% de receitas provenientes de todos os impostos e contribuições federais e de um adicional de 5%, cuja incidência recaia também sobre todos os impostos e municípios.

A URV deveria ser implantada só depois de consolidado o ajuste fiscal e concluído o processo de revisão constitucional, mas isso não ocorreu.

**A segunda fase** se iniciou através da medida provisória nº 434, que instituiu a Unidade Real de Valor, ao final de fevereiro de 1994 e que estendeu-se até início de julho do mesmo ano, quando foi realizado a emissão do Real. Portanto, o lançamento da URV durou exatamente quatro meses, sendo que ele ocorreu antes mesmo que o Congresso promulgasse o Fundo Social de Emergência. Ademais, o próprio processo de revisão constitucional foi alterado em seu conteúdo.

Na medida em que existia a pretensão de emitir moeda estável, o governo decretou que haveria uma paridade fixa entre a moeda vigente na época (Cruzeiro Novo) e a URV. Contudo, para efeito de cálculo da paridade entre ambos, que seria diário, foi estabelecido que a URV deveria ser calculada com base na média aritmética de uma cesta de índice: IGP-M/FGV; IPCA-E/IBGE e IPC-FIPE. Desse modo, as autoridades esperavam ter o trabalho da URV facilitado como parâmetro da quebra da inércia inflacionária.

Porém, o mesmo critério não prevaleceu para a determinação do câmbio, uma vez que não foi fixada uma paridade rígida entre a URV e o dólar. Ao contrário, o novo indexador iria refletir a variação da mencionada cesta de índice e seu valor em Cruzeiro Reais é que seria o parâmetro para a negociação com o dólar. A explicação para esta atitude

para com a política cambial se deve ao fato de que o governo ganharia maior liberdade para a sua condução, no sentido de corrigir possíveis desequilíbrios na balança comercial.

A hipótese de o governo manter uma relação fixa entre o dólar e o Real, na etapa seguinte, gerou expectativas entre os agentes, no sentido de haver uma eventual aceleração das minidesvalorizações diárias do cruzeiro real e o dólar, no período de vigência da URV. Neste sentido, o Banco Central foi obrigado a intervir no mercado cambial, a fim de conter tais movimentos especulativos. Neste período, a discussão girou em torno da possibilidade de o governo manter uma paridade fixa entre o dólar e o real, ou ,alternativamente, estabelecer o sistema de bandas cambiais.

**A terceira fase** ocorreu em 1/7/94 e se estabeleceu a partir da troca completa da moeda velha pelo Real

A medida provisória nº 542 inaugurou essa fase, estabelecendo ainda uma paridade unitária entre o dólar e o real ao nível do preço de venda. Entretanto, logo em seguida, o governo deixou de efetuar intervenções no câmbio, permitindo desse modo que a taxa flutuasse livremente no mercado.

Na perspectiva do Plano, o processo de desindexação deveria vir em seguida à reforma monetária. Só que essa desindexação, além de ter começado somente em 1995, foi bastante desigual . Na verdade, o alvo principal foram os salários (Tavares, 1998, pp106 ), sendo que os do setor público não foram reajustados e os do setor privado ficaram vinculados `a livre negociação, ficando vedada qualquer indexação. Paralelamente, os impostos e contratos permaneceram indexados, inclusive com correção monetária explícita.

Efetivamente, a originalidade do plano foi a introdução da indexação diária dos salários, câmbio no varejo e contratos em geral e provocou, de início, uma aceleração da inflação, de forma programada com coexistência de duas moedas: a velha e a URV (implementada em 27 / 02 / 94). Após a implantação da reforma monetária, o que permitiu efetivamente o sucesso do plano foi a sobrevalorização nominal do câmbio em condições de abertura econômica, que permitiu a queda dos preços ao consumidor dos bens comercializáveis (Tavares, 1998, pp 107 ).

Conforme indicam vários analistas, a principal arma da política de estabilização foi a adoção da aberturas econômica e financeira, articulada à sobrevalorização cambial e juros

altos, que articulou a todo um movimento de retirada do Estado, quer seja em políticas mais explícitas para setores determinados, quer seja através do movimento de privatizações.

Apesar de considerar que o movimento de aberturas comercial e financeira já vinha iniciando sua gestão anteriormente, o que queremos destacar que ele se aprofunda com o Plano Real e que a sobrevalorização da moeda só ocorre a partir deste plano .

Na verdade, um dos elementos centrais, que permitiu impactos imediatos da política adotada sobre os preços, foi a conjugação da abertura econômica com sobrevalorização cambial. O câmbio representa um dos pilares básicos para a estabilização de preços no Plano Real. A sobrevalorização está em consonância com o próprio diagnóstico do Plano. De fato, a abertura comercial, articulada ao câmbio valorizado, tornava os produtos brasileiros mais caros em relação aos internacionais. O objetivo era justamente o de permitir uma grande entrada de produtos externos para forçar as empresas brasileiras a reduzir custos e aumentar a produtividade.

Postas as linhas gerais que definiram a implantação inicial do plano, veremos quais as principais atuações institucionais que o consolidaram: a sobrevalorização cambial, a abertura comercial, a abertura financeira.

## ***1.2-A SOBREVALORIZAÇÃO CAMBIAL***

### ***1.2.1- A liberalização do regime cambial no período anterior ao Plano Real - o movimento de idas e vindas***

Com o advento dos militares no poder, em 1968, o dólar passou a ser unificado e administrado pelas Autoridades Monetárias. Desse modo, desde essa época até o final de 1988, o sistema cambial brasileiro convive com dois segmentos: o oficial, cujas taxas de câmbio eram fixadas pelas Autoridades Monetárias e o paralelo, onde as cotações ficavam sendo determinadas pelo mercado.

Em 1989, estabelece-se uma mudança importante, ocorrida no período imediatamente posterior a mais uma tentativa frustrada de combate à inflação: o Plano Verão. A volta da inflação gerara uma expectativa de maxidesvalorização, entre os agentes do mercado, quando o ágio do paralelo sobre o oficial chegou a atingir o patamar de 100%. Nesse contexto, é que devemos procurar entender a tentativa de criação do mercado de taxas

flutuantes (Resolução 1.552, de 22 de dezembro de 1988, regulamentada pela Circular 1.402, de 02 de janeiro de 1989). A idéia era introduzir instrumentos a partir dos quais diversas operações que anteriormente cursavam o mercado paralelo passassem a ser regulamentadas pelo Banco Central, que as administraria. A proposta era a de que o sistema cambial passaria a conta com dois segmentos: o das taxas administradas e o das taxas flutuantes.

Com as medidas acima mencionadas, as Autoridades Monetárias estavam procurando reduzir o diferencial do *spread* entre os dois segmentos.

A posse de Fernando Collor de Mello, em 15 de março de 1990, de fato vai inaugurar uma nova etapa, em que vai prevalecer uma política pró-desregulamentação, por onde se procura ampliar a inserção do país à economia internacional, por intermédio de um amplo movimento de liberalização comercial e financeira.

Na área cambial, a imposição por parte das Autoridades Monetárias, relativa aos limites de posição comprada e vendida, a que devem estar submetidas as instituições credenciadas a operar em câmbio, constituiu-se em importante elemento da determinação da taxa de câmbio. Estas informações estão disponíveis no Quadro I-1.

No que tange ao aspecto da determinação da taxa da moeda estrangeira, a Resolução 1.690, de 18 de março de 1990, que substituiu o segmento de taxas administradas pelas taxas livres, representou um novo marco, na medida em que o Banco Central transferiu para o mercado a responsabilidade de confrontar a oferta e demanda de divisas no segmento comercial.

Cabe esclarecer que, em consonância com a perspectiva de instituir o segmento de Câmbio flutuante, a Resolução acima mencionada determinou que as instituições credenciadas a operar em carteira de câmbio, podiam adquirir divisas em quantidade ilimitada. Porém, logo depois, com a Circular 1.684, de 20 de março de 1990, procurou-se atenuar esta perspectiva, restabelecendo o volume que vigorava anteriormente, conforme indicado pelo Quadro I.1.

Já antes de Fernando Collor de Mello, verificava-se a dificuldade de condução da política monetária no que tange ao controle de liquidez imediata que os ativos financeiros tinham adquirido, principalmente ao logo dos anos 80. Um dos debates na época era o de

que, nestas circunstâncias e diante da escalada da inflação, não havia tempo hábil para a realização de um ajuste fiscal (Maia, 1991).

### QUADRO I-1

#### LEGISLAÇÃO DA POSIÇÃO DE CÂMBIO DOS BANCOS:1989/1994

Em US\$

Legislação	Data	Câmbio Administrado		Câmbio Flutuante	
		Posição	Comprada	Vendida	Posição
Circular 1.483	15/03/89	1 Milhão	1 Milhão	1 Milhão	1 Milhão
Resolução 1.690	18/03/90	ilimitada	5 Milhões	ilimitada	1 Milhão
Circular 1.684	20/04/90	1 Milhão	1 Milhão	1 Milhão	1 Milhão
Circular 2.025/6	27/08/91	2 Milhões	20 Milhões	2 Milhões	10 Milhões
Circular 2.149	01/04/92	2 Milhões	10 Milhões	2 Milhões	5 Milhões
Circular 2.344	21/07/93	10 Milhões	5 Milhões	10 Milhões	2,5 Milhões

Fonte Elaborado a partir de Pires (1996)

A solução encontrada, nesta época, pelas autoridades econômicas do governo empossado foi a retenção de cerca de 80% dos ativos financeiros de toda a economia. Esperava-se que, com o estancamento da maior parte da liquidez, alocada no Banco Central, seria devolvida à política monetária sua capacidade de servir de instrumento de estabilização econômica.

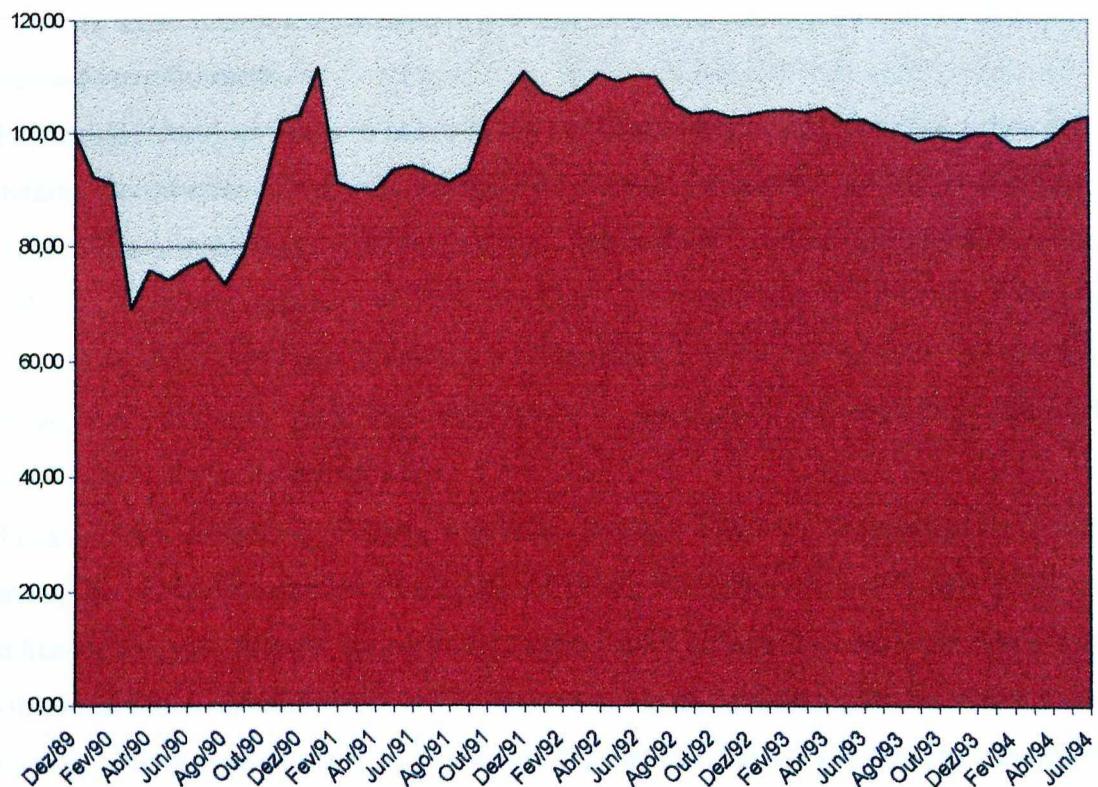
Diante destes fatos, a introdução do câmbio flutuante era vista como condição necessária para compatibilizar a política cambial à política monetária. Ao se deixar flutuarem as cotações, permitia-se que as reservas internacionais fossem objeto de controle das Autoridades Monetárias. Desse modo, o Banco Central teria condições de evitar um foco indesejado de liquidez na economia, que poderia afetar negativamente o plano de estabilização em curso.

Neste sentido, o seqüestro dos ativos financeiros, efetuado no início do mandato de Collor e na circunstância de câmbio flutuante, determinou a escassez da moeda doméstica, fazendo com que houvesse um excesso de venda de moeda estrangeira, propiciando um movimento de valorização cambial (Stukart, 1991).

De acordo com o Gráfico I-1, o processo de valorização da moeda se manteve até outubro do referido ano. Para fazer frente a esta situação, o Banco Central interveio no mercado, realizando compras a partir de setembro de 1990, com o intuito de desvalorizar a moeda doméstica diante do dólar. A esta altura, o plano de estabilização já tinha fracassado

e os ativos financeiros voltaram a ter liquidez em níveis próximos aos que prevaleceram anteriormente ao plano. Em setembro de 1991, ocorreu a volta do câmbio controlado, sendo que até a instituição do Plano de estabilização, as Autoridades Monetárias interviveram fortemente no mercado de câmbio, conforme indicaremos a seguir.

**GRÁFICO I-1**  
**TAXA DE CÂMBIO REAL EFETIVA\*:1990/1994- 89=100**



Fonte: ANDIMA (1994): Série Histórica-Câmbio

\* O gráfico reflete uma posição acumulada. O cálculo da taxa de câmbio real levou em conta o diferencial de inflação interna e a verificada nos Estados Unidos (externa). No primeiro caso, utilizou-se o Índice de Preços no Atacado – Oferta Global ( IPA-OG ). No segundo, foi considerado o Índice de preço por Atacado dos EUA. Este tipo de análise, portanto está levando em conta, para a taxa externa, o movimento de preços apenas dos Estados Unidos. Esta é uma das formas de levantar a taxa de câmbio real efetiva (Pastore, 1997). Para se analisar a relação da taxa Doméstica com as taxas externas, mais amplamente, costuma-se considerar uma cesta de Bens.

Primeiramente, adiantando-se ao fato de que poderia haver uma maior necessidade de intervenções no mercado cambial, as Autoridades Monetárias fizeram uso das Circulares

2.025 e 2.026 (agosto de 1991) com o intuito de permitir a duplicação das posições compradas e a elevação das posições vendidas para os segmentos livre e flutuante, de acordo com os volumes mostrados no Quadro I-1.

A inundação de moeda estrangeira na economia, a partir de abril de 1992, começou a provocar uma alta no ágio do dólar paralelo, em relação ao oficial. Este fato levou o Banco Central a intensificar as intervenções no mercado cambial, no qual atuou comprando divisas no segmento livre e vendendo-as no segmento flutuante, com o intuito de diminuir o diferencial entre os dois mercados. Neste sentido, a Circular 2.220, de 02 de setembro de 1992, veio para facilitar a forma de intervenção das Autoridades Monetárias, ao introduzir o sistema de leilão eletrônico, de compra e venda de moeda estrangeira com os *dealers*, nos mercados livre e flutuante.

Entretanto, tendo em vista a necessidade de arrefecimento das pressões sobre a Base Monetária, decorrentes do grande ingresso de moeda estrangeira no país e levando em consideração a orientação de manter o câmbio emparelhado com os preços internos, foram adotadas as seguintes medidas na área cambial: a Circular 2.149 (abril de 1992), que reduziu pela metade a posição vendidas; as Circulares 2.343 e 2.344 (julho de 1993), que cortaram em 50% as posições vendidas e ampliaram as posições compradas, quintuplicando os valores das últimas.

Foram ainda adotadas diversas medidas, visando restringir a entrada de recursos externos, das quais destacamos: Resolução 2.013, de 19 (agosto de 1993) que proibiu que as aplicações ingressadas na forma dos Anexos I a IV fossem alocadas em renda fixa; a Resolução 2.028 (novembro de 1993), que estendeu a proibição para as aplicações em debêntures. Criaram-se os ainda os Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro e instituiu-se o IOF de 5% para este tipo de aplicação.

Como resultado de idas e vindas, no biênio 1992/93, a valorização da moeda não foi tão substancial, visto que o ingresso de recursos foi controlado. No último ano, o percentual foi ainda menor, graças a imposição de restrições. Assim sendo, a valorização ocorrida no período foi suficientemente compensada pelas desvalorizações ocorridas, sendo que, no acumulado, o saldo foi praticamente zerado, de acordo com o evidenciado no Gráfico I-1.

### 1.2.2- A não intervenção do Banco Central e a sobrevalorização no início do Plano

Com a introdução do Plano Real, permitiu-se, inicialmente, que a taxa de câmbio se ajustasse sem a participação do Banco Central (BACEN), que no entanto, tinha o compromisso de intervir no mercado quando a taxa atingisse o nível de R\$1,00/US\$1,00. Procurava-se, assim, interromper o processo de indexação de preços relacionado à variação da taxa de câmbio. Como resultado, observou-se mudanças no nível da oferta líquida de divisas. Esta elevada oferta, que ainda prevalecia no início de julho, fez com que a taxa de câmbio se ajustasse abaixo da paridade de R\$1,00/US\$1,00. Em 7 de julho, a taxa situou-se em R\$0,90 por dólar, já destacando o movimento de maior apreciação do Real.

Sem a presença do Banco Central no mercado, a taxa de câmbio passou a oscilar em consequência da oferta e demanda de divisas, levando à tendência de sobrevalorização até outubro, quando atingiu R\$ 0,829 por dólar. Esta atitude da equipe econômica possibilitou também que o resíduo inflacionário do IGP-DI de julho desaparecesse. Isto, por um lado, gerou lucros fabulosos para os operadores de câmbio e, por outro, aplacou as críticas do setor financeiro.

O fato é que, ao deixar de intervir no mercado de câmbio, o Banco Central permitiu uma valorização nominal da taxa de câmbio, criando uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços e seus preços associados ao dólar. A deflação no câmbio, bem como em diversos outros preços determinados em mercado competitivos, produziram um choque de expectativas que se revelou fundamental para a queda dos preços nas primeiras semanas do Plano Real. Mesmo considerando a necessidade posterior de intervenção no câmbio e a paulatina desvalorização que descreveremos posteriormente, é importante ressaltar que a sobrevalorização foi fundamental para o início do plano, sendo que ela é também importante para a manutenção futura da estabilidade e ingresso de capitais externos.

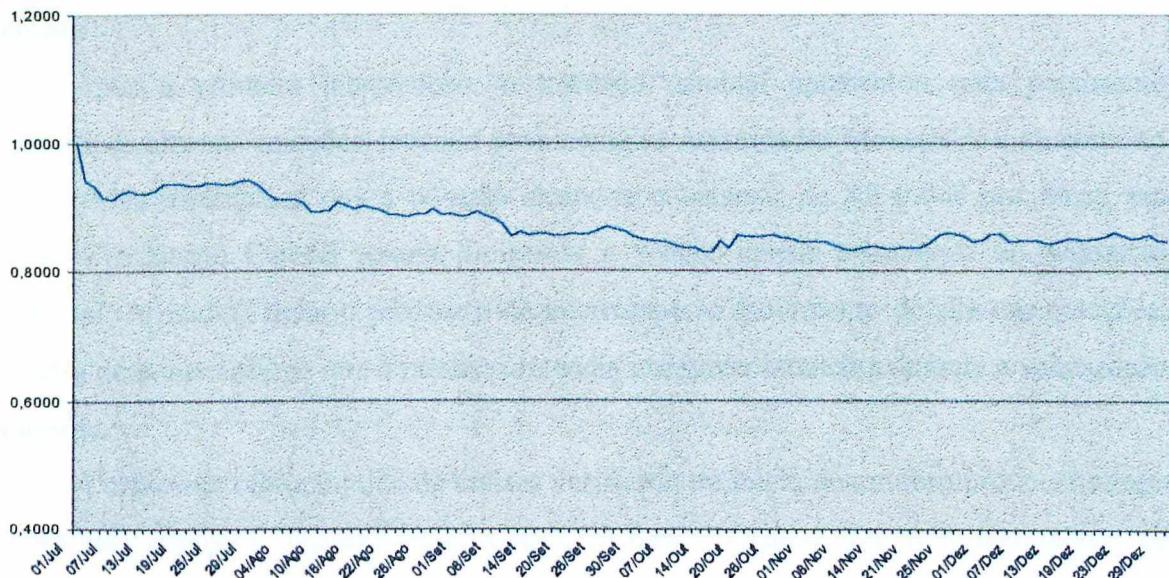
O discurso do governo (Franco, 1995, pp 58/59) era o de que a retirada da Autoridade Monetária do mercado de câmbio levava a duas consequências imediatas: de um lado, permitia a ocorrência de uma apreciação nominal da taxa de câmbio e isto propiciava a criação de um choque deflacionário da economia, visto como fundamental para desencadear expectativas favoráveis de estabilização dos preços. De outro, diante de uma perspectiva de estabilização da economia, a expansão monetária decorrente do

processo de remonetização permitiria uma substancial redução do estoque dos títulos públicos.

Na realidade, por detrás deste raciocínio, existia a perspectiva de que a introdução do câmbio flutuante, no contexto de enorme reservas internacionais e folga da liquidez mundial, finalmente poderia equacionar simultaneamente as restrições internas e externas da economia. Anteriormente, os Planos Ortodoxos e Heterodoxos, em condições opostas em termos de reservas e liquidez internacional, tinham fracassado, na medida em que os primeiros procuraram privilegiar a restrição externa em detrimento da restrição interna e os segundos fizeram o movimento inverso.

## GRÁFICO I-2

### TAXA DE CÂMBIO - JULHO/DEZEMBRO:1994



Fonte: Andima - Sinopse mensal (vários números). Dólar pela taxa de câmbio comercial de venda

Na prática, a não intervenção das Autoridades Monetárias no mercado cambial, em meio a uma avalanche de ingresso de moeda estrangeira no país, não poderia deixar de produzir um forte movimento de valorização da moeda, pois a cotação de venda havia atingido os R\$ 0,889 por dólar no final de agosto. Analisando-se somente pelo prisma da redução do valor nominal da taxa de câmbio, isto implicou na valorização cambial em níveis superiores a 10% em apenas dois meses após a introdução do referido plano de estabilização, de acordo com o evidenciado pelo Gráfico I-2.

Após o movimento deflacionário, ficara patente a sobrevalorização. O governo começou a intervir no mercado de câmbio, com o intuito de segurar a escalada da valorização, ainda que não tivesse ocorrido uma modificação institucional da política cambial.

O início da intervenção do BACEN se dá em agosto, mas não surtiu efeito para conter a queda das cotações. Assim, o processo de valorização do real em relação ao dólar, continuou a persistir em setembro. A primeira intervenção mais direta do Banco Central no mercado cambial ocorreu no dia 20 / 09 / 94, quando a cotação atingiu o nível de R\$ 0,852 por dólar. A partir desta data, a ação do BACEN se fez no sentido de trabalhar efetivamente com “bandas informais”. Ao comprar moeda estrangeira no segmento comercial e vendê-la no segmento flutuante, o BACEN agiu com dois propósitos: de deter movimentos especulativos neste último mercado e conter a queda da cotação no primeiro mercado

Após a primeira intervenção, o mercado cambial apresentou uma persistente tendência de alta nas cotações, levando novamente as Autoridades Monetárias a atuarem no mercado. Na medida em que a cotação alcançou o patamar de R\$ 0,868 por dólar, em 27/09/94, o Banco Central apenas limitou-se a vender moeda estrangeira no segmento comercial. A medida tinha o propósito de interromper o movimento de alta das cotações, em clara demonstração de que o mesmo pretendia promover intencionalmente a valorização da moeda.

A crescente oferta líquida de divisas verificada no início de outubro provocou novas quedas das cotações. Diante deste quadro, o Banco Central interveio novamente no mercado cambial, realizando 5 leilões de compra, de modo a evitar que a cotação ficasse abaixo da barreira de R\$ 0,83. Deste modo, as Autoridades Monetárias sinalizaram que não permitiriam que a moeda nacional sofresse uma excessiva valorização, tendo como parâmetro o “piso” da banda informal.

Logo em seguida, a taxa de câmbio apresentou um movimento brusco ascendente, levando novamente o Banco Central a atuar no mercado , desta vez, através de leilões de venda, realizados nos dias 19 e 20 de outubro, para evitar que a cotação não ultrapassasse o limite de R\$ 0,86 por dólar ( o teto da banda informal). Por conseguinte, esta atitude das

Autoridades Monetárias reafirmava a sua política de continuar promovendo uma apreciação da moeda.

Visando eliminar o desequilíbrio no mercado de câmbio e, consequentemente, reduzir o grau de intervenção do Banco Central, nos dias 19 e 20 de outubro, foram adotadas diversas medidas, desta vez procurando não somente estimular a demanda como também contrair a oferta de divisas. De fato, nos meses seguintes até o final do ano, verificou-se uma certa estabilidade no mercado cambial, período este em que as cotações ficaram oscilando em torno de R\$ 0,84 e R\$ 0,86 por dólar.

Esta aparente tranqüilidade, verificada no mercado cambial neste interregno, foi quebrada ao final do ano, com o advento da crise financeira mexicana. Este fato forçou o Banco Central a realizar leilões de venda, em número de doze, no dia 22 de dezembro. Deste modo, evitou-se igualmente que a taxa de câmbio rompesse o teto de R\$ 0,86, estabelecido informalmente pelas Autoridades Monetárias.

Neste momento, torna-se interessante observar outra vez o Gráfico I-2, na medida em que ele nos permite perceber, de forma aproximada, a dimensão do quanto foi a apreciação sofrida pela moeda nacional. Partindo-se da paridade unitária, estabelecida na reforma monetária, em 30 de junho de 1994, a cotação decaiu para R\$ 0,846 por dólar no final do ano, representando uma valorização nominal de 15% aproximadamente. Isto, como vimos, influiu para a atração de produtos importados (especialmente os agropecuários), gerando pressões baixistas nos preços internos.

Na realidade, o que se constata é que a administração do câmbio, por parte das Autoridades Monetárias, implementada no imediato pós Plano Real, foi conduzida intencionalmente para gerar uma grande valorização da moeda doméstica. A pretensão era a de imprimir um verdadeiro tratamento de choque cambial na economia, com o propósito de produzir imediatamente uma queda acentuada dos preços.

#### 1.2.3- A minidesvalorização cambial e a implantação do sistema de bandas deslizantes

Inicialmente, devemos levar em conta o que foi dito anteriormente, quando detalhamos a valorização cambial ocorrida logo após a introdução do Real. Essa fase inicial, que se estendeu até março de 1995, representa o momento em que, aos poucos, vai se formando, no mercado cambial, o que poderíamos chamar de gênese da formação das

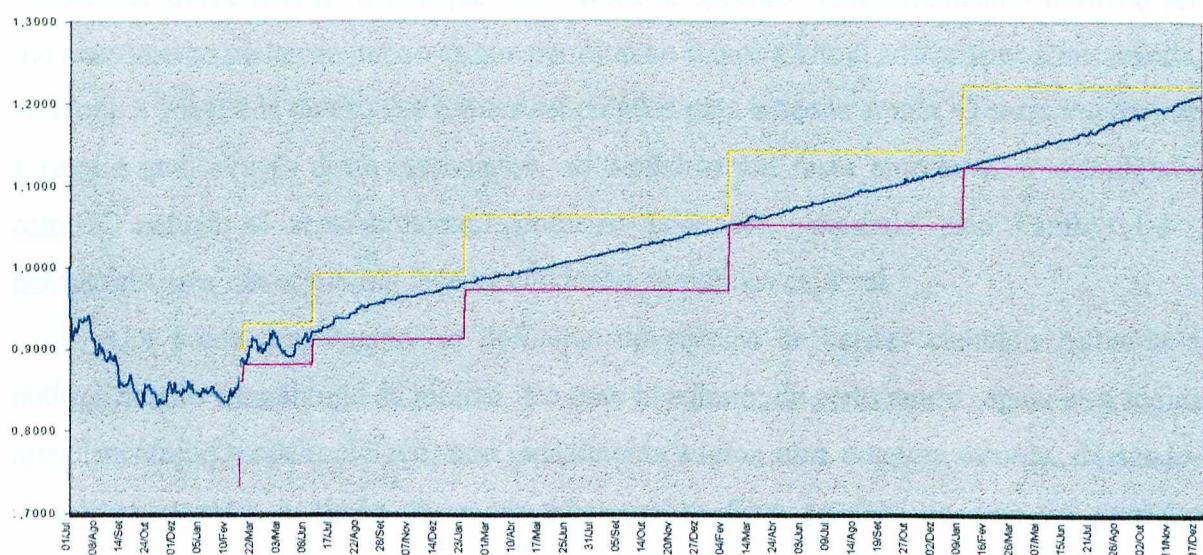
bandas informais. Isso foi decorrente da grande volatilidade verificada nas cotações do dólar, de modo que tal evento obrigou as Autoridades Monetárias a atuarem cada vez mais no mercado, para evitar os movimentos de fortes oscilações.

A partir deste momento, enfocaremos mais de perto a formação das bandas cambiais formais. O que queremos destacar é que a constituição das bandas cambiais acabou contribuindo para a estratégia que as Autoridades Monetárias trabalhavam, de manter a estabilidade na área cambial.

A política cambial implementada após a introdução do plano Real passou por três fases distintas: a primeira, estendeu-se até março de 1995; a segunda, se inicia com a adoção efetiva das bandas flutuantes e vai de março a junho de 1995 e a terceira teria começado a partir desta última data (vide gráfico I-3).

**GRÁFICO I-3**

**TAXA DE CÂMBIO E BANDAS CAMBIAIS: jul 1994/ dez1998**



Fonte: ANDIMA: Sinopse Mensal ( diversos números). Dólar pela taxa de câmbio Comercial de venda

**Na primeira fase (de julho de 1994 a março de 1995),** as Autoridades Monetárias deixaram que o ajustamento da taxa de câmbio fosse determinado pelas forças do mercado. Podemos dizer que este é um período de flutuação cambial. A taxa de juros doméstica, extremamente elevada, em situação de liquidez internacional, produziu grande fluxo de divisas e produziu uma valorização do câmbio nominal. Paralelamente, a valorização do

câmbio real<sup>1</sup> foi ainda maior, tendo em vista que, logo após a implantação do plano houve forte crescimento do consumo interno, que pressionou os preços. Nos meses imediatamente subsequentes à reforma monetária, os preços dos bens domésticos, principalmente os serviços, cresceram a taxas superiores às dos bens internacionais, o que acentuou a valorização do câmbio real.

**Na segunda fase ( de março a junho de 1995),** o sistema de bandas cambiais foi instituído, passando a existir um compromisso explícito por parte do Banco Central, no sentido de que sempre iria intervir caso da cotação atingir os limites estabelecidos para mesma. O mercado de divisas, que já estava receoso com os reflexos da crise mexicana na economia brasileira e com a defasagem cambial, interpretou a mudança como uma sinalização na direção de uma desvalorização imediata. Isto conduziu a movimentos especulativos não desejados, e como atesta o Gráfico I-3, nesta fase, acabou prevalecendo também uma forte volatilidade nas cotações.

**Finalmente, a última fase (a partir de junho de 95)** teve início com a criação da intrabanda, decorrente da instituição dos leilões de *spreads*. Este mecanismo mostrou ser um instrumento poderoso, uma vez que permitiu ao Banco Central administrar a intrabanda, de modo a adequá-la dentro dos limites estipulados para a banda ampla. O mais importante a reter é que, através deste mecanismo, ao contrário das fases anteriores, a volatilidade cambial reduziu-se sensivelmente, conforme pode ser atestado pelo Gráfico I-3 , permitindo uma maior estabilidade na condução da política cambial.

Um ponto fundamental na definição do sistema de bandas cambiais refere-se à política quanto à amplitude da mesma. No caso brasileiro, de certo modo seguiu-se a lógica predominante do modelo chileno, que inicialmente adotou uma margem estreita, dilatando-se posteriormente. A razão deste procedimento se deve ao fato de que, no primeiro momento, o fundamental era garantir a estabilidade, de modo que, posteriormente, a prioridade poderia se inverter, no sentido de que passasse a ser mais importante evitar os ataques especulativos, o que exigiria a ampliação das margens da banda. Considerando a possibilidade de movimentos abruptos de instabilidade no sistema financeiro internacional, este último ponto passa a representar um aspecto importante.

---

<sup>1</sup> - Há um grande debate acerca da medição do câmbio real. Pastore (1997) indica que, se tomarmos como base a média (igual a 100), de 1992 a junho de 1994, as apreciações do câmbio real poderão variar, a depender do índice adotado, de 12,7% a 33,5%.

Cabe observar que existe um processo crescente na ampliação do intervalo da margem. O mesmo não ocorre com a variação percentual da banda., como bem ilustra a última coluna do Tabela I-1. Na realidade, pode-se perceber que houve dois momentos bem distintos: o **primeiro**, compreendido entre 10 de março de 1995 e 30 de junho de 1996, sofre a variação de 5,68% para 9,28%, respectivamente. O **segundo**, teve início em 18 de fevereiro de 1997, quando a variação se situou no percentual de 8,57%, representando uma ligeira queda em relação ao que prevaleceu no final do período anterior. Porém, o término ocorreu em 13 de janeiro de 1999, quando a variação atingiu a marca de 10%. Vale registrar que o processo de desenvolvimento da banda foi consolidado na primeira fase, sendo que o momento seguinte representou uma problematização crescente deste mecanismo, especialmente após a crise da Ásia, quando a rigidez da banda começa a se apresentar.

**TABELA I-1**  
**BANDA CAMBIAL-EVOLUÇÃO DA MARGEM: 1995/1999**

Data	Piso		Teto		Margem	Variação
	R\$/U\$	Variação	R\$/U\$	Variação		
	(1)	(2)	(3)	(4)		
10/03/95	0,88	-	0,93	-	0,05	5,68
22/06/95	0,91	3,41	0,99	6,45	0,08	8,79
30/06/96	0,97	6,59	1,06	7,07	0,09	9,28
18/02/97	1,05	8,25	1,14	7,55	0,09	8,57
20/01/98	1,12	6,67	1,22	7,02	0,10	8,93
13/01/99	1,20	7,14	1,32	8,20	0,12	10,00

Fonte: Elaborado a partir de Sinopses Andima

OBS: A coluna (5), refere-se ao intervalo da margem, enquanto a coluna (6) diz respeito a variação percentual entre o teto e o piso da banda, ou seja, (6) = [ (3)/(1) - 1 ]\*100

Vejamos mais de perto a questão da rigidez das bandas e para tal levaremos em conta a série histórica das desvalorizações cambiais desde a implantação dos leilões de *spreads* (junho/95) até janeiro de 1999.

De setembro a dezembro de 1995, a média da variação mensal situou-se em 0,56% (mínima de 0,32% e máxima de 0,84%). Em 1996, manteve-se a mesma média de 0,56% (mínima de 0,34% e máxima de 0,68%) , mas houve uma grande redução na amplitude das desvalorizações - de 0,52% passou a 0,29%. Em 1997, verificou-se um ligeiro incremento

da média, que pulou para 0,60% ao mês, observando-se , também, um pequeno aumento na amplitude (0,32%).

O que queremos destacar é que a atuação do Banco Central foi intensa desde a criação da banda cambial e particularmente depois da instituição dos leilões de *spreads*. Só que os próprios propositores desta política consideravam que as chamadas bandas largas, tinham tornado-se simbólicas. Na verdade, a intrabanda criava uma rigidez<sup>2</sup> na atuação da política cambial, com o ajuste da banda ocorrendo apenas uma vez por ano.

Esta forma de ajuste só foi alterada em 1999, quando instituiu-se que poderiam ser efetuados ajustes a cada três dias úteis. A idéia era que assim haveria a eliminação da rigidez proporcionada pela intrabanda, sendo que as Autoridades Monetárias estariam livres para promover desvalorizações cambiais com maior intensidade. Não estava mais limitada pela margem da banda cambial (era o fim da intrabanda).

Uma questão que se coloca e que será explorada no capítulo III, é que as minidesvalorizações adotadas não tiveram o intuito de restaurar os níveis do câmbio anteriores ao plano. Estas desvalorizações deveriam ocorrer de forma controlada, sempre tendo em vista a questão Cupom Cambial para preservar as reservas internacionais. Para manter e controlar a taxa de câmbio em níveis que não afetassem o ingresso de capitais, utilizaram-se vários expedientes, principalmente mecanismos que contemplavam o aumento ou a diminuição de divisas, incluindo, neste rol, as posições compradas e vendidas das instituições financeiras. Para influir nestes elementos, o Banco Central utilizava os leilões de câmbio, as intervenções nos mercados futuros e ,eventualmente, a emissão de títulos indexados ao dólar.

### **1.3- A ABERTURA COMERCIAL**

#### **1.3.1- Movimento de liberalização comercial anterior ao Plano Real**

Quanto à questão das tarifas sobre importações, voltemos um pouco atrás, para verificar a política anterior ao Plano Real. No início da década de 80, as determinações quanto estas tarifas estiveram articuladas à política macroeconômica que incentivou o *drive*

---

<sup>2</sup> Francisco Lopes, em entrevista à gazeta mercantil no ano de 1999 ( 14/1/1999) faz uma análise do sistema de bandas desde sua implantação e indica esta interpretação.

*exportador* como forma de garantir o ingresso de divisas, gerados a partir de superávits na balança comercial. Como se sabe, este movimento foi alcançado através de políticas de incentivo à exportação e de retração da demanda interna.

Nesse sentido, a imposição de barreiras tarifárias, nos anos 80, esteve ligada não só a questão de garantir reserva de mercado para alguns produtos, como também ao intuito de reduzir o coeficiente de importações por conta da problemática do fechamento do Balanço de Pagamentos.

No governo de José Sarney, houve um movimento de certa liberalização e flexibilização quanto à questão do comércio exterior. Além de empreender uma revisão da política de concessão dos incentivos, promoveram-se reformas nas tarifas de importação, realizou-se uma atualização das mesmas, eliminaram-se alguns tributos incidentes sobre as importações e suprimiu-se parte dos regimes especiais. Por fim, também foram reduzidas as alíquotas de importações de bens intermediários e de Capital. Apesar deste primeiro movimento, podemos dizer que o movimento efetivo rumo a uma política de liberalização comercial se dá no governo de Fernando Collor de Mello.

O que queremos observar é que, paulatinamente, até a implantação do Plano Real, a economia brasileira passou por um processo de descentralização das barreiras não tarifárias às importações. Destacam-se tanto as barreiras que são praticadas pela autoridade aduaneira quanto as realizadas pelas agências não fazendárias, que foram as responsáveis pela diversificação daquelas práticas.

A liberalização das barreiras aduaneiras ocorreu em duas fases. (Fritsch & Franco, 1991). Primeiramente, em 1990, quando reduziram-se as barreiras não tarifárias. A partir de então, foram eliminadas as barreira não tarifária, tanto as de natureza fronteiriça, como por exemplo, a redução do controle das guias emitidas pela ex-CACEX quanto as listas de importações proibidas, constantes no Anexo C.

Posteriormente, foram reduzidas as barreiras tarifárias, que só começaram a ocorrer em 1991, estendendo-se até 1994. As liberações das tarifas de importações seguem o cronograma estabelecido pela portaria MEFP, de 31/01/91. Visam reduções gradativas das tarifas, procurando-se reduzir o seu valor médio como também a sua dispersão, conforme pode ser constatado pela Tabela I-2.

**TABELA I-2**  
**CRONOGRAMA DE REDUÇÕES TARIFÁRIAS: 1991-94**

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	( Em % )
Média	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2	
Moda	40,0	20,0	20,0	20,0	20,0	
Desvio Padrão	19,6	17,4	14,2	10,7	7,9	

Fonte: Coordenadoria Técnica de Tarifas, Ministério da Economia. Fritsch & Frando (1991)

O cronograma referente à portaria citada acima, deveria ser empreendido em quatro etapas: fevereiro de 1991, janeiro de 1992, janeiro de 1993 e janeiro de 1994. A Tabela I-3 permite observar a evolução das reduções das tarifas, procurando captar os valores nominais, principalmente no período compreendido pelas reformas. Assim, podemos ver que antes da implantação do Plano Real já havia um movimento de liberalização comercial.

**TABELA I-3**  
**EVOLUÇÃO DAS TARIFAS DE IMPORTAÇÃO: 1988/95 (nominal)**

Discriminação	Jul/88	Set/89	Set/90	Fev/91	Jan/92	Out/92	Jul/93	Dez/94	Dez/95	2006	(Em %)
Média	38,5	31,6	30,0	23,3	19,2	15,4	13,2	11,2	13,9	11,9	
Mediana	40,2	32,6	31,3	20,8	20,2	14,4	12,8	9,8	12,8	12,8	
Desvio Padrão	15,4	15,9	15,1	12,7	10,5	8,2	6,7	5,9	9,5	4,6	

Fonte: Kume ( 1996 )

O cálculo da tarifa é baseado nas tarifas das atividades, definidas como comercializáveis, segundo a classificação da Matriz de Insumo-Produto do IBGE/1985.

### 1.3.2- A continuidade do movimento de abertura comercial durante o Plano Real

Após a implantação do Plano Real, a abertura comercial continuou e foram adotados outros expedientes, que se somaram à redução tarifária. São eles: (i) reduções tarifárias; (ii) valorização do real frente ao dólar e (iii) implementação da Tarifa Externa Comum (TEC), do Mercosul.

A Tabela I-3 mostra que as tarifas continuaram se reduzindo entre 1994 e 1995, ainda que a redução expressiva tenha se dado no período 1988/93.

Nesses anos, houve diminuição das alíquotas do imposto de importação, sobretudo no caso de insumos e bens de consumo com peso significativo nos índices de preços. Estabeleceu-se também a antecipação, para setembro de 1994, da TEC que vigoraria janeiro de 1995.

Diante da crise mexicana, em final de 1984 e início de 1985, e do surgimento dos déficits comerciais, no final de 1994, o governo resolveu elevar as alíquotas de importações

dos principais produtos responsáveis pela elevação das taxas de crescimento das importações (1995). Simultaneamente, para impedir aumentos de preços internamente, foram reduzidas as alíquotas de diversos insumos (Kume, 1996).

## **1.4- ABERTURA FINANCEIRA**

### **1.4.1- A Abertura da Conta Investimento**

Como se sabe, a conta investimentos está dividida em investimentos Diretos (já regulamentados desde a década de 60) e Portfólio. De um lado, esta conta contabiliza as diversas modalidades de aplicações de investidores estrangeiros, que entram e saem no país, via investimentos Diretos e de Portfólio. De outro lado, estão os investimentos Diretos e de Portfólio efetuados por brasileiros no exterior .

#### **i) Regulamentação do Ingresso de Capitais para o Investidor Estrangeiro**

O Quadro I-2 evidencia o leque de opções que está atualmente à disposição dos investidores estrangeiros, para aplicações no mercado domésticos. A título de esclarecimento, uma observação preliminar deve ser feita, no sentido de que à exceção dos Investimentos Diretos já regulamentados na década de 60 ,as demais modalidades referidas representam Investimentos em Portfólios.

Com o fracasso do Plano Cruzado, no último trimestre de 1986, a economia brasileira assiste a mais uma grave crise cambial. Logo em seguida, a moratória é decretada em 20 de fevereiro de 1987.

Dentro deste contexto é que deve ser entendido o surgimento da **Resolução 1.289**, de 20/03/87, que regulamenta as Sociedades de Investimento (Anexo I), os Fundos de Investimentos (Anexo II) e as Carteira de Títulos e Valores Imobiliários (Anexo III). Por estes instrumentos, as autoridades da época esperavam atrair fluxos de recursos externos ao país, via pessoas físicas ou jurídicas, de não- residentes e fundos de investimento ou quaisquer outras entidades afins, constituídas no exterior. Esta medida, na realidade, representava uma tentativa de amenizar o problema da escassez de reservas internacionais, face à interrupção do crédito voluntário.

**QUADRO I-2**  
**ACESSO DOS NÃO- RESIDENTES ÀS MODALIDADES DE INVESTIMENTOS  
ESTRANGEIROS NO MERCADO FINANCEIRO NO PAÍS**

Natureza	Legislação	Data	Modalidades	Investidores Estrangeiro
Direto	Lei 4.131	03/09/62	Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	Pessoas Jurídicas
Portfólio	Resolução 1.289	20/03/87	Socied. Investimentos Fundos Investimentos Cart.Títulos Val. Imobil.	Pessoas Físicas Pessoas jurídicas Fundos Investimentos
	Resolução 1.460	01/02/88	Fundo de Conversão	Pessoas Físicas Pessoas jurídicas Fundos Investimentos
	Resolução 1.806	27/03/91	Fundo de Privatização	Pessoas Físicas Pessoas jurídicas Fundos Investimentos
	Resolução 1.832	31/05/91	Cart.Títulos Val. Imobil	Invest. Institucionais
	Resolução 1.927	18/05/92	Depositary Receipts-DR	Adquirentes de DRs emitidos p/ instituições depositárias no exterior
	Resolução 2.034	17/12/93	Fundo Renda Fixa	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos Investimentos
	Instr. CVM 205	14/01/94	Fund. Invest Imobiliário	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos Investimentos
	Instr. CVM 209	25/03/94	Fund. Empr. Emergente	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos Investimentos

Fonte: BACEN-Legislação Básica ( 1999) e Andima (1997)

No período em que Luis Carlos Bresser Pereira esteve à frente da área econômica, foi formulada a proposta de Securitização da Dívida, que visava a conversão da dívida externa em títulos de longo prazo. Através da Carta-Circular 1.125 (1984), adotou-se a conversão em investimento ao par.

Na administração seguinte, em que Mailson da Nóbrega esteve à frente da área econômica, implanta-se a Resolução 1.460 (fevereiro de 1988), a partir da qual a conversão da dívida externa passa a ser feita pelo valor líquido para fins de registro de capital no

FIRCE. Neste sentido, o estoque da dívida externa passa a sofrer uma redução correspondente ao deságio obtido nos leilões (Presser, 1.989, pp. 184-86)

Queremos destacar que neste período, compreendido entre meados e final da década de 80, a abertura da conta Capital foi efetuada em função da restrição cambial e vinculada à tentativa de renegociação da dívida externa.

No início dos anos 90, com o surgimento do governo Collor, o processo de liberalização da conta Capital passará a ser mais efetivo.

Entre outras considerações, passou-se a advogar um amplo projeto de privatização com a finalidade de reestruturar o Estado brasileiro, por meio do qual seria possível reduzir a sua participação na economia. Com o intuito de viabilizar o referido programa, instituiu-se o Fundo de Privatização, através da **Resolução 1.806**, de 27/03/91, que permitiria a presença do Capital estrangeiro na compra das empresas estatais.

A década de 90 inaugurou um período em que o mercado financeiro internacional passa novamente a contar com uma folgada liquidez. Com a abertura dos mercados nacionais dos países desenvolvidos, os investidores institucionais, ao partirem para realizar aplicações de seus fundos nos mercados internacionais, passam a ser os principais responsáveis pela ampliação da referida liquidez.

No caso brasileiro, conforme veremos mais adiante, não bastava as autoridades econômicas adotarem uma política de elevação dos juros com o intuito de carrear para o país parte daquelas aplicações. Havia também a necessidade de se realizarem alterações a nível institucional, para que se pudesse viabilizar a entrada destes recursos. Neste sentido, a **Resolução 1.289**, de 31 de Maio de 1991, representou um marco no processo de abertura da conta Capital, ao permitir que os investidores institucionais pudessem aplicar diretamente os seus recursos em carteiras de títulos e valores imobiliários no país.

Não obstante o interesse dos investidores institucionais terem recaído basicamente na aplicações em bolsas de Valores, o governo brasileiro adota o programa de lançamentos de *Depositary Receipts* (DR), através da **Resolução 1.927<sup>3</sup>**, de 18 de Maio de 1992, cuja intenção foi dupla: a de representar mais uma alternativa de aplicação para os investidores estrangeiros e constituir-se em mecanismo de desenvolvimento do mercado acionário interno. Por este dispositivo, o investidor estrangeiro tem a prerrogativa de comprar, em seu

próprio país, certificados representativos de ações de empresas brasileiras e esta é uma forma de as empresas brasileiras lançarem títulos de dívida no exterior e captar recursos.

Uma outra importante opção de aplicação para o investidor estrangeiro foi proporcionada pela criação dos fundos de Renda Fixa, instituídos pela **Resolução 2.034<sup>4</sup>**, em 17 de dezembro de 1993. Vale ressaltar que, até então, pelo Anexo IV (Resolução 1.289) eram permitidas algumas aplicações de renda fixa em sua composição. Contudo, estes foram integralmente eliminadas quando da introdução da Resolução 2.034, de modo que foram totalmente separadas as modalidades de investimentos de renda variável e de renda fixa. Esperava-se que a política monetária de juros altos pudesse ter duplo efeito: carrear recursos externos de forma mais imediata e ampliar as bases de colocação dos títulos públicos.

Por fim, no período imediatamente anterior ao Plano Real, foram instituídas mais duas modalidades de investimentos: a primeira, proporcionada pela instrução CVM 205, de 14 de Janeiro de 1994, que representou uma oportunidade de diversificação de carteira, na medida em que sua forma foge das aplicações tradicionais. A segunda, proveniente da Instrução CVM 209, de 25 de março de 1994, cuja norma disciplinou os Fundos Mútuos de Empresas Emergentes, constituindo-se em mais uma medida de incentivo ao crescimento do mercado acionário, permitiu que empresas cujo faturamento líquido fosse menor do que R\$ 30 milhões, pudessem ter suas ações ou debêntures conversíveis em ações, fazendo parte das carteiras das administradoras daquelas modalidades de investimentos.

## ii) A Regulamentação dos Investimentos dos Residentes no exterior

No momento, estamos interessados em tecer comentários sobre a forma que os residentes têm para concretizar investimentos no exterior. Destacamos o fato de que a quase totalidade destes instrumentos foi regulamentada após o Plano Real.

Esta discussão diz respeito ao acesso que os investidores nacionais atualmente têm, relativo às modalidades de investimento no exterior. A intenção da ampliação das

---

<sup>3</sup> Cabe destacar que originalmente a instituição do mecanismo de ADR devia ser imputada à Resolução 1.848, de 31/07/91. Contudo, a redação final ficou por conta da Resolução 1.927.

<sup>4</sup> Embora a constituição dos Títulos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro tenha sido propiciada pela Resolução 2.028, de 25/11/93, esta foi logo em seguida revogada pela Resolução 2.034.

modalidades de acesso foi a de procurar mecanismos que permitissem às empresas nacionais se expandissem para fora do país.

Podemos apontar duas maneiras básicas de se conseguir realizar estes investimentos: de um lado, diretamente pela empresa, de outro, por intermédio de instituições financeiras. O Quadro I-3 resume ambas as formas. Porém deve se atentar para o fato de colocarmos as informações em forma cronológica, a fim de facilitar a exposição.

A Circular 1.280, de 18 de janeiro de 1988, constituiu-se no instrumento que iniciou a regulamentação acerca dos investimentos de brasileiros (ou residentes) no exterior. Por este instrumento, foram estabelecidos os critérios para remessas, a título de investimentos brasileiros no estrangeiro, com a ressalva de que estes somente poderiam ser realizados mediante compensação cambial em ouro.

Posteriormente, com a criação do mercado de câmbio de taxas flutuantes, para efeito de facilitar tais investimentos, a Circular 2.243, de 14 de outubro de 1992, resolveu extinguir o mecanismo que obrigava fazer a compensação cambial em ouro nas remessas sob a rubrica que estabelecia o envio de valores para o exterior. Inicialmente, a referida circular estabeleceu como limite o teto de US\$ 1,0 bilhão, quando efetuada diretamente pela rede bancária. Posteriormente, este valor foi elevado para US\$5,0 bilhões, permitindo inclusive a aquisição de imóveis.

Os Fundos de Investimento no Exterior, regulamentados pela **Resolução 2.111**, de 22 de setembro de 1994, dos quais podem participar pessoas físicas ou jurídicas brasileiras, representam uma comunhão de recursos destinados a aplicações em títulos da dívida externa. Deve ser esclarecido que, por este disposto, podem também ser contemplados quaisquer outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.

A **Resolução 2.302**, de 25 de julho de 1996, permitiu que as instituições nacionais possam estabelecer participações societárias, direta ou indiretamente, no exterior. Tal medida foi tomada com o intuito de se fortalecer as instituições domésticas, decorrentes do plano de estabilização, uma vez que este ao acabar com o chamado imposto inflacionário, era de se esperar que houvesse uma redução substancial nos lucros dos bancos em geral.

A **Resolução 2.035**, de 19 de dezembro de 1996, denominada *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), representa uma modalidade de investimento exatamente inversa à proporcionada pela ADR. Portanto, por este dispositivo, o investidor brasileiro passa a ter a

oportunidade de comprar, em seu próprio país, certificados representativos de ações de empresas estrangeiras.

## QUADRO I-3

### INVESTIMENTOS BRASILEIROS NO EXTERIOR

Natureza	Legislação	Data	Modalidades	Investidores Brasileiros
Direto	Circular 2.243	14/10/92	Investimento Brasileiro no Exterior	Pessoa Jurídica Não Financeira
	Resolução 2.302	25/07/96	Investimento Brasileiro no Exterior	Pessoa Jurídica Financeira
	Circular 2.794	17/12/97	Investimento Brasileiro no Exterior	Pessoa Física
Títulos	Resolução 2.111	22/09/94	Fundo de Investimento no Exterior ( FIEX)	Pessoa Física ou Jurídica
	Resolução 2.318	26/09/96	Brazilian Depository Receipts ( BDR )	Adquirentes de DR emitidos instituições depositária, no país
	Resolução 2.741	27/02/97	Depository Receipts-DR	Adquirentes de DR emitidos instituições depositária, exterior

Fonte: BACEN- Legislação Básica (1999)

Os investimentos brasileiros efetuados no exterior por pessoas físicas, foram objeto de regulamentação pela **Circular 2.794**, de 17 de dezembro de 1997. O respectivo disposto permite que os funcionários de empresas brasileiras pertencentes a grupos econômicos estrangeiros possam investir diretamente nas empresas do grupo a que pertencem.

#### 1.4.2-A Abertura da Conta Empréstimos

Uma das formas básicas de ingresso de recursos nos anos 70, deu-se através de créditos captados pelo sistema bancário nacional, via Resolução 63, contabilizados na conta empréstimos. Nesta conta estão contabilizados também os recursos captados no exterior

através do lançamento de títulos de dívida direta no exterior<sup>5</sup>: Bônus, Notes, Commercial papers, Certificados de depósitos.

Desde a decretação, nos Estados Unidos do Funding Loan, em 1931, o governo brasileiro não participava dos mercados internacionais de capitais, através da emissão de títulos. Com a restauração de seu crédito no exterior, em 1972, e nas circunstâncias de folgada liquidez mundial, o Brasil voltou a realizar lançamento de títulos no exterior no referido ano. Em 1976, decorrente da consolidação do Euromercado, pela primeira vez, uma empresa brasileira conseguiu fazer uma colocação de títulos no mercado internacional. Trata-se da emissão de Bônus no mercado alemão, por parte da empresa estatal Vale do Rio Doce. No ano seguinte, outras empresas estatais ( Petrobrás / Light / CESP / Eletrobrás) percorreram o mesmo caminho (Freitas Gomes ,1993).

A partir de então, várias outras empresas de grande porte, estatais ou não, começaram recorrentemente a participar deste mercado, lançando Bônus ou Notes, como forma de conseguir recursos no exterior. Contudo, somente nos anos 90, foram criadas novas formas de lançamento de títulos no exterior, o que fez parte do projeto neoliberal de liberalização da conta Capital, agora na modalidade de empréstimos.

No Quadro I-4, estão os novos tipos de títulos, além de Bônus e Notes, a partir dos quais os residentes passaram a ter possibilidade de colocar títulos de dívida direta no exterior, como forma alternativa de carrear recursos externos. Vale ressaltar que, a exceção do Export notes, todos os demais entram na conta Capital do Balanço de Pagamentos como empréstimos em Moeda. Vejamos em seguida o seu detalhamento.

#### **QUADRO I-4** **TIPOS DE TÍTULOS LANÇADOS NO EXTERIOR**

LEGISLAÇÃO	DATA	Discriminação
Resolução 1.734	02 / 08 / 90	Commercial Paper
Resolução 1.809	27 / 03 / 91	Certificados de Depósitos
Resolução 1.864	20 / 11 / 90	Export Notes
Resolução 1.834	26 / 06 / 91	Export Securities
Circular 2.199	16 / 07 / 92	Títulos conversíveis em Ações

Fonte: ANDIMA (1998)

<sup>5</sup> - A nosso ver o título da conta “empréstimos” está equivocado pois estas outras modalidades não são empréstimos concedidos pelo mercado de créditos. São financiamentos obtidos através do lançamento de títulos de dívida no mercado de capitais.

A Resolução 1.734, de 02 de janeiro de 1990, facultou às empresas brasileiras a emissão de Commercial papers no exterior. Adicionalmente, com a Resolução 1.809, de 27 de Março de 1991, os bancos domésticos foram liberados para emitirem Certificados de depósitos também no exterior. Esta medida procurou fortalecer o sistema financeiro nacional.

A Resolução 1.834, de 26 de junho de 1991, possibilitou que o exportador, com base no contrato de exportação, possa emitir um título no mercado internacional com lastro em vendas futuras no exterior, como forma de obter financiamento a custos bem mais baratos. A Circular 2.199, de 16 de Julho de 1992, estabeleceu as condições para a colocação , no exterior, de títulos conversíveis em ações de empresas e instituições sediadas no país.

#### 1.4.3- A Regulação de IDE

A terceira forma de regulação da abertura financeira pode ser vista via política de incentivo à entrada de investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) na economia, conforme consta no Quadro I-5.

O controle do capital estrangeiro tornou-se um tema de grande importância na década de 50, na medida em que o período foi marcado pelo primeiro movimento de internacionalização do capital do pós- guerra. Este fato contribuiu para exacerbar, no Brasil, um forte movimento nacionalista que exerceu pressões para a efetivação de um controle sobre a entrada desses capitais no país, cujos reflexos puderam ser sentidos na década seguinte.

Dentro desse contexto é que devemos entender a introdução da Lei 4.131, de 03/09/62, que propicia a consolidação da matéria referente à legislação dos capitais estrangeiros. Os legisladores da época procuraram regular a entrada dos capitais estrangeiros da seguinte forma: toda a renda recebida por um não residente, na forma de lucros, juros ou dividendos, marcas, patentes e royalties, sofreriam uma taxação de 25%, sendo que esse impacto incidia de forma progressiva.

Após o golpe militar de 1964, o referido diploma foi modificado pela Lei 4.390, de 29/08/64, sem que ocorressem alterações sobre a matéria referente à taxação. Esse dispositivo, juntamente com o decreto 55.762, de 1965, ficou conhecida como a lei das

Remessas de Lucro que permaneceu intactas por mais de vinte e cinco anos, sendo modificada somente na administração Collor.

**QUADRO I-5**  
**LEGISLAÇÃO BÁSICA: CAPITAL ESTRANGEIRO**

Legislação	Data	Discriminação
Lei 4.131	03/09/62	Controle à entrada de IDE
Lei 4.390	29/08/64	Controle à entrada de IDE
Lei 8.383	30/12/91	Incentivo à entrada de IDE
Lei 9.249	26/12/95	Incentivo à entrada de IDE
Instrução Normativa n. 41	22/04/98	Incentivo fiscal

Fonte: Bacen-Legislação Básica (1999)

Neste sentido, esse governo inaugurou uma nova política no que tange à regulação relativa aos capitais estrangeiros. A perspectiva adotada visava o incentivo à entrada de investimentos Diretos Estrangeiros, condizentes com o receituário proposto pelo Consenso de Washington. Assim sendo, a Lei 8.383, de 30/12/91, dentro do espírito da liberalização da economia que prevaleceu a partir de então, procurou eliminar a figura do imposto suplementar de renda, que ultrapassasse 12% do Capital registrado. Adicionalmente, reduziu o imposto de renda incidente na fonte sobre os lucros de residentes no exterior, de 25% para 15%, procurando desta forma igualar o tratamento do Capital estrangeiro ao Capital doméstico (Freitas, 1996 pp 104 )

O passo seguinte foi determinado no governo Fernando Henrique Cardoso, já no contexto da estratégia do Plano Real, de promover a entrada de investimentos Diretos Estrangeiros, como forma de financiamento do Balanço de Pagamentos. Dentro do âmbito da Lei 9.249, de 26/12/95, foi adotada uma série de incentivos ao Capital estrangeiro, a saber: Primeiro, permissão de pagamentos de juros a título de remuneração do capital próprio. Segundo, redução de 25% para 15%, da alíquota de imposto de renda na fonte sobre remessa de “royalties”. Terceiro, isenção de imposto de renda na fonte sobre lucros e dividendos.

A partir desta última medida ficou claro que não se procurava mais dispensar o mesmo tratamento ao capital estrangeiro às empresas nacionais. Na perspectiva de se

buscar recursos externos a qualquer preço para cobrir o déficit em conta corrente, quem passou a ter status privilegiado foi a empresa estrangeira.

Tendo em vista esta mesma perspectiva, em 13 de fevereiro de 1995, foi adotada a Lei das Concessões, cuja intenção era a de dotar o governo de instrumentos legais para fixar as regras gerais que permitiriam delegar a terceiros prestação dos serviços públicos. Por este instrumento, as concessionárias passariam a ter direito de explorar tais serviços, mediante investimentos no setor por conta e risco, pelos quais teriam direito à remuneração, através da cobrança de tarifas.

Desse modo, as empresas estrangeiras poderiam atuar da mesma forma que a iniciativa privada nacional nos seguintes setores: energia elétrica (geração, transmissão e distribuição), telecomunicações, transportes, Construção ( rodovias, portos e aeroportos), saneamento básico e abastecimento de água. Na realidade, a referida lei estava preparando o caminho para a participação das empresas brasileiras no processo das privatizações, o que permitiria aumentar o volume de ingresso dos investimentos Estrangeiros Diretos no país.

Por último, pelo artigo 9 da Lei 9.249, de 26/12/95, o pagamento de juros aos sócios estava sujeito à retenção do imposto de renda na fonte a incidência de uma alíquota de 15%. Entretanto, conforme o disposto na instrução Normativa 41, este valor era passível de ser dedutível tanto para efeito de lucro real quanto do cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido.

## CAPÍTULO II

### *SOBREVALORIZAÇÃO E ABERTURA: IMPACTOS SOBRE O BALANÇO DE PAGAMENTOS*

#### *2.1- ANTECEDENTES IMEDIATOS AO PLANO REAL: A REVERSÃO DOS FLUXOS EM DIREÇÃO À TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS REAIS NA DÉCADA DE 80.*

No final dos anos 70, já se apresentava fortemente a problemática da rolagem da dívida externa articulada ao processo de sobreendividamento.

A articulação do choque do petróleo com o aumento das taxas de juros internacionais acabam por determinar impactos negativos sobre a situação dos países devedores em dólares, dentre os quais o Brasil.

De um lado, no biênio 1979-80, destaca-se a volta da situação de desequilíbrio na Balança Comercial<sup>1</sup>. Esse deveu-se ao crescimento com importações e ao retorno de uma conjuntura recessiva com inflação nas economias avançadas que teve impactos negativos sobre as exportações. No entanto, o maior problema se relacionou ao choque das taxas de juros internacionais que teve impactos sobre o custo da dívida. “como decorrência pela primeira vez na história recente da dívida externa, o saldo da conta financeira apresenta-se com nível negativo. Isso significa que o acréscimo da dívida , além de não gerar recursos para o financiamento da conta de mercadoria e serviços produtivos, é insuficiente para fazer frente aos juros líquidos vencidos no período. ( Davidoff Cruz ,1984, pp24 )

Mais uma vez os países periféricos foram obrigados a absorver uma parcela desproporcional dos desequilíbrios internacionais, na medida em que a estratégia dos mercados financeiros internacionais foi a de jogar o ajuste para os devedores.

Adicionalmente, outro impacto se deu pela reestruturação e nova lógica que passa a presidir o sistema bancário internacional. A participação da carteira, referente à concessão de empréstimos aos países em desenvolvimento sobre o capital das instituições estrangeiras, havia se tornado incrivelmente alta. O seu *exposure*, com relação àquelas

---

<sup>1</sup> O déficit acumulado no biênio 79/80 foi de US\$ 5,7 bilhões .

economias endividadas, acabou situando-se em patamares fortemente elevados, o que deixava essas instituições em situação muito pouco confortável para com os seus acionistas.

Por conseguinte, a nova política dos banqueiros internacionais, principalmente depois da crise mexicana, em 1982, foi a de reduzir ao máximo possível os seus *exposures* com os países em desenvolvimento.

Neste sentido, a nova estratégia dos banqueiros estrangeiros direcionou-se para a eliminação de qualquer financiamento adicional, o que significava que os países em desenvolvimento teriam que realizar um esforço para promover um superávit comercial que fosse suficiente para pagar o déficit em transações correntes. (Ricardo Carneiro, 1991 )

**TABELA II-1**  
**SALDO EM TRANSAÇÕES COM O EXTERIOR: 1980/1989**

Ano	Hiato de Recursos Reais <sub>(1)</sub>		Hiato de Recursos Financeiros <sub>(2)</sub>		Reserva Internacional US\$ Bilhões
	US\$ Bilhões	(%) do PIB	US\$ Bilhões	(%) do PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(1)-(3)
1980	(4,9)	(2,1)	(2,1)	(0,9)	(2,8)
1981	(0,6)	(0,2)	(1,2)	(0,4)	0,6
1982	(1,5)	(0,5)	2,0	0,7	(3,5)
1983	5,1	2,5	4,5	2,2	0,6
1984	12,1	5,6	4,7	2,2	7,4
1985	11,7	5,1	12,1	5,3	(0,4)
1986	6,9	2,5	11,7	4,3	(4,8)
1987	10,0	3,3	9,3	3,0	0,7
1988	17,7	5,0	16,0	4,5	1,7
1989	14,6	3,0	14,0	2,9	0,6

Fonte: CARNEIRO (1991)

Obs: (1): (+) Transferências de recursos reais; (-) Absorção de recursos reais. (2): (-) Absorção de recursos financeiros; (+) Transferências de recursos financeiros.

Em 1981, não obstante a drástica redução dos fluxos financeiros internacionais para o país, condizente com a retração mundial da oferta de crédito, decorrente da crise da Polônia, o governo conseguiu, temporariamente, contornar a deterioração do financiamento do Balanço de Pagamentos através de uma política ortodoxa Esta, ao determinar uma profunda recessão na economia, implicou na diminuição considerável do hiato de recursos.

O ano de 1982 representou uma etapa de transição. A moratória mexicana, ao desencadear o estancamento do crédito voluntário, gerou um menor volume de entrada

líquida de capitais. Este evento inaugurou uma nova etapa na economia brasileira, que passou a conviver com o fenômeno da transferência de recursos financeiros ao exterior.

Importa colocar que o fato acima indicava que havia uma maior necessidade da economia gerar saldos comerciais para fazer frente à sangria de dólares referente a remessa ao exterior. Entretanto, o que se verificou foi exatamente o inverso, ou seja, levando-se em conta que 1982 era um ano eleitoral, os maiores gastos governamentais fizeram com que houvesse uma elevação no hiato de recursos. Desse modo, a conjugação de uma absorção de recursos reais com transferências de recursos financeiros implicou em pesadas perdas das reservas internacionais, determinando umas das maiores crises cambiais vividas pelo país no pós-guerra.

O que queremos destacar, então, é a mudança de comportamento dos mercados internacionais de capitais nos anos 80, gerando a questão da restrição do financiamento externo, posteriormente à mudança da forma de ingresso desses capitais. Os créditos voluntários para os países em desenvolvimento foram bastante significativos até 1982, enquanto que os investimentos estrangeiros diretos, por causa da reestruturação industrial ocorridas nas principais economias centrais, foram rareando a partir de meados da década de 70.

No caso específico do Brasil, essas duas modalidades de financiamento externo ingressaram no país de forma substancial até a eclosão da crise da dívida. A partir da moratória mexicana, em 1982, ambas as formas de financiamento foram reduzindo-se, sendo que no primeiro caso, os créditos voluntários foram sendo substituídos por outras formas de financiamento, provenientes de organismos multilaterais ou por agências governamentais, movimento este que perdurou até 1985. (Barbosa de Mello, 1997).

A estratégia dos banqueiros internacionais de não realizarem nenhum aporte adicional de recursos ao país acabou prevalecendo, entre meados e final dos anos 80.

O saldo das transações reais foi suficiente somente para o pagamento da conta de serviços fatores, ou seja, os vultosos saldos comerciais gerados não foram suficientes para mitigar a escassez de divisas. Esta ponderação nos ajuda a entender a razão pela qual as políticas de estabilização, tanto as ortodoxas quanto as heterodoxas, não obtiveram êxito na década de 80, mesmo quando esta última incorporou, ao seu arsenal, medidas consagradas pela ortodoxia.

Vimos que o Brasil apresentou em sua contas externas, no período de 1984 a 1993, megasuperávits na Balança Comercial. Tal prática, que durou exatamente uma década, começou a ser interrompida com a introdução do Plano Real. A justificativa estava no fato de que a economia não mais necessitava gerar excedentes nas transações comerciais para fazer frente à dívida externa. A razão se devia à volta da liquidez do sistema financeiro internacional, o que permitia ao país passar da situação de exportador para a de absorvedor<sup>2</sup> de recursos financeiros, de modo que o mesmo poderia fazer face as transferências de recursos reais ao exterior sem precisar dos megasuperávits.

Conforme já vimos, as autoridades econômicas que levaram adiante o Plano Real consideravam que a formação de grandes excedentes comerciais representava um equívoco. Para elas, uma política comercial protecionista aliada a promoção de desvalorizações cambiais eram fatores prejudiciais à economia, na medida em que contribuíam para que o país apresentasse uma maior ineficiência produtiva e níveis mais elevados de inflação (Franco, 1995)

Neste sentido, a abertura da economia era entendida como uma estratégia correta, uma vez que o maior nível de importação acarretaria em submeter o capital à concorrência, de modo que isto permitiria equacionar concomitantemente o problema da deficiência de produtividade e do patamar inflacionário crônicos da economia brasileira.

Considerando que a abertura comercial, de fato, foi iniciada no governo Collor, torna-se interessante neste momento fazermos um rápido paralelo entre os dois planos de estabilização. De um lado, pode-se afirmar que tanto o Plano Collor quanto o Plano Real sofreram inicialmente uma forte valorização cambial; de outro, diferentemente do Real, o primeiro programa de início promoveu apenas a remoção das barreiras não tarifárias.

Levando-se em conta que o começo da administração Collor, em 1990, não pôde desfrutar, de imediato, do maciço ingresso de capitais externos, pois, na realidade existia o temor de que a redução tarifária, ao incrementar potencialmente as importações, pudesse acarretar na redução dos excedentes comerciais. Por conseguinte, somente o Plano Real conseguiu conjugar, desde o início, a apreciação da moeda com a redução de tarifas, o que

---

<sup>2</sup> O conceito de Hiato de Recursos Financeiros se refere à diferença entre a Renda Líquida enviada ao Exterior e a Entrada Líquida de Capitais. Quando o respectivo saldo é negativo, diz-se que a economia se encontra na condição de exportador líquido de recursos. Por outro lado, caso o resultado for positivo, o país passa à condição de absorvedor líquido de recursos. Vale lembrar que o Brasil se transformou em exportador líquido desde 1982. Essa realidade somente começou a ser alterada exatamente uma década após. Contudo, a partir do Real é que realmente a economia brasileira se transformou em grande absorvedor de recursos.

representou forte estímulo ao incremento das importações, conforme desiderato das autoridades econômicas do país.

A forma como seria implementada o aprofundamento da inserção do país na economia internacional seria determinada pela conjugação de uma sobrevalorização cambial com uma profunda abertura tanto comercial quanto financeira doméstica. Assim sendo, não é difícil perceber que tal política passaria a afetar negativamente a conta corrente, de modo que esta teria que ser compensada por movimentos de ingresso de capitais externos.

Cabe observar, no entanto, que a partir dos anos 80, as formas de ingresso de capitais se diversificaram. Por um lado, os principais detentores de liquidez passaram a ser os fundos de pensão anglo-saxões, que possuem uma lógica de aplicação essencialmente de curto prazo, com rápida reestruturação de *portfolios*. Por outro, temos que a nova forma de ingresso passa pelo mercado de capitais e que as principais aplicações são os citados fundos de pensão.

Portanto, deve ficar claro que, a depender da forma de como o déficit em Transações está sendo financiado, pode não estar contribuindo de forma efetiva para a formação de capital fixo bruta da economia, que pode se mover com extrema rapidez.

**TABELA II-2**  
**SALDO DAS TRANSAÇÕES COM O EXTERIOR: 1990/1997**

Ano	Transferência de Recursos Reais <sub>(1)</sub>		Transferência de Recursos financeiros <sub>(2)</sub>		Reserva Internacional US\$ Bilhões (5)=(1)-(3)
	US\$ Bilhões (1)	(%) do PIB (2)	US\$ Bilhões (3)	(%) do PIB (4)	
1990	7,9	1,8	7,4	(1,7)	0,5
1991	7,8	2,0	8,2	(2,1)	(0,4)
1992	13,1	3,4	(1,6)	0,4	14,7
1993	9,5	2,2	0,8	(0,2)	8,7
1994	6,2	1,1	(1,0)	0,2	7,2
1995	(9,5)	(1,4)	(22,5)	3,2	13,0
1996	(13,4)	(1,7)	(22,1)	2,8	8,7
1997	(11,2)	(1,4)	(3,3)	0,4	(7,9)

Fonte: Banco Central Elaboração: Autor

OBS: (1) refere-se ao somatório da balança comercial com os serviços não fatores. (2) corresponde os serviços fatores agregado à entrada líquida de capitais.

(+) transferências; (-) absorção

Em termos de análise da absorção de recursos, podemos traçar três períodos distintos para os anos 90, a saber: 90/91; 92/94 e 95/97. Vejamos:

**i) 90/91**

Considerando 1990/1991 como um todo, verificou-se mais ou menos o equilíbrio entre as duas contas, o que explica o fato de não apresentar nenhum saldo positivo na conta de reservas internacionais. No início da atual década, continuamos a conviver com problemas de escassez de divisas. Isso tem a ver com o fato de que os saldos da Balança Comercial começaram a sofrer baixas devida a sobrevalorização cambial de 1990.

**ii) 92/95**

Representa o período em que a intensificação da abertura econômica, conjugada à elevação das taxas de juros, começa a surtir efeito no sentido de atrair capitais forâneos para o país. Obviamente que este fenômeno esteve articulado a uma ponderável ampliação da liquidez internacional.

Curiosamente, o período apresenta um volume de absorção de recursos financeiros modesto e um razoável acúmulo de reservas internacionais (ainda que com tendência de queda). O que ocorreu foi que, nessa fase, verificaram-se saldos comerciais, mesmo considerando a questão da abertura. Tal fato pode ser explicado em parte pela eliminação da sobrevalorização cambial no período como um todo (vide capítulo anterior).

**iii) 95/97**

Essa fase caracteriza-se pela absorção de recursos reais e financeiros. Destaca-se que o volume de absorção dos recursos financeiros é bem mais significativo do que o da absorção de recursos reais.

## **2.2- O BALANÇO DE PAGAMENTOS ANUAL ENTRE 94-97: VISUALIZAÇÃO DA ESTRATÉGIA**

Na seção anterior, trabalhamos com uma estrutura de Balanço de Pagamentos, a mais sintética possível, abordando somente o conceito de hiato de recursos reais e hiato de recursos financeiros. Embora esta forma de analisar as contas externas possua a vantagem de lidar com os grandes agregados, possibilitando um diagnóstico mais abrangente da economia a cerca do movimento da formação da dívida e de seu financiamento, não permite um detalhamento maior das contas de transação do país com o exterior, nosso objetivo no momento.

Procederemos, em seguida, à análise do Balanço de Pagamentos, a partir de um maior detalhamento. Faremos uma análise ano a ano. Primeiramente, destacaremos o movimento do Balanço de Pagamentos em conta corrente para o período em questão. Somente a seguir, analisaremos o movimento da conta Capital para os mesmos anos, levando-se em conta, as Transações Correntes e a conta Capital.

### 2.2.1) O Movimento do Balanço de Pagamentos em conta Corrente

A conta Serviços de não-fatores, que consta na Tabela II-3 encontra-se negativa em todos os anos. A Balança Comercial entre o governo Collor e o Plano Real apresentou, de forma sistemática, superávits comerciais, o que contrabalançou o movimento negativo dos Serviços de não-fatores. No entanto, os superávits são interrompidos a partir dos efeitos oriundos do Plano Real. Verifica-se, então, uma efetiva transferência de recursos reais.

**TABELA II-3**

**BALANÇO DE PAGAMENTOS SINTÉTICO: 1990/1997**

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	US\$ Milhões 1997
<b>Balança comercial -FOB</b>	10.753	10.579	15.239	13.307	10.466	-3.352	-5.539	-8.372
<b>. Exportações</b>	31.414	31.620	35.793	38.563	43.545	46.506	47.747	52.986
<b>. Importações</b>	20.661	21.041	20.554	25.256	33.079	49.858	53.286	61.358
<b>Serviços não-fatores</b>	-2.901	-2.758	-2.123	-3.831	-4.222	-6.192	-7.841	-2.799
<b>Transf. Rec. Reais.<sub>(1)</sub></b>	7.852	7.821	13.116	9.476	6.244	-9.544	-13.380	-11.171
<b>Serviços Fatores</b>	-12.468	-10.784	-9.216	-11.754	-10.521	-12.402	-13.866	-24.489
<b>. juros</b>	-1.592	-8.262	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158	-9.840	-16.899
<b>. lucros e dividendos</b>	-1.592	-665	-574	-1.831	-2.483	-2.590	-2.373	-5.597
<b>. outros</b>	-1.128	-1.498	-1.389	-1.643	-1.700	-1.654	-1.653	-1.842
<b>Transf. Unilaterais</b>	834	1.556	2.243	1.686	2.588	3.974	2.899	2.216
<b>Conta Corrente</b>	-3.782	-1.407	6.143	-592	-1.689	-17.972	-24.347	33.446
<b>Entrada Líq. Capitais</b>	4.262	1.038	8.527	9.301	8.904	30.891	33.012	25.537
<b>Transf. Rec. Financ.<sub>(2)</sub></b>	-7.372	-8.190	1.554	-767	971	22.463	22.045	3.264
<b>Variac. das Reservas<sub>(3)</sub></b>	480	-369	14.670	8.709	7.215	12.919	8.665	-7.909

Fonte: Banco Central. Elaboração: Autor

Obs: (1) Transferências de recursos reais é o somatório da balança comercial com os serviços não fatores; (2) Transferências de recursos financeiros agrupa os serviços fatores, transferências unilaterais, além das entradas líquidas de capitais. (3) Variação das reservas resulta da conjugação das transferências de recursos reais com as transferências de recursos financeiros ou, alternativamente, a soma da conta corrente com as entradas líquidas de capitais. Entrada Líquida de capitais é a soma de capitais autônomos e compensatórios.

Conforme Tabela II-4, a partir de 1995, a Balança Comercial torna-se crescentemente deficitária, sendo tomado como proporção do PIB. Considerando que esta parcela é a componente mais importante da conta transferências de recursos reais, este fato evidencia uma fragilização das contas externas. Se adicionarmos o consagrado déficit na conta de Serviços fatores, cuja magnitude tem se mostrado elevada, fica clara a deterioração das contas que levou à transferência de recursos reais.

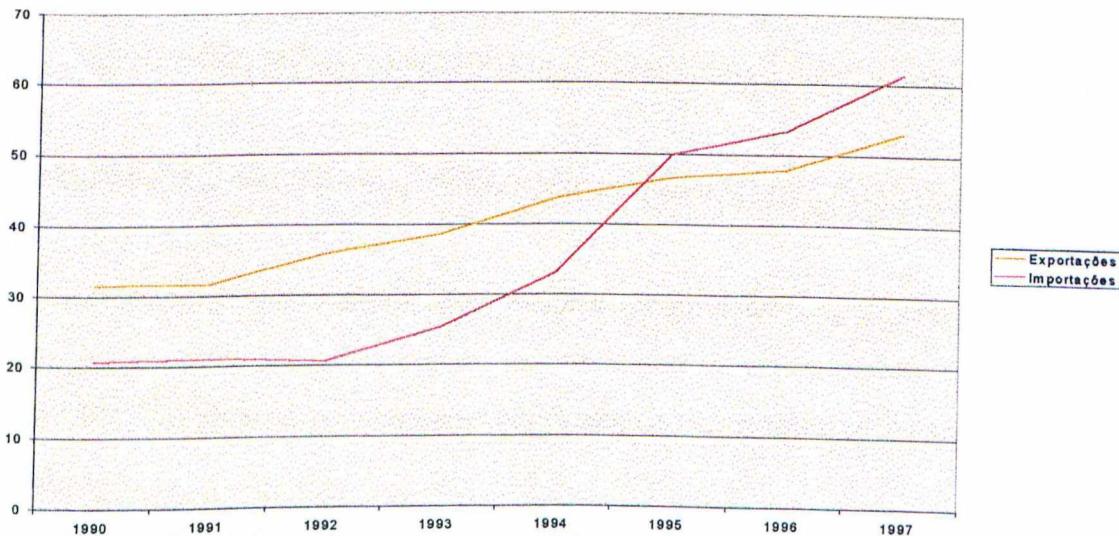
**TABELA II-4**  
**BALANÇA COMERCIAL, SERVIÇOS FATORES, TRANSAÇÕES CORRENTES**  
**COMO PROPORÇÃO DO PIB: 1990/1997**

Ano	Balança Comercial/ PIB	Serviços Fatores/ PIB	Transações Correntes/ PIB
1990	2,41	(2,80)	(0,85)
1991	2,79	(2,79)	(0,36)
1992	3,93	(2,38)	1,59
1993	3,10	(2,74)	(0,14)
1994	1,93	(1,94)	(3,11)
1995	(0,48)	(1,76)	(2,55)
1996	(0,71)	(1,79)	(3,14)
1997	(1,08)	(3,16)	(4,31)

Fonte: Elaborado a partir de dados do Banco Central

O Gráfico I sintetiza o comportamento das Importações e Exportações.

**GRÁFICO II-1**  
**EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES: 1990/1998**



Fonte: Banco Central- Relatório Anual ( diversos números)

Na medida em que o diferencial entre ambos se amplia, surge a dúvida se o referido déficit tem natureza estrutural.

Durante a década de 90, enquanto as importações tiveram uma taxa de crescimento de aproximadamente de 16,8%, as exportações se situaram na faixa de 7,8% ao ano, ou seja, um pouco menos da metade do respectivo valor. Fazendo-se o mesmo cálculo do exercício anterior, só que desta vez concentrando-se na análise após a implantação do Real, verificaremos que a diferença torna-se muito mais dramática, ou seja, as importações no período de 1997/1994, apresentaram uma taxa de crescimento extremamente elevada de 22,8%, contra um percentual de 6,8% ao ano, referente às exportações.

Quando analisamos o Gráfico I, fica claro a mudança da relação exportação/importação. Visualiza-se claramente o crescimento a taxas crescentes das importações, o que não é acompanhado pelas exportações. A reversão para a Balança Comercial deficitária se apresenta com força a partir de 1955.

Para compreender o movimento do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes, falta ainda analisar a conta Serviços. Já destacamos que os Serviços de não-fatores representam transferências de recursos. Após 1994, essas transferências saltam de patamar devido à facilidade de gastos com viagens, por exemplo. Esse item é incentivado pela sobrevalorização, pela maior facilidade de créditos parcelados e pela legislação que não impõe limites à compra de dólares. A conta Serviço de não-fatores representa um elemento a mais a pesar na transferências de recursos reais.

No entanto, mais do que isso, queremos destacar o peso da conta dos Serviços fatores. Mais uma vez, utilizaremos a Tabela II-3 para nos auxiliar nesta tarefa. A primeira observação a ser feita diz respeito aos elevados valores desta conta, o que reflete a condição do país ter um estoque crescente de dívida externa. Seu montante praticamente dobrou de valor entre 1994 e 1997, ou seja, em, apenas três anos. Isto, por si só, já tem impactos sobre juros e remessas de lucros.

A relação Serviços fatores /Exportações constitui um importante parâmetro, que permite evidenciar a capacidade de um país de honrar os seus compromissos externos. A Tabela II-5 nos permite apontar dois momentos bem distintos, a respeito da referida relação.

No período que antecede ao Real, pode-se verificar uma redução significativa da relação. Isso mostra que o peso dos Serviços de fatores esteve decaindo. Note-se que isto

ocorre mesmo considerando um período em que as exportações apresentaram resultado mediano. Considerando o período seguinte, que nos interessa mais de perto, devemos destacar que o movimento inverte-se na medida em que se processam os desdobramentos do referido plano de estabilização.

**TABELA II-5**  
**RELAÇÃO SERVIÇOS NÃO FATORES / EXPORTAÇÕES: 1990/1997**

Ano	Serviços fatores	Exportações	Em Milhões US\$
			Serviços Fatores/ exportações
1990	12.468	31.414	39,7%
1991	10.784	31.620	34,1%
1992	9.216	35.793	25,7%
1993	11.754	38.563	30,5%
1994	10.521	43.545	22,6%
1995	12.402	46.506	26,7%
1996	13.866	47.747	29,0%
1997	24.489	52.986	46,2%

Fonte: Banco Central

Evidentemente, a conta que possui maior peso é a vinculada aos encargos dos juros, o que reflete o elevado estoque de dívida externa acumulado previamente pelo país. Contudo, não é por acaso que sua trajetória de crescimento se mostrou vertiginosa a partir de 1997, pois foi se aprofundando a formação do déficit na conta de transações correntes. O fechamento, assim, só podia se dar pela conta Capital, gerando impactos sobre o endividamento externo e logicamente sobre a conta Serviços. Desta forma, já se destaca que o ingresso de capitais não é neutro e tem impactos sobre os Serviços de fatores. Este fato fica magnificado quando observamos que outro item importante diz respeito às remessas de lucros e dividendos que entre 1996/1997, estas praticamente dobraram de valor, ou seja, em apenas um ano. Na realidade, isto tem a ver diretamente com as medidas liberalizantes, referentes à política de remessas de lucros tomadas no período considerado.

Se ponderarmos o peso dos juros sobre a conta Serviços de fatores, veremos que sua participação cresce de 60%, em 1994, para os quase 70%, em 1997. No caso, a relação lucro e dividendos sobre serviços de fatores não se alterou. Portanto, podemos dizer que é a conta juros que está, de fato, pressionando a conta de Serviços fatores.

Isto posto, poderemos voltar à análise do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes. Entre 1990/1993, o déficit em Transações Correntes, como percentagem do PIB,

não apresenta altos níveis, e no ano de 1992, o mesmo se apresentou até ligeiramente positivo, graças ao excepcional saldo na Balança Comercial neste ano.

Observando-se o balanço sintético do Balanço de Pagamentos (Tabela II-3 ), uma característica muito importante a ser percebida refere-se ao fato de que, neste período, a entrada líquida de capitais foi mais do que suficiente para cobrir a conta Corrente. Na verdade, mesmo antes do Plano Real já se apresentava o crescimento das reservas , conforme podemos constatar, especialmente no ano de 1992.

Vale dizer, a entrada de dólares que começou a ingressar no final de 1991, como forma de captar os fluxos externos para o país, não tinham a intenção de servir inicialmente para a cobertura dos déficits em transações correntes

A lógica de tal política se articula à estratégia de promover uma substancial elevação das reservas internacionais, de modo a propiciar uma ancoragem cambial, para garantir a política que determinava uma apreciação da moeda. Esta, por sua vez, tinha o propósito de incentivar as Importações para levar a uma maior competição interna, o que levaria à modernização e crescimento da produtividade. De forma que, a entrada de produto a preços mais baixos também induziria a redução dos preços.

Entre 1994 e 1997, a questão se exacerba muito mais. O que queremos destacar é que a sobrevalorização, articulada a política de juros altos aliada à abertura comercial e a financeira, determina uma dinâmica particular, que não se teria apresentado entre 1990/93. Podemos notar, pelos dados apresentados que a partir de 1994, os recursos em questão se elevaram de patamar. Não estamos mais tratando de um déficit em conta corrente de US\$ 1.407 milhões, como o verificado em 1991. Em 1997, as magnitudes alcançaram o valor de US\$ 33.446 milhões. Estamos falando também de transferências de juros na ordem de US\$ 16.899 milhões.

### 2.2.2) O movimento da conta Capital

O desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais foi fundamental para o endividamento dos países periféricos. A partir do pós- guerra e especialmente nos anos 1960/70, com o desenvolvimento do Euromercado, o capitalismo entra em uma fase em que se criam novos espaços para as atividades bancárias, como também se estimulam inovações financeiras, propiciando a diversificação das fontes de financiamento.

Esses desdobramentos foram amplamente comemorados pelos países periféricos, na medida em que possibilitavam maior grau de liberdade para o financiamento de seus déficits do balanço de pagamentos. Por um lado, as formas de financiamento não estariam mais restritas aos governos centrais e nem as suas agências de financiamento às importações, a exemplo do Eximbank, e do inconveniente das condicionalidades. Por outro lado, verificou-se maior flexibilidade nos prazos e volumes de empréstimos via os bancos privados. Isto aliado à grande liquidez internacional possibilitou o amplo endividamento externo dos anos 70, que se processou essencialmente via crédito. Após a crise dos mercados financeiros internacionais no final dos anos 70 e início dos anos 80, entra-se em uma “nova fase” do endividamento externo (Chesnais ,1994)

Após o crescimento abrupto das taxas de juros internacionais (1979) e o consequente impacto sobre os devedores, os bancos internacionais passam por um período de forte fragilidade. A superação do impasse se dá essencialmente pela via do mercado e o movimento vai na direção da busca de instrumentos de diluição de riscos e de estruturas financeiras mais abertas.

Nesse sentido é que se configura o processo de securitização de dívidas e o desenvolvimento de derivativos. Dentro as principais características das novas condições de financiamento que estabelecem a partir de então podemos citar:

- a) O fato de que os grandes detentores de liquidez passam a ser os investidores institucionais;
- b) Que grande parte do movimento financeiro passa a se dar via mercado de capitais e não mercado de crédito;
- c) Que se estabelecem condições que facilitam o movimento da liquidez a nível internacional, permitindo uma rápida reestruturação de *portfolios*.

A partir de então, não são mais os grandes bancos, mas sim, os mercados financeiros e as organizações financeiras que dominam no cenário financeiro internacional.

Esta fase teve início nos primeiros anos da década de 80, com as políticas liberalizantes adotadas nos governos Reagan e Thatcher, que, entre outras providências, eliminaram toda o resquício de controle dos movimentos de capitais. Verifica-se a rápida expansão dos mercados de obrigações, interconectados internacionalmente.

Esse processo foi totalmente aberto aos investidores institucionais, na década de 90, permitindo aos governos procederem à securitização da dívida pública de suas respectivas

economias. No entanto, cabe observar que a forma de ingresso desses capitais tem um potencial de volatilidade cada vez maior. Isso posto, cabe analisar, de forma geral, a estratégia implantada pelo Plano Real, entre 1994 e 1997.

Para entender a lógica do discurso do governo, cabe voltarmos ao diagnósticos do Plano Real. Segundo esta perspectiva, o déficit em conta corrente não deveria ser considerado problemático, sendo já previsível. A idéia, inclusive, era que o crescimento das importações geraria impactos concorrenenciais positivos. O principal da estratégia estaria no fato de que este desequilíbrio temporário seria suportado pelo ingresso de capitais que, tendo em vista a estabilidade da economia, entrariam com facilidade e de forma mais estável. De qualquer forma, as altas taxas de juros seriam um atrativo.

A estratégia do Real, inicialmente, passava a continuar garantindo a entrada de capitais através de investimentos em Portfolios. As autoridades econômicas acreditavam que a manutenção do elevado nível das reservas internacionais, ainda que às custas de ingressos de capitais extremamente especulativos, seria essencial para a redução drástica da inflação. Desse modo, uma vez estabilizada a economia, o país poderia, a médio prazo, passar a atrair capitais produtivos.

Por conseguinte, os investimentos Diretos Estrangeiros passariam a ter uma dupla função, a saber: garantir o financiamento do Balanço de Pagamentos e de contribuírem para o crescimento auto-sustentado da economia. Eles seriam decisivos para o financiamento do déficit em Transações Correntes, como também seriam uma fonte de expansão da capacidade produtiva, com o intuito de atender um mercado doméstico em expansão.

Isto posto, passemos à análise do movimento da conta Capital para o período considerado. O procedimento a ser adotado nesta seção, será o de destacar dois grandes conjuntos da conta capital: investimentos e empréstimos.

A razão disso se deve ao fato de que, pelo menos em tese, é preferível a modalidade de financiamento via investimentos do que via empréstimos, na medida em que este último tende a incrementar a dívida externa. Por conseguinte, os investimentos, em princípio, deveriam contribuir para a formação bruta de capital fixo, o que coloca esta forma de financiamento igualmente em tese superior aos Empréstimos.

Neste sentido, aparentemente, o Plano Real teria melhorado as condições de financiamento do Balanço de Pagamento, na medida em que se constata (Tabela II-6) o

vertiginoso aumento da participação dos Investimentos. Aparentemente, durante o Plano Real, a forma de ingresso de capitais teria melhorado.

**TABELA II-6  
CONTA CAPITAL SINTÉTICA : 1992/1997**

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Em Milhões US\$
Capital	25.271	10.115	14.294	29.359	34.263	26.087	
Investimentos <sup>(1)</sup>	3.150	6.270	8.214	5.047	16.005	20.283	
Empréstimos <sup>(2)</sup>	22.121	3.845	6.080	24.312	18.258	6.000	

Fonte: Banco Central

Obs: (1) Inclui reinvestimentos ; (2) inclui financiamentos ,capitais de curto e longo prazo e outros capitais.

No entanto, para melhor entender, cabe detalhar esses dados conforme Tabela II-7.

**TABELA II-7  
CONTA DE INVESTIMENTO SINTÉTICA : 1992/1997**

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Em Milhões US\$
Investimento Total	3.147	6.270	8.214	5.047	16.071	20.815	
Investimentos	2.972	6.170	8.131	4.663	15.540	20.664	
. Brasileiros	(137)	(1.094)	(1.037)	(1.559)	56	(1.569)	
. Estrangeiros	3.109	7.264	9.168	6.222	15.484	22.233	
. Portfolios	1.704	6.650	7.280	2.294	6.040	5.300	
. Diretos <sup>(1)</sup>	1.405	614	1.888	3.928	9.444	16.933	
Reinvestimentos	175	100	83	384	531	151	

Fonte: Elaborado a partir de dados do Banco Central

Obs: (1) inclui investimentos em mercadoria e conversão

Pelos critérios do FMI, os investimentos Diretos são definidos como tendo a finalidade de obter participação duradoura em uma empresa, cuja relação se pretende de longo prazo.

A forma como o Banco Central brasileiro entende que o investidor possui de fato capacidade de decisão na empresa, é determinada a partir do seguinte critério: a participação dos capitais ingressados ter no mínimo 10% do capital votante e, alternativamente, deve também perfazer 20% do capital total.

Conforme acabamos de ver, a diferença entre investimentos de Portfolios e Diretos tem a ver com esta questão de controle. A diferença é sutil e, às vezes torna-se impossível distinguir corretamente a natureza de cada um deles. Paralelamente, também fica claro que capitais contabilizados como investimentos Diretos também podem sair rapidamente do país.

A Tabela II-7, em princípio, confirma o saldo “positivo” deixado pelo Real, uma vez que os investimentos Diretos também apresentaram um crescimento vertiginoso. No entanto, esses dados ainda não permitem a real compreensão do ingresso desses capitais. Primeiro, considerando que os investimentos Diretos se referem essencialmente a concepção de controles de capital acionário, não é possível desvendar a real natureza do investimento. É investimento novo ? É troca de propriedade ? Em que setores ?

O sucesso dessa entrada maciça de capitais produtivos no país não pode ser imputado somente à estratégia da política cambial pela opção contundente da estabilidade da moeda, o que constituiria condição necessária, mas não suficiente das condições macroeconômicas para a determinação do ingresso deste tipo de investimento.

Devemos relacionar outro fatores que não se encontram no âmbito estrito do “mercado”, mas, sim, dentro do contexto institucional. Trata-se da política deliberada de incentivo aos investimentos Diretos Estrangeiros. Portanto, abordaremos esta questão de forma sucinta.

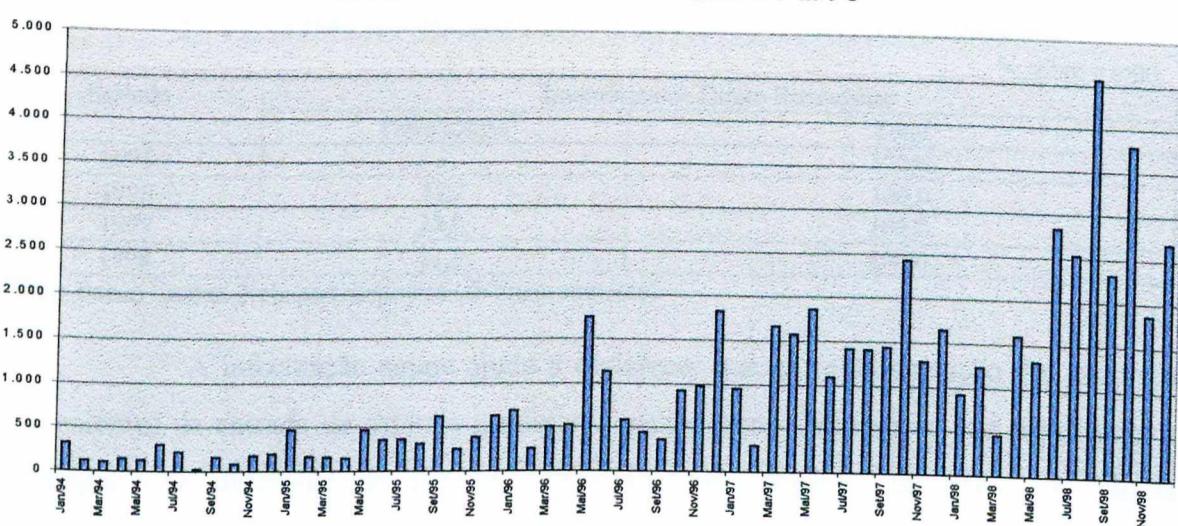
Neste sentido, podemos citar a Lei 9.897, referente às concessões de serviços públicos, de 10/03/95, cuja importância foi de permitir a participação das empresas forâneas no processo de privatização. Em segundo lugar, citamos a Lei 9.249, de 26/12/95, que adotou diversas medidas de incentivos ao capital estrangeiro, colocando-o em posição privilegiada em relação às próprias empresas nacionais.

O Gráfico II-2 mostra o comportamento dos investimentos Diretos no período 1994/1998. A concessão da participação dos capitais estrangeiros no processo de desestatização permitiu o maior volume de entradas de investimentos Diretos, a partir de meados de 1995. Deve-se considerar que, neste período, não se poderia ainda atribuir o ingresso desses capitais produtivos à estabilidade da moeda, uma vez que esta ainda estava em gestação. Contudo, pode-se perceber que somente a partir de meados de 1996, que se verifica a entrada significativa dos investimentos Diretos.

Considerando que os investimentos são destacados como forma mais estável de financiamento do Balanço de Pagamentos e que teriam impactos sobre a formação de capital fixo bruto e sobre o emprego, pergunta-se porque a economia brasileira não teria conseguido alavancar uma trajetória de crescimento auto-sustentado da economia, após a introdução do Real, pelo menos a partir de meados de 1996.

**GRÁFICO II-2**

**INVESTIMENTO DIRETO:1994-1998**



Fonte: Banco Central- Nota para Imprensa (diversos números)

**TABELA II-8**

**INVESTIMENTO DIRETO – RAMO DE ATIVIDADE:1995-1997**

Discriminação	1995 estoque		1996 fluxo		1997 fluxo		Em US\$ Mil
	Estoque	%	Fluxo	%	Fluxo	%	
Agricultura	686,6	1,62	110,5	1,44	456,1	2,98	
Indústria	23.402,4	55,03	1.740,0	22,70	2.036,4	13,30	
Serviços	18.439,0	43,36	5.814,9	75,86	12.818,6	83,72	
Total	42.530,0	100,00	7.665,4	100,00	15.311,1	100,00	

Fonte: Banco Central- Censo de Capitais Estrangeiros (1999)

A seguir, apresentamos dados que qualificam e relativizam esses ingressos de capitais. Iremos nos basear inicialmente nos dados contidos no Censo de Capitais Estrangeiros do Banco Central, conforme discriminado pelo Quadro II-8. Cabe destacar que, antes da ocorrência de ingressos substanciais de investimentos diretos no país, a alocação desses recursos estava predominantemente concentrada na indústria, que respondia por 55% do direcionamento deles, em 1995 (Estoque).

Nos dois anos seguintes, pode-se verificar, pela análise dos fluxos, uma nítida inversão no direcionamento desses investimentos para o setor de serviços. Por conseguinte, sua participação aumentou consideravelmente, alcançando os níveis de 76% e 83%, para os anos de 1996 e 1997, respectivamente. Vale registrar que, entre os principais setores encontram-se os Serviços Prestados a Empresas, seguidos de Eletricidade, Gás e Água Quente e Intermediação Financeira, que juntos perfazem aproximadamente 67% do total.

**TABELA II-9**

**INVESTIMENTOS DIRETOS-PRIVATIZAÇÃO:1995-1998**

Período	Investimentos Direto Estrangeiro		% sobre o total
	Privatização	Total	
1995	-	100,0	
1996	25,2	100,0	
1997	28,0	100,0	
1998	21,3	100,0	

Fonte: Banco Central-Nota para imprensa (diversos números)

A informação acima ajuda a esclarecer que parte da alocação dos recursos provenientes da entrada de capitais produtivos para o ramo de serviços tem a ver com a estratégia de desmonte do Estado, promovida pelo governo de FHC, via rápida privatização e com a questão do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). No primeiro caso, explica-se o salto de investimento em poucos anos, pois se está vendendo estas empresas de forma concentrada. Por um lado, não se trata de investimentos novos, mas sim, de transferência de propriedade; por outro, esta concentração de bons negócios de privatização ocorre de uma vez só. Assim, esses ingressos maciços não se dariam no futuro. Vale lembrar que, o ingresso de capitais via serviços também reflete a maior participação de bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional. Esses entraram pela brecha do PROER, com o intuito de penetrar, tanto no setor de varejo quanto no setor de finanças corporativas, esperando participar dos negócios de privatização via vendas ou concessões. Aliás, esse movimento está também articulado à pressão para a liberalização, fenômeno característico dos países que adotaram programas de estabilização com abertura econômica.

Assim, considerando a política de venda do patrimônio público, empreendida particularmente após o Real, pode-se considerar que grande parte dos investimentos Diretos tenham se direcionados para compra de empresas estatais, pelo processo de privatização

(Tabela II-9). Empreendimentos esses que representam investimentos já realizados e que não contribuem para a formação bruta de capital fixo. Ademais, tendo em vista a rapidez do processo de privatização e dos setores em que se deu, é possível entender a rápida entrada desses capitais, concentrada no tempo. Além do mais, não podemos esquecer a entrada dos bancos estrangeiros e as facilidades apresentadas pelo PROER.

Cabe ainda observar que a Tabela II-7 nos mostra outras questões. Após 1992, pode-se verificar que as políticas de atração do capital externo começaram a dar resultado, destacando-se especialmente o crescimento dos investimentos de Portfolios, que podem sair rapidamente do país. Isso nos remete à compreensão do grau de importância da instabilidade das reservas.

**TABELA II-10**  
**CONTA DE EMPRÉSTIMOS SÍNTÉTICA : 1992/1997**

Discriminação	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Em US\$ Milhões
Empréstimo Total	22.124	3.845	6.080	24.312	18.191	5.273	
Financiamentos	13.258	2.380	1.939	2.834	4.307	18.409	
Amortizações	(8.572)	(9.978)	(50.411)	(11.023)	(14.419)	(28.714)	
Empréstimos	17.577	11.659	53.802	33.570	28.593	11.354	
Curto Prazo	2.612	869	909	18.834	5.752	(17.516)	
Longo Prazo	14.975	10.790	52.893	14.736	22.841	28.870	
. Bancos Brasileiros	294	-	5.752	-	-	-	
. Bancos Estrangeiros							
. Intercompanhias	871	1.064	632	1.133	1.578	3.062	
. Moeda	7.703	834	38.758	1.737	814	2.434	
. Títulos (1)	6.107	8.892	7.751	11.866	20.449	23.374	
Outros capitais	(139)	(216)	750	(1.069)	(290)	4.224	

Fonte: Banco Central.

Obs: (1) Inclui bônus, *commercial paper* e *fixed/floating notes*

O primeiro ponto a ser destacado, levando-se em conta a Tabela II-10, diz respeito ao valor excessivamente elevado das amortizações, que tem perdurado ao longo da década de 90, ficando mais clara essa observação se compararmos seu montante com a totalidade das contas financiamentos e empréstimos

Um segundo ponto que deve ser abordado, refere-se ao perfil da conta empréstimos de longo prazo, devendo ser observado que praticamente a totalidade de seu valor diz respeito aos empréstimos com os bancos estrangeiros.

Pela Tabela II-10, fica claro que os títulos têm se apresentado como forma de financiamento que mais destacou-se nos anos do Real. O seu grande crescimento na década de 90, particularmente após 1995, tem a sua explicação vinculada à estabilização, uma vez que a maior estabilidade da economia facilita às empresas nacionais emitirem títulos no exterior.

Considerando a política de juros altos, que tem sido praticada desde o final de 1991, as empresas domésticas de médio e grande porte têm encontrado neste instrumento de financiamento uma forma de fugir do elevado custo do crédito interno. Entretanto, a questão que deve ser colocada é a de que face à atual conjuntura, a facilidade que as empresas encontraram, até 1996 para se financiar, pode ser severamente revertida

Embora a captação de recursos provenientes das operações proporcionadas pelas Resoluções 2.148 / 2.170 / 2.312, referentes ao crédito agrícola, imobiliário e exportações, se encontram dentro da modalidade de empréstimos em Moeda que, infelizmente, estas ainda não tiveram suas contas discriminadas, nessa estrutura do Balanço de Pagamento, presentemente utilizada, de modo que sua análise, por hora, fica prejudicada.

O que podemos afirmar, portanto, é que se trata de operações de repasse possibilitadas nos moldes da Resolução 63. Face a instabilidade cambial, desde meados do ano passado, por aqueles instrumentos, foram permitidas duas facilidades que são: os recursos captados não estão sujeitos a recolhimento compulsório e, quando não repassados as respectivas atividades (agrícola / imobiliário / exportações), esses podem ser aplicados integralmente em títulos indexados ao dólar (NTN-D / NTN-I / NBE-E).

Pelos motivos acima expostos, este instrumento tem apresentado, desde então, um rápido crescimento, principalmente o referente ao crédito agrícola. Este fato, porém, explica parcialmente o motivo pelo qual a conta empréstimo em Moeda não ter ainda apresentado um volume mais expressivo. Contudo, o fundamental é que este movimento detectado mais recentemente tende a encurtar o financiamento externo, o que tenderia a agravar sobremaneira a vulnerabilidade externa do país.

O que queremos destacar é que, tendo em vista os dados gerais do crescimento do endividamento, a seguir faremos uma análise mais detalhada para uma melhor compreensão da forma de ingresso desses capitais.

### **2.3- O REAL E O BALANÇO DE PAGAMENTOS- ANÁLISE TRIMESTRAL**

Neste item, faremos um estudo a partir de dados trimestrais<sup>3</sup>. Analisaremos cada ano separadamente, considerando o Balanço de Pagamentos em Transações Correntes e o movimento da conta Capital. Optamos por fazer também um estudo mais detalhado para demonstrarmos, principalmente, como se deu a forma de ingresso dos capitais para fechamento do crescente déficit que se avolumou, paulatinamente, em conta Corrente.

#### 2.3.1-1994: A Reversão do saldo da Balança Comercial

##### **i) O saldo de Transações Correntes**

Pode-se constatar pela Tabela II-11 que, no terceiro trimestre, a economia ainda não tinha apresentado um aumento substancial no patamar das Importações. Este fato somente veio ocorrer no último trimestre de 1994, quando se verificou um volume de US\$11,8 bilhões, o que representou uma elevação de aproximadamente 80%, em relação a média do primeiro semestre do mesmo ano.

No ano de 1994, houve uma excelente performance das Exportações no período, em relação ao ano anterior, devida, principalmente, ao aumento significativo dos preços das *commodities* no mercado internacional, decorrentes de uma conjuntura favorável. Isto não impediu que, no trimestre final de 1994, a Balança Comercial finalmente se apresentasse com valor negativo. Este fato expressou um momento histórico, na medida em que implicou no interrompimento da geração dos megasuperávits, embora o ano tenha

<sup>3</sup> A título de esclarecimento metodológico, importa dizer que o Capítulo II baseou-se em três fontes de dados distintas, concorrentes ao balanço de pagamentos, a saber: a seção 2.2 refere-se a publicação do Boletim do Banco Central, cujos os dados apresentam-se em bases anuais. A seção 2.3 diz respeito ao Suplemento Estatístico, onde encontra-se estatísticas trimestrais. Estas são regularmente achadas nos meses de março e setembro, no próprio Boletim do Banco Central. Por último, a seção 2.4 concernente a publicação Nota para a Imprensa, mostra a Necessidade de Financiamento Externa, cujos dados encontram-se disponibilizados na INTERNET. Gostaria de alertar para o fato de que, podem existir pequenas divergências na apresentação dos dados e que os mesmos são colocados à disposição dos usuários em tempos diferentes.

terminado com um saldo de US\$ 10,4 bilhões na Balança Comercial, o que representou o último grande excedente da década de noventa.

**TABELA II-11**  
**SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES TRIMESTRAL: 1994**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	Em US\$ Milhões 2 Sem.
<b>1) Balança comercial</b>	2.828,2	3.949,1	6.777,3	4.251,1	-561,9	3.689,2
. Exportações	8.875,9	11.224,8	20.100,7	12.182,2	11.262,3	23.444,5
. Importações	6.047,7	7.275,7	13.323,4	7.931,1	11.824,2	19.755,3
<b>2) Serviços não-fatores</b>	-744,8	-970,3	-1.715,1	-1.002,9	-1.504,3	-2.507,2
. Viagens Internac.	-136,3	-328,9	-465,2	-239,0	-476,9	-715,9
. Transportes	-436,9	-546,7	-983,6	-637,0	-820,3	-1.457,3
. Seguros	-4,2	-33,0	-37,2	-13,0	-81,9	-94,9
. Outros <sup>(1)</sup>	-167,4	-61,7	-229,1	-113,9	-125,2	-239,1
<b>3) Serviços Fatores</b>	-2.352,5	-2.563,3	-4.915,8	-1.947,4	-3.657,1	-5.604,5
. juros	-1.463,2	-1.793,8	-3.257,0	-851,1	-2.229,3	-3.080,4
. lucros e dividendos	-507,2	-388,9	-896,1	-693,6	-893,3	-1.586,9
. outros <sup>(2)</sup>	-382,1	-380,6	-762,7	-402,7	-534,5	-937,2
<b>4) Transf. Unilaterais</b>	630,4	609,3	1.239,7	715,0	633,3	1.348,3
<b>Conta Corrente (1+2+3+4)</b>	361,3	1.024,8	1.386,1	2.015,8	-5.090,0	-3.074,2

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico: Setembro de 1996.

(1) Inclui seguros e serviços relativos a não-fatores de produção. (2) Inclui lucros reinvestidos e serviços

relativos a fatores de produção.

As Transações Correntes apresentaram um saldo negativo de US\$ 1,7 bilhão, registrando incremento de US\$1,1 bilhão, comparativamente ao ano anterior. Embora esta deterioração tenha sido basicamente determinada pela reversão da Balança Comercial, importa dizer que a conta Serviço como um todo contribuiu para o respectivo resultado, em decorrência do desdobramento do Plano Real.

No que tange à conta Serviços não-fatores, em relação ao quarto trimestre, houve um aumento substancial de 80%, vis a vis o comportamento dos dois primeiros trimestres tomados em conjunto. No caso de viagens internacionais, o aumento foi decorrente da redução dos preços dos produtos internacionais, face ao movimento descendente da taxa de câmbio, aliado ao ganho de renda imediatamente pós o Plano Real. Quanto aos fretes, esses também apresentaram crescimento, em grande parte, por conta do aumento dos níveis de importações. A conta Serviços fatores teve, no terceiro trimestre de 1994, um incremento

de aproximadamente de 50% comparativamente ao primeiro semestre de 1994. Em relação à conta juros, considerando a Libor média em dólar para seis meses, contata-se que a mesma evoluiu em termos de participação sobre o total de serviços, de 4,3% no primeiro semestre de 1994, para 6,3% no quarto trimestre do mesmo ano. No caso do aumento das remessas de lucros e dividendos, este foi decorrente do bom desempenho das empresas estrangeiras no país.

### ii) A conta Capital

Quando observamos o movimento de ingresso de capitais, verificamos uma queda inicial dos investimentos em Portfolios e Diretos, especialmente no segundo semestre.

**TABELA II-12**  
**SALDO DA CONTA CAPITAL TRIMESTRAL: 1994**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	2 Sem.	Em US\$ Milhões
1) Investimentos	3.304,2	3.143,6	6.447,8	489,7	1.193,7	1.683,4	
1.1) Brasileiros	-61,7	-261,2	-322,9	-226,2	-487,9	-714,1	
1.2) Estrangeiros	3.365,9	3.404,8	6.770,7	715,9	1.681,6	2.397,5	
. Portfolios	2.824,9	2.869,8	5.694,7	338,9	1.246,6	1.585,5	
. Diretos	541,0	535,0	1.076,0	377,0	435,0	812,0	
2) Reinvestimentos	4,7	45,1	49,8	17,1	16,1	33,2	
3) Amortizações	-2.732,2	-37.929,2	-40.661,5	-2.593,2	-2.823,3	-5.416,5	
4) Emprest. e Financiam.	2.857,9	5.753,0	8.610,9	1.193,9	1.485,4	2.679,3	
4.1) Curto Prazo	588,0	3.357,1	3.945,1	-906,3	-3.574,5	-4.480,8	
4.2) Longo Prazo	2.269,9	2.395,9	4.665,8	2.100,2	5.059,9	7.160,1	
4.2.1) Brasileiros	-194,6	-185,3	-379,9	-203,1	-400,2	-603,3	
4.2.2) Estrangeiros	2.464,5	2.581,2	5.045,7	2.303,3	5.460,1	7.763,4	
.Org. Int. Ag. Gov. Supplier's	335,0	445,4	780,4	451,9	1.156,2	1.608,1	
.Intercompanhias	64,9	60,2	125,1	193,8	313,2	507,0	
.Moedas	229,0	562,0	791,0	304,8	937,9	1.242,7	
.Títulos <sup>(1)</sup>	1.835,6	1.513,6	3.349,2	1.352,8	3.052,8	4.405,6	
5) Outros capitais	1.592,5	123,0	1.715,5	-357,9	145,3	-212,6	
Capitais (1+2+3+4+5)	5.027,1	-28.864,7	-23.837,5	-1.250,4	17,2	-1.233,2	

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico: Setembro de 1996.

(1) Inclui *commercial Paper*, bônus e *Notes*

Em termos de investimentos diretos, em razão das incertezas iniciais face ao fracasso dos diversos planos adotados anteriormente, era de se esperar que os mesmos

sofressem uma redução de seus fluxos de ingresso no país, como de fato ocorreu no segundo semestre de 1994. Com relação aos investimentos em Portfolios, o menor volume de entrada no país, no mesmo período, deveu-se em grande parte, a medidas adotadas pelas autoridades econômicas no sentido de inibir a admissão deste tipo de aplicação.

Desde agosto, o país vinha sofrendo um aumento substancial de divisas que tendiam a pressionar violentamente o mercado cambial, com o risco de apreciar consideravelmente a moeda. O governo procurou adotar diversas medidas que pudessem restringir a oferta de dólares. No caso dos investimentos em Portfolios, foi estabelecido o IOF sobre estas aplicações. No que se refere aos Anexos I a IV, foram vedadas as aplicações em fundos de investimentos (FAF), sendo as mesmas proibições extensivas aos fundos de privatização. Estas medidas restritivas se estenderam também para as modalidades contabilizadas na conta de empréstimo.

No caso dos empréstimos em Moeda, as restrições ficaram por conta da elevação do IOF de 3% para 7% para este tipo de modalidade. As medidas restritivas atingiram os recursos captados pela Resolução 63: foi elevada de 90 para 540 dias, do prazo mínimo de repasse interno destas. Por conseguinte, podemos apontar o crescimento vertiginoso dos empréstimos em títulos no segundo semestre do referido ano, não somente em função do diferencial das taxas de juros praticadas internamente, mas também em razão daquelas medidas restritivas ao crédito.(Relatório Anual do Banco Central ,1994, )

### 2.3.2-Análise para 1995

#### i) O saldo das Transações Correntes

No início de 1995, havia uma expectativa de que o déficit da Balança Comercial tenderia a diminuir significativamente ao longo do ano, mesmo considerando que no final do ano anterior tenha se apresentado um saldo negativo. Acreditava-se que este resultado estivesse viesado pelo crescimento sazonal das compras características de final do ano.

Apesar dessa expectativa, pode-se constatar, pela Tabela II-13, que o déficit na Balança Comercial se posicionou na casa de US\$ 2,3 bilhões, no primeiro trimestre, o que implicou na quadruplicação do seu valor. Esta tendência foi mantida no segundo semestre do respectivo ano, de modo que, no acumulado do semestre, o déficit ficou em torno de US\$ 4,3 bilhões, contrastando com o superávit de US\$ 6,8 bilhões, em igual período de

1994. Estava explícita a reversão do movimento da balança comercial. Neste momento, vale considerar que, ao largo do primeiro semestre de 1995, verificaram-se sucessivos déficits na balança comercial e este fato, aliado à crise cambial mexicana, propiciaram um aumento das incertezas quanto ao comportamento da economia.

Este resultado contribuiu para que as transações correntes sofressem uma forte reversão, passando de uma situação superavitária de US\$ 1,3 bilhão, do primeiro semestre de 1994, para uma posição deficitária de US\$ 11,9 Bilhões, relativo ao primeiro semestre de 1995.

Em menor magnitude, a conta de Serviços também contribuiu para a reversão dos resultados das Transações Correntes. No caso dos serviços fatores, esses se situaram em US\$ 7,1 bilhões, representando um aumento de 45% em relação a igual período do ano anterior. O forte crescimento dos pagamentos líquidos dos juros foi devido aos acordos da dívida externa, firmados em abril de 1994. O mesmo ocorreu em termos da remessas de lucros e dividendos, oriundos da excelente performance das empresas estrangeiras, decorrentes do sucesso inicial do Plano Real.

O déficit da conta de Transações Correntes, relativo ao primeiro semestre de 1995, ficou na ordem de 2,4% do PIB, no acumulado de 12 meses. Criavam-se previsões pessimistas quanto ao desempenho futuro da Balança Comercial, por parte de especialistas na área de comércio exterior, principalmente, porque o caso mexicano<sup>4</sup> ainda era uma lembrança presente. Por este motivo, as autoridades econômicas adotaram, ao longo do primeiro semestre, uma série de medidas na área monetária e creditícia, visando criar condições mínimas para o financiamento das contas externas, de modo a evitar desvalorizações da moeda para assegurar a âncora cambial.

Em que pese o processo da valorização cambial após o Real, o volume das Exportações, semelhante ao registrado nos últimos dois anos, permaneceu no mesmo patamar. Os ganhos de produtividade provenientes da abertura comercial foram importantes para que o mesmo se mantivesse inalterado. Se considerarmos os dois últimos trimestres verificamos um ligeiro acréscimo nas Exportações. Este movimento (da ordem de 7%) refletiu não somente

<sup>4</sup> Em meados de 1994, em plena vigência do Plano Real, o país apresentava um pequeno superávit em transações correntes. Até este momento o país conseguia manter um considerável equilíbrio no balanço de transações correntes, por força dos megasuperávits obtidos pelo país. Em março de 1995, três meses após a crise mexicana, no acumulado de 12 meses, o déficit em transações correntes já se situava em 1,3 % do PIB, fato este que repercutiu negativamente sobre os agentes econômicos.

os efeitos da contração da economia, como também traduziu os ajustes promovidos na taxa de câmbio após o estabelecimento das bandas cambiais, verificadas em março deste ano.

**TABELA II-13**  
**SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES TRIMESTRAL: 1995**

Em US\$ Milhões

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	2 Sem.
<b>1) Balança comercial</b>	<b>-2.334,0</b>	<b>-1.933,0</b>	<b>-4.267,0</b>	<b>812,0</b>	<b>298,0</b>	<b>1.110,0</b>
. Exportações	9.731,0	11.718,0	21.449,0	12.729,0	12.328,0	25.057,0
. Importações	12.065,0	13.651,0	25.716,0	11.917,0	12.030,0	23.947,0
<b>2) Serviços não-fatores</b>	<b>-1.160,2</b>	<b>-1.403,3</b>	<b>-2.564,1</b>	<b>-1.728,6</b>	<b>-2.088,9</b>	<b>-3.817,5</b>
. Viagens Internac.	-489,4	-580,2	-1.069,6	-675,1	-675,0	-1.350,1
. Transportes	-514,0	-692,0	-1.206,0	-827,0	-1.167,0	-1.994,0
. Seguros	-58,6	29,4	-29,2	-46,1	-46,3	-94,2
. Outros	-98,2	-160,5	-259,3	-180,4	-200,6	-379,2
<b>3) Serviços Fatores</b>	<b>-2.972,9</b>	<b>-4.134,5</b>	<b>-7.106,8</b>	<b>-1.973,7</b>	<b>-3.137,9</b>	<b>-5.111,6</b>
. juros	-1.104,8	-3.100,1	-4.204,9	-1.262,8	-2.690,3	-3.953,1
. lucros e dividendos	-1.448,9	-604,3	-2.053,2	-359,5	-177,4	-536,9
. outros	-419,2	-430,1	-848,7	-351,4	-270,2	-621,6
<b>4) Transf. Unilaterais</b>	<b>877,7</b>	<b>1.182,5</b>	<b>2.060,2</b>	<b>1.015,6</b>	<b>897,1</b>	<b>1.912,7</b>
<b>Conta Corrente (1+2+3+4)</b>	<b>-5.589,4</b>	<b>-6.288,3</b>	<b>-11.877,7</b>	<b>-1.874,7</b>	<b>-4.031,7</b>	<b>-5.906,4</b>

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico: Setembro de 1996.

(1) Inclui seguros e serviços relativos a não-fatores de produção. (2) Inclui lucros reinvestidos e serviços relativos a fatores de produção.

A redução dos saldos da Balança Comercial tem ficado por conta das importações, cujo volume ampliou-se consideravelmente a partir de março de 1994. Isso teve ligações com as medidas contracionistas adotadas no primeiro semestre de 1995, que visavam conter a demanda agregada com o intuito de reverter o saldo negativo na Balança Comercial no final do ano anterior. Essa política foi a responsável pela diminuição das Importações no terceiro e quarto trimestres de 1995, perfazendo uma redução da magnitude dos mesmos em 18% relativamente ao semestre imediatamente anterior. Como consequência deste movimento, o resultado da Balança Comercial evoluiu de um déficit de US\$ 4,3 bilhões no primeiro semestre, para um superávit de US\$ 1,1 bilhão no segundo semestre do mesmo ano.

Verificou-se uma substancial diminuição do déficit na conta de Transações Correntes, passando de US\$ 11,9 bilhões, referentes ao valor do primeiro semestre, para o patamar de US\$ 6,0 bilhões, no último semestre do ano. Levando-se em conta que, no mesmo período

considerado, o aumento verificado na conta de Serviços não-fatores foi, em sua maior parte, compensado pela redução ocorrida na conta de serviços fatores, pode-se concluir que o fator decisivo para a melhoria da conta corrente foi o comportamento da Balança Comercial. De qualquer forma, isto não anula o fato de que o balanço da conta corrente foi fortemente deficitário em 1995. Retorna apenas a questão: teria sido revertido o movimento negativo sobre a Balança Comercial?

## ii) A conta Capital

Não obstante o mercado financeiro internacional continuasse a apresentar uma situação de liquidez folgada, havia um certo temor de que a crise financeira mexicana pudesse gerar, como consequência, uma retração dos fluxos de capitais para os países emergentes. Caso isto viesse a acontecer, certamente haveria uma perigosa sangria das reservas internacionais, o que poderia comprometer fortemente a política cambial do Real.

Deve-se ressaltar a esta altura, que a conta investimentos apresentou uma saída líquida de US\$ 1,5 bilhão, comparativamente ao ingresso verificado nos seis primeiros meses de 1994. Entretanto, importa segmentar este resultado em duas partes, à saber: no primeiro trimestre, ocorreu um refluxo de US\$ 3,4 bilhões, decorrente da instabilidade dos mercados financeiros, provocada pela crise do México. Este refluxo deu-se completamente nos investimentos de Portfolio. No segundo trimestre, passados os efeitos expectacionais negativos da turbulência mundial e com a normalização das operações internacionais, os ingressos de investimentos se mantiveram e até aumentaram de volume tanto em relação ao primeiro trimestre do referido ano, quanto em relação ao segundo trimestre. Em idêntico período do ano anterior, verifica-se o retorno paulatino daqueles capitais.

O movimento dos empréstimos também explicitou efeitos da instabilidade dos mercados financeiros no início de 1995, principalmente os referentes à moeda e títulos. No caso de intercompanhias, a exemplo dos investimentos Diretos, que guardam uma certa semelhança as mesmas sofreram um aumento significativo no semestre. Entretanto, no segundo semestre verifica-se uma reversão. Enquanto os empréstimos em Moeda continuaram insignificantes, as captações via títulos foram violentamente impulsionadas, inclusive com um volume superior ao ocorrido no último trimestre do ano anterior. Esses recursos foram basicamente provenientes dos *notes*, seguidos do *Commercial paper*.

**TABELA II-14**  
**SALDO DA CONTA CAPITAL TRIMESTRAL: 1995**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	US\$ Milhões 2 Sem.
1) Investimentos	-3.351,5	1.860,0	-1.491,5	4.231,4	1.930,5	6.161,9
1.1) Brasileiros	-488,2	-268,5	-756,7	-741,1	-54,3	-795,4
1.2) Estrangeiros	-2.863,3	2.128,5	-734,8	4.972,5	1.984,8	6.957,3
. Portfolios	-3.621,3	1.278,5	-2.342,8	3.853,5	783,8	4.637,3
. Diretos	758,0	850,0	1.608,0	1.119,0	1.201,0	2.320,0
2) Reinvestimentos	24,5	121,2	145,7	27,3	27,0	54,3
3) Amortizações	-2.704,0	-3.039,2	-5.743,2	-2.142,9	-2.741,2	-4.884,1
4) Emprest. e Financiam.	7.877,6	6.328,3	14.205,9	9.985,6	5.438,1	15.423,7
4.1) Curto Prazo	6.768,7	1.591,4	8.360,1	4.408,9	494,1	4.903,0
4.2) Longo Prazo	1.108,9	4.736,9	5.845,8	5.576,7	4.944,0	10.520,7
4.2.1) Brasileiros	-271,0	-288,4	-559,4	-470,7	-516,4	-987,1
4.2.2) Estrangeiros	1.379,9	5.025,3	6.405,2	6.047,4	5.460,4	11.507,8
. Org. Int. Ag. Gov. Supplier's	759,6	708,3	1.467,9	797,3	1.222,0	2.019,3
. Intercompanhias	123,8	195,5	319,3	529,4	283,9	813,3
. Moedas	99,3	349,6	448,9	618,0	712,6	1.330,6
. Títulos <sup>(1)</sup>	397,2	3.771,9	4.169,1	4.102,7	3.241,9	7.344,6
5) Outros capitais	-1.365,3	602,4	-762,9	4.667,7	2.495,7	7.163,4
Capitais (1+2+3+4+5)	481,3	5.872,7	6.354,0	16.769,1	7.150,1	23.919,2

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico : Setembro de 1996.

(1) Inclui *commercial paper*, bônus e *notes*.

Verificamos que a perversa situação de absorção de recursos reais, conjugadas com transferências de recursos financeiros, acabou ocorrendo no primeiro trimestre de 1995. Tal fato conduziu o país a sofrer pesadas perdas de reservas internacionais. Isto acabou justificando o ajuste realizado nas bandas cambiais, em março daquele ano, e reforçando o temor de que a economia não teria condições de continuar financiando o seu Balanço de Pagamentos.

Entretanto, principalmente a partir do terceiro trimestre, verificou-se a relativa “normalização” dos mercados financeiros internacionais, que já vinha ocorrendo desde abril, restabelecendo-se os fluxos líquidos de capitais externos para aplicações em Portfolios, bem como os originados de empréstimos de médio e longo prazo. Por conseguinte, o movimento da conta capitais, em torno de US\$ 16,9 bilhões, no terceiro trimestre de 1995, foi mais do que suficiente para garantir o financiamento do déficit em

conta Corrente e assegurar um aumento dos haveres de curto prazo do Banco Central, compensando a perda de US\$ 5,5 bilhões observados no primeiro semestre do mesmo ano.

Este resultado foi fundamental para que as Autoridades Monetárias pudessem sustentar a banda cambial até o final de 1995, minorando a desconfiança quanto à capacidade do governo em manter a política cambial.

O principal fator responsável pelo comportamento da conta Capital, no segundo semestre, foram os contabilizados na conta de empréstimos, tendo como destaque aqueles referentes a colocação de títulos no mercado internacional, sendo que, desta vez, esses estiveram concentrados nos *notes*. Os investimentos também tiveram uma participação importante naquele processo tanto no que se refere aos Portfolios, que mais que compensaram a saída líquida do primeiro trimestre do ano, quanto aos investimentos Diretos, que começaram a apresentar volumes consideráveis.

Torna-se válido reter que, pela primeira vez, desde a introdução do Plano Real, os investimentos Diretos ultrapassaram as aplicações em Portfolios, o que aparentemente poderia ser um indicativo de que a estratégia do referido plano de estabilização estaria surtindo efeito. Entretanto, deve-se logo esclarecer que tal conclusão seria apressada, uma vez que o mesmo praticamente apresentou um volume igual ao do trimestre imediatamente anterior, o que ocorreu por uma posição negativa, no início do ano, das aplicações na forma de Portfolios. Isto por si só, já evidenciava o potencial de volatilidade desses recursos e a relatividade do volume das reservas.

Considerando que a manutenção dos elevados níveis de reservas internacionais representava um componente fundamental na estratégia da política cambial do Real e tendo em vista que as melhores fontes para a sua salvaguarda são os investimentos Diretos e os saldos da Balança Comercial, vale destacar que neste sentido, esses últimos têm-se constituído em variável de (des)ajuste fundamental, desde a introdução da nova moeda em meados de 1994.

### 2.3.3- Análise para 1996

#### i) O saldo das Transações Correntes

No início de 1996, dado o resultado negativo da Balança Comercial do ano anterior, cujo valor negativo se situou um pouco acima de US\$ 3,0 bilhões, havia um certo

pessimismo quanto à sua trajetória, uma vez que as Exportações vinham apresentando um comportamento relativamente inelástico e que as importações sendo parcialmente contidas em função do desaquecimento da economia, ato observado no segundo semestre de 1995.

O intento não era o de transformar os saldos comerciais em superavitários, mas, sim, não deixá-los demasiadamente deficitários, colocando em risco a estratégia de manuseio da política cambial como âncora de estabilização.

No primeiro trimestre, a Balança Comercial continuou a se apresentar deficitária e, no segundo trimestre, verifica-se uma reversão. No acumulado do semestre, há um saldo negativo de US\$ 312 milhões. Apesar deste resultado negativo, destaca-se que ele é muito inferior ao verificado no mesmo período de 1995 (US\$ 4,3 milhões). Estaria acontecendo uma correção paulatina na Balança Comercial.

**TABELA II-15**  
**SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES TRIMESTRAL: 1996**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	2 Sem.	US\$ Milhões
<b>1) Balança comercial</b>	-452,0	140,0	-312,0	-1.279,0	-3.948,0	-5.227,0	
. Exportações	10.286,0	12.617,0	22.903,0	12.955,0	11.889,0	24.844,0	
. Importações	10.738,0	12.477,0	23.215,0	14.234,0	15.837,0	30.071,0	
<b>2) Serviços não-fatores</b>	-1.254,5	-1.684,5	-2.939,0	-2.179,3	-2.721,8	-4.901,1	
. Viagens Internac.	-662,2	-827,8	-1.490,0	-981,9	-1.120,6	-2.102,5	
. Transportes	-424,1	-613,2	-1.037,3	-988,9	-1453,9	-2.442,8	
. Seguros	-25,2	-57,0	-82,2	-1,6	21,4	19,8	
. Outros <sup>(1)</sup>	-143,0	-186,5	-329,5	-206,9	-168,7	-375,6	
<b>3) Serviços Fatores</b>	-2.588,1	-3.436,1	-6.024,2	-3.165,0	-4.678,1	-7.843,1	
. Juros	-1.867,6	-2.923,2	-4.790,8	-1.800,5	-3.249,0	-5.049,5	
. Lucros e Dividendos	-378,4	-1,8	-380,2	-944,8	-1.048,5	-1.993,3	
. Outros <sup>(2)</sup>	-342,1	-511,1	-853,2	-419,7	-380,6	-800,3	
<b>4) Transf. Unilaterais</b>	864,8	731,1	1.595,9	641,1	662,1	1.303,2	
<b>Conta Corrente (1+2+3+4)</b>	<b>-3.429,8</b>	<b>-4.249,5</b>	<b>-7.679,3</b>	<b>-5.982,2</b>	<b>-10.685,8</b>	<b>-16.668,0</b>	

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico: Março de 1997.  
(1) Inclui seguros e serviços relativos a não-fatores de produção. (2) Inclui lucros reinvestidos e serviços relativos a fatores de produção.

Embora, mais uma vez, o resultado mais favorável da Balança Comercial tenha-se constituído em fator fundamental para a melhoria do déficit em Transações Correntes , não podemos deixar de mencionar, ainda que em grau bem menor, a contribuição da conta

Serviços fatores. Os juros incorridos nos primeiros seis meses de 1995 totalizaram um montante de US\$ 4,8 bilhões, ligeiramente superior aos US\$ 4,2 bilhões gastos em igual período do ano anterior. Isso reflete o incremento desta conta no início daquele ano, em decorrência da ampliação do endividamento externo e da regularização dos pagamentos devidos ao Clube de Paris.

O resultado negativo foi relativamente contrabalançado pelas remessas de juros e dividendos, que caíram substancialmente no acumulado do semestre, indicando a existência de uma maior confiança das empresas estrangeiras no Real.

No tocante aos Serviços de não-fatores, o seu incremento foi devido a maior utilização dos cartões de crédito, que estimularam a demanda por viagens internacionais. Assim, no primeiro trimestre, constata-se que a conta de Transações Correntes também apresenta resultados mais favoráveis se comparados com o mesmo período do ano.

Ao longo da segunda metade de 1996, a Balança Comercial foi apresentando sucessivos déficits, de modo que, no acumulado, ela se situou em US\$ 5,2 bilhões. Ou seja, ficou 22% acima do resultado nos seis primeiros meses de 1994, que, até então, tinha sido o pior resultado desde a implantação do Real. O resultado negativo deve ser imputado essencialmente às importações. Essas evoluíram de US\$ 24,0 bilhões, no segundo semestre de 1995, para US\$ 30,1 bilhões em idêntico período em 1996, representando uma elevação de 26% aproximadamente.

Importa colocar que o comportamento dos Serviços fatores também foi amplamente negativo. Em primeiro lugar, os transportes apresentaram um violento aumento por conta do volume das importações ingressadas no país. Além disso, os cartões de crédito internacionais continuaram a pressionar fortemente as viagens internacionais.

Os Serviços fatores tiveram uma participação negativa um pouco menor que a proporcionada pela Balança Comercial. Destacando-se o pagamento dos juros provenientes dos compromissos firmados pelo acordo da dívida externa e do pagamento referente ao financiamento das importações. Adicionalmente, a remessa de juros e dividendos teve o mesmo comportamento nos dois períodos em análise, indicando a não alteração quanto à expectativa por parte das empresas estrangeiras.

No que se refere ao déficit da conta de Transações Correntes, esta evoluiu de US\$ 11,9 bilhões, relativo ao primeiro semestre de 1994, para o montante de US\$ 16,9 bilhões, no segundo semestre de 1996, ou seja, um incremento de mais de 40% no período citado.

Não obstante a reversão dos saldos comerciais, no trimestre inicial do ano, as Autoridades Monetárias não alteraram o programa de flexibilização da política monetária. Isso demonstra que se trabalhava com a hipótese de que não haveria nenhuma turbulência em 1996 que viesse produzir uma alteração nas condições de financiamento internacional.

## ii) Conta Capital

Ao levar em conta a elevação dos investimentos Diretos no segundo semestre de 1995, o governo acreditava que, no ano de 1996, esses poderiam substituir as aplicações em *portfolios*, na composição do financiamento do Balanço de Pagamentos.

O governo considerava que, na primeira fase do Real, não era de se esperar grande ingresso de investimentos Diretos. A preocupação das empresas estariam concentrada em testar o mercado brasileiro. As suas ações iriam se restringir inicialmente à criação de uma rede de distribuição e assistência técnica. Somente na fase seguinte, é que as mesmas iriam iniciar os investimentos, etapa esta que implicava na importação de máquinas e equipamentos necessários à instalação da nova planta. Na terceira fase, haveria uma redução das importações que, dependendo do setor e das decisões estratégicas em escala mundial, poderia inclusive tornar-se exportadora. A partir deste raciocínio o governo considerava que, passados praticamente cinco anos desde a abertura comercial e dois anos da implantação do Real, as decisões de investimentos daquelas empresas estariam sendo implementadas (Mendonça de Barros e Goldenstein, 1997, pp 13). Esta perspectiva era ainda reforçada pela criação do Conselho Nacional de Desestatização (CND), que agiria no sentido de permitir maiores entradas de capitais e reduzir o tempo médio do processo de privatização.

Observando-se a estrutura da conta de Capital, referente ao Balanço de Pagamentos de 1996, especialmente na primeira metade de 1996 (Quadro II-16), verifica-se forte ingresso na conta Investimentos. Em primeiro lugar, o ingresso de poupança externa foi muito superior às necessidades de financiamento do déficit em conta Corrente, o que pode ser constatado pelo aumento de reservas internacionais acumulada neste período, cerca de US\$ 4,0 bilhões.

**TABELA II-16**  
**SALDO DA CONTA CAPITAL TRIMESTRAL: 1996**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	US\$ Milhões 2 Sem.
1) Investimentos	4.299,5	4.038,1	8.337,6	2.164,1	5.056,3	7.220,4
1.1) Brasileiros	1.162,0	-176,2	985,8	-428,3	-481,0	-909,3
1.2) Estrangeiros	3.137,5	4.214,3	7.351,8	2.592,4	5.537,3	8.129,7
. Portfolios	1.876,5	1.004,3	2.880,8	1.245,4	1.913,3	3.158,7
. Diretos	1.261,0	3.210,0	4.471,0	1.347,0	3.624,0	4.971,0
2) Reinvestimentos	202,5	184,3	386,8	30,0	30,0	60,0
3) Amortizações	-4.121,7	-2.701,7	-6.823,4	-3.040,3	-4.407,2	-7.447,5
4) Emprest. e Financiam.	5.510,9	7.757,8	13.268,7	3.637,8	9.153,1	12.790,9
4.1) Curto Prazo	1.006,7	666,5	1.673,2	-871,6	-1.155,8	-2.027,4
4.2) Longo Prazo	4.504,2	7.091,3	11.595,5	4.509,4	10.308,9	14.818,3
4.2.1) Brasileiros	-115,2	-143,9	-259,1	-154,1	-131,1	-285,2
4.2.2) Estrangeiros	4.619,4	7.235,2	11.854,6	4.663,5	10.440,0	15.103,5
. Org. Int. Ag. Gov. Supplier's	922,8	934,1	1.856,9	1.136,6	1.411,4	2.548,0
. Intercompanhias	472,8	445,8	918,6	267,0	392,6	659,6
. Moedas	160,8	157,7	318,5	120,4	123,1	243,5
. Títulos <sup>(1)</sup>	3.063,0	5.697,6	8.760,6	3.139,5	8.512,9	11.652,4
5) Outros capitais	1.016,8	-689,8	327,0	1.087,4	2.940,3	4.027,7
Capitais (1+2+3+4+5)	6.908,0	8.588,7	15.496,7	3.879,0	12.772,5	16.651,5

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico : Março de 1997.

(1) Inclui *commercial paper*, bônus e *notes*

Em segundo lugar, pode-se constatar uma nítida mudança tanto quantitativa quanto qualitativa na conta de investimentos. O seu volume aumentou substancialmente, em relação ao semestre passado, situando-se em US\$ 6,2 bilhões e evoluindo para US\$8,4 bilhões ocasionando um aumento de 35% aproximadamente. Desta forma, a relação investimentos / empréstimos e financiamento, em igual período, saltou de um percentual de 40% para um valor próximo de 65%, o que não deixa de significar uma indicação do seu maior peso na estrutura da conta de Capital.

Como observamos, houve efetivamente forte ingresso de mais investimentos Diretos, já que este resultado não se deve basicamente à atração de novos investimentos, devendo-se considerar a entrada de capitais participantes do programa de privatização. No segundo semestre, destaca-se a venda da Light, que constituiu-se no ponto de partida deste

programa, quando ingressaram US\$ 1,2 bilhões de recursos para o país. (Boletim de Banco Central: Setembro/1996 – pp. 41).

Deve-se ressaltar também que, no período, houve uma nítida melhoria no perfil dos empréstimos e financiamento, em termos de ampliação dos prazos. Isto porque esta modalidade, referente às de médio e longo prazo, totalizaram US\$ 11,6 bilhões, na primeira metade do ano, superando de longe os US\$ 1,7 bilhão apresentados pelos de curto prazo. No mesmo período do ano anterior, os empréstimos de curto prazo responderam por mais de 40%, em relação aos de longo prazo.

Não obstante o governo ter adotado, no início do ano, medidas restritivas à entrada de capitais externos, deve-se ressaltar que alguma delas contemplavam a ampliação dos prazos dos empréstimos. Entretanto, deve ser destacado que estas medidas tiveram um efeito muito maior na redução dos empréstimos de curto prazo do que no incremento dos empréstimos de longo prazo, uma vez que não se observaram no período grandes alterações na conta moedas. Na realidade, o que tem sido observado é a substituição dos empréstimos de curto prazo pelos empréstimos de longo prazo, referentes a títulos.

Assim, observando-se novamente a estrutura da conta de Capital, na segunda metade do ano, verifica-se forte ingresso, mesmo considerando que as Autoridades Monetárias continuaram graduando para baixo as taxas de juros básicas da economia.

Foram dois os motivos para que o terceiro trimestre apresentasse uma pequena queda das reservas internacionais: primeiro, deve-se a uma acentuada queda nos investimentos líquidos, devendo-se observar que esses foram basicamente provenientes de maior aplicação dos investidores brasileiros no exterior, uma vez que os investimentos estrangeiros no país praticamente estacionaram no mesmo patamar. Segundo, o mais importante, refere-se à redução violenta dos capitais de curto prazo, a ponto deste situar-se negativo em US\$ 872 milhões no período, em parte vítima da própria política de estimular a ampliação dos prazos dos empréstimos, embora os mesmos não tenham sofrido grandes alterações neste período.

#### 2.3.4- Análise para 1997

##### i) Saldo das Transações Correntes

Tendo em vista o desempenho preocupante da Balança Comercial no ano anterior, aflora a necessidade de se promover uma maior aceleração das desvalorizações, como forma de resgatar os superávits nas transações comerciais com o exterior (Relatório Anual: Banco Central ,1996, 106/132)

No entanto, o governo continuava com a política de afrouxamento gradual das taxas de juros básicas da economia. Tendo em vista a performance da conta Capital no ano anterior, mantém a postura de acreditar que a crise cambial mexicana teria sido um incidente de percurso, de maneira que o mercado financeiro internacional continuaria a financiar, com folga, as contas externas. A estimativa era a de que, mesmo que os saldos negativos chegassem a US\$ 10 bilhões, isto não desencadearia uma crise de confiabilidade internacional.

Nos primeiros três meses do ano, a Balança Comercial do país apresentou saldos fortemente negativos, ocasionando perda de reservas. No entanto, isto não levou a uma mudança efetiva na política econômica. No campo da política comercial, o governo restringiu-se a aperfeiçoar os mecanismos de desoneração fiscal e a introduzir medidas restritivas ao financiamento das importações com prazos inferiores à 360 dias. No segundo trimestre, dada a ineficácia desta última medida, procurou-se dar o mesmo tratamento às importações cujos prazos contratuais fossem superiores a 360 dias. Além disso, tornou o programa de financiamento às exportações (PROEX) mais acessível e abrangente. Os resultados acabaram mostrando que as medidas eram completamente insuficientes para reverter o quadro. Neste sentido, consolidam-se os saldos negativos na balança comercial em grande magnitude (mesmo que abaixo do verificado no semestre anterior)

Em 1997, o acumulado do déficit em transações correntes situou-se em níveis correspondentes a 4,2% do PIB. Portanto, fica claro a consolidação do déficit em Transações Correntes em altos patamares. Paralelamente, a conta Serviços não variou muito em relação ao ano anterior. A performance acima desnuda a necessidade contínua de alto ingresso de capitais para fechar o Balanço de Pagamentos

Apesar do alto déficit em Transações Correntes no primeiro semestre ( US\$ 14,7 bilhões) e das perdas de reservas verificadas no mesmo período, o governo manteve a sobrevalorização cambial articulada apenas às medidas paliativas, no que tange à política comercial.

**TABELA II-17**  
**SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES POR TRIMESTRE: 1997**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	US\$ Milhões 2 Sem.
<b>1) Balança comercial</b>	<b>-2.476,0</b>	<b>-1.279,0</b>	<b>-3.755,0</b>	<b>-2.030,0</b>	<b>-2.587,0</b>	<b>-4.617,0</b>
. Exportações	10.656,0	14.130,0	24.786,0	14.899,0	13.301,0	28.200,0
. Importações	13.132,0	15.409,0	28.541,0	16.929,0	15.888,0	32.817,0
<b>2) Serviços não-fatores</b>	<b>-1.670,6</b>	<b>-2.609,3</b>	<b>-4.279,9</b>	<b>-2.527,6</b>	<b>-2.501,2</b>	<b>-5.029,1</b>
. Viagens Internac.	-992,0	-1.138,2	-2.130,2	-1.226,4	-1.020,2	-2.246,6
. Transportes	-573,4	-1.325,6	-1.926,0	-1.262,2	-1.325,7	-2.587,9
. Seguros	4,6	-22,9	-18,3	81,4	10,8	92,2
. Outros	-109,8	-122,6	-205,4	-120,4	-166,1	-286,8
<b>3) Serviços Fatores</b>	<b>-2.783,8</b>	<b>-5.027,0</b>	<b>-7.810,8</b>	<b>-3.600,9</b>	<b>-6.566,2</b>	<b>-10.166,8</b>
. juros	-969,6	-3.536,2	-4.505,8	-1.612,3	-4.269,7	-5.882,0
. lucros e dividendos	-1.348,0	-1.029,1	-2.377,1	-1.492,2	-1.727,9	-3.220,1
. outros	-466,2	-461,7	-927,9	-496,4	-568,6	-1.064,7
<b>4) Transf. Unilaterais</b>	<b>613,2</b>	<b>550,7</b>	<b>1.163,9</b>	<b>504,2</b>	<b>552,0</b>	<b>1.056,2</b>
<b>Conta Corrente (1+2+3+4)</b>	<b>-6.317,2</b>	<b>-8.364,6</b>	<b>-14.681,8</b>	<b>-7.654,3</b>	<b>-11.102,4</b>	<b>-18.756,7</b>

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico: Março de 1997.

(1) Inclui seguros e serviços relativos a não-fatores de produção. (2) Inclui lucros reinvestidos e serviços relativos a fatores de produção.

No terceiro trimestre, manteve-se o elevado saldo negativo nas transações comerciais, cerca de US\$ 2,0 bilhões. A política comercial limitou-se a dar maior segurança à atividade exportadora e a tomar medidas de conteúdo não tarifário. A única medida efetiva para conter o aumento dos produtos estrangeiros ficou por conta do acerto em relação ao regime de exceção tarifária (Ex-tarifário). Nesta caso, revogaram-se diversas portarias que permitiam a importação com alíquota zero, tendo como beneficiários cerca de três mil itens referentes aos bens de capital sem similar nacional.

No quarto trimestre, o valor de US\$ 2,6 bilhões significou o segundo maior déficit da Balança Comercial desde o nascimento do Real. Diante de tal realidade, considerando a crise financeira asiática, o governo procurou adotar medidas com o intuito de melhorar os resultados da referida conta.

Neste sentido, foram tomadas providências com vista a fortalecer o financiamento às Exportações, criando-se e ampliando-se programas. Buscou-se conter as Importações, procurando-se concentrar mais em medidas tarifárias. Um exemplo foi a elevação em três

pontos percentuais das alíquotas, que não se restringiram aos Ex-tarifários, sendo os mesmo extensivos as Tarifas externas Comuns (TEC). Novamente as medidas adotadas na área comercial foram tímidas, diante do tamanho do fluxo comercial negativo.

Desta forma, o resultado deficitário da Balança Comercial, acumulado durante os seis meses finais do ano, alcançou o valor de US\$ 4,7 bilhões. Porém, este montante ficou 12% abaixo do apresentado no segundo semestre de 1996, graças aos aumentos das exportações, na medida em que os incrementos das importações ocorridos no período demonstraram cabalmente o quanto a política comercial fora insuficiente.

Por fim, no que diz respeito à conta corrente, o déficit de US\$ 18,8 bilhões, ocorrido no segundo semestre de 1997, representou um acréscimo de 13%, em relação a igual período do ano anterior. A explicação se encontra na conta Serviços fatores, que aliás apresentou um salto considerável entre os dois períodos. Alcançou o valor de US\$ 19,2 bilhões, o que significou um aumento de 30%, com relação ao semestre pretérito. Levando-se em conta que os juros se apresentaram apenas ligeiramente superiores, fica visível que o maior peso por este desempenho deveu-se ao comportamento das remessas de lucros e dividendos, que simplesmente aumentaram bem mais do que a metade do valor relativo ao período anterior.

A explicação está relacionada à flexibilização da política de regulação do capital estrangeiro, com destaque para as saídas provenientes da remuneração do capital próprio na forma de juros sobre investimentos diretos.

### **ii) Conta Capital – A perda de reservas anterior a crise da Ásia**

No início do ano, mesmo considerando os altos patamares do déficit em Transações Correntes, manteve-se basicamente a lógica da política monetária anterior: quedas paulatinas do câmbio e das taxas básicas de juros. Segundo o governo, esta manutenção fundamentava-se na melhoria da qualidade do capital ingressante no país em 1995 e, sobretudo, em 1996. Esta confiança era ainda fortalecida pelo crescimento da política de captação de recursos pela via de colocação de títulos no exterior.

Um outro fator que contribuía para reforçar esta “confiança”, residia na maior entrada de investimentos Diretos no país, a partir de meados de 1995. Mas havia uma razão

adicional muito forte que fazia com que as autoridades econômicas acreditassesem que esses capitais continuariam a ingressar no país de uma maneira bastante intensa, possivelmente, até em doses superiores ao verificados anteriormente. Tratava-se do cronograma de privatização, sobretudo nas áreas de telecomunicações, sendo que havia um interesse crescente por parte das empresas estrangeiras na participação deste processo.

Em primeiro lugar, destacamos as perdas de reservas nos três meses iniciais do ano 1997, não obstante o período ter apresentado um redução bastante significativa, na conta corrente, em relação ao trimestre anterior. Apesar da redução das reservas ter sido insignificante, ela contribuiu para que as Autoridades Monetárias interrompessem a tendência de queda das taxas básicas de juros, que vinha se processando ao longo do ano de 1996.

**TABELA II-18**  
**SALDO DA CONTA CAPITAL POR TRIMESTRE: 1997**

Discriminação	1 Trim.	2 Trim.	1 Sem.	3 Trim.	4 Trim.	US\$ Milhões 2 Sem.
1) Investimentos	5.625,2	7.181,8	12.807,0	5.895,4	1.970,0	7.865,4
1.1) Brasileiros	-184,1	-540,7	-724,8	-241,4	-603,3	-844,7
1.2) Estrangeiros	5.809,3	7.722,5	13.531,8	6.136,8	2.573,3	8.710,1
. Portfolios	2.899,3	3.282,5	6.181,8	1.885,8	-2.758,7	-872,9
. Diretos	2.910,0	4.440,0	7.350,0	4.251,0	5.332,0	9.583,0
2) Reinvestimentos	9,0	88,0	97,0	17,9	36,3	54,2
3) Amortizações	-2.963,3	-8.423,5	-11.386,8	-4.321,9	-13.048,6	-17.370,5
4) Emprést. e Financiam.	4.086,4	8.325,8	12.412,2	9.076,5	8.951,0	18.027,5
4.1) Curto Prazo	-908,6	-4.413,5	-5.322,1	-6.363,8	-5.040,8	-11.404,6
4.2) Longo Prazo	4.995,0	12.739,3	17.734,3	15.440,3	13.991,8	29.432,1
4.2.1) Brasileiros	-41,3	-65,9	-107,2	-651,7	-1.077,1	-1.728,8
4.2.2) Estrangeiros	5.036,3	12.805,2	17.841,5	16.092,0	15.068,9	31.160,9
. Org. Int. Ag. Gov. Supplier's	1.757,0	4.331,4	6.088,4	7.165,2	6.878,7	14.043,9
. Intercompanhias	449,8	495,5	945,3	751,9	1.364,8	2.116,7
. Moedas	140,6	459,3	599,9	860,4	973,4	1.833,8
. Títulos <sup>(1)</sup>	2.688,9	7.519,0	10.207,9	7.314,5	5.852,0	13.166,5
5) Outros capitais	-208,5	978,3	769,8	-52,1	3.506,0	3.453,9
Capitais (1+2+3+4+5)	6.548,8	8.150,4	14.699,2	10.615,8	1.414,7	12.030,5

OBS: Boletim do Banco Central – Anuário Estatístico : Março de 1997.

(1) Inclui *commercial paper*, bônus e *notes*.

A principal explicação para o menor ingresso de recursos no período encontra-se na fortíssima diminuição dos empréstimos de longo prazo no período, decorrente do brutal encolhimento na colocação de títulos no exterior, cujo valor situou-se em US\$ 2,9 bilhões, ou seja, cerca de 70% a menos do que o apresentado no trimestre final de 1996.

As emissões de *Notes*, que sempre tiveram uma participação grande naquela modalidade de empréstimos, apresentaram, neste período, o seu pior resultado desde meados de 1994. Isto ajuda a esclarecer o porquê das Autoridades Monetárias terem estancado, em abril, a quedas das taxas básicas de juros da economia: o intuito era o de não afetar o interesse pela colocação desses títulos no exterior.

No campo da política financeira, com o intuito de estimular a captação de recursos do exterior, foram tomadas algumas medidas das quais destacamos as seguintes: redução de IOF incidente sobre empréstimos em moeda estrangeira, nas operações de ingresso de dólares para aplicações tanto nos fundos de renda fixa quanto nos fundos de privatização. Os fundos regidos pelos anexos I a IV, referente à Resolução 1.289/87, tiveram uma flexibilização em seu funcionamento, na medida em que foram autorizados a operar em derivativos e debêntures. Facultou-se a aplicação dos recursos captados no exterior e não repassados para a agropecuária, construção, empréstimos a exportadores, em NTN-D, de prazos superiores a três meses.

As entradas de recursos externos também não foram suficientes no segundo trimestre para manter as reservas. Vejamos o movimento das contas. A conta investimentos apresentou um crescimento de 30% vis a vis ao mesmo período anterior. Houve um grande ingresso de investimentos diretos ( US\$ 4,4 bilhões) e foi o maior volume trimestral desde a implantação do Real. Paralelamente, em relação ao trimestre anterior, houve um crescimento de 15% nos ingressos de Portfolio. No primeiro caso, devemos relacionar a participação de US\$ 1,2 bilhão , referentes à privatização da Vale do Rio Doce e, de US\$ 930 milhões, proveniente da aquisição do Banco Bamerindus pelo Grupo HSBC (Boletim Banco Central: Setembro/1997 – Pg. 15)

Importa comentar que, os empréstimo e financiamentos dobraram de valor no período em análise, não obstante as fortes saídas de capitais de curto prazo verificadas no trimestre. Por sua vez, os empréstimos e financiamentos referentes a médio e longo prazos multiplicaram-se uma vez e meia no período.

De um lado, os financiamentos que já vinham se ampliando desde o início do ano, devido a alteração nas normas cambiais que instituíram a obrigatoriedade de contratações para liquidação futura nas importações de até 360 dias, alcançaram no trimestre a cifra de US\$ 4,3 bilhões, mas que dobrando de valor, em relação ao período anterior. Cabe esclarecer que esta medida implicou no aumento considerável do créditos de fornecedores, que passaram a responder de forma crescente no total de financiamentos.

De outro, os empréstimos relacionados à emissão de títulos voltaram a crescer, alcançando o valor de US\$ 7,6 bilhões. Mesmo considerando esses ingressos, houve perdas de reservas, sendo que vinha se destacando a manutenção das saídas de empréstimos de curto prazo, movimento que vinha ocorrendo desde o segundo trimestre de 1996, permanecendo durante o ano de 1997.

Na segunda metade de 1997, o advento da crise no sudeste asiático mostrou que o sistema financeiro internacional não era tão sólido quanto o preconizado pelas autoridades econômicas do país. Internamente, o abalo, ocorrido em julho, acabou estimulando o debate sobre os riscos intrínsecos ao modelo de política econômica adotado no país, baseado na abertura econômica indiscriminada e na ancoragem cambial.

A crise da Ásia gerou rapidamente impactos sobre a forma de ingressos de capitais dentro da perspectiva da manutenção da âncora cambial. Destacamos assim que, antes da crise das Ásia destacaram-se ampla magnitude de déficits na Balança Comercial e déficits pesados na balança Serviços fatores. Isto desnudaria a necessidade constante e ininterrupta de ingresso de capitais para permitir o equilíbrio das contas internacionais. A taxa de juros funcionaria como uma variável de ajuste, na medida em que esta ao calibrar o nível da atividade produtiva, permitiria reduzir a necessidade de financiamento da economia. Ademais, por seu altos patamares, poderia ser um atrativo ao ingresso de capitais.<sup>5</sup>

No terceiro trimestre, a conta de Transações Correntes reduziu-se ligeiramente em relação ao período anterior, sendo que as entradas líquidas de capital foram bem mais do que suficientes para cobrir o déficit, de modo que verificou-se, neste intervalo, um acúmulo substancial de US\$ 4,9 bilhões nas reservas internacionais. Este resultado, excepcional e inesperado, talvez ajude a explicar, em parte, o motivo de, neste ínterim, ter sido verificada

---

<sup>5</sup> Posteriormente, no capítulo III, destacaremos que o nível da taxa de juros será em grande parte determinado pelo movimento de arbitragem de juros. A alta taxa é montada, não apenas para atrair os capitais externos mas também para manter os detentores líquidos nacionais.

nenhuma medida específica na área financeira com o intuito de carrear recursos externos para o país.

Os investimentos Diretos mantiveram seu patamar de ingressos, sendo que as entradas via investimentos de Portfolios começaram a cair , puxando para baixo a conta de investimentos como um todo. A queda na conta dos investimentos foi relativamente contrabalançada pelo maior ingresso de recursos na conta empréstimos. Este resultado deveu-se em parte à uma forte redução das amortizações no período.

Contudo, torna-se oportuno colocar o seguinte fato: não obstante o surgimento da crise cambial no sudeste asiático ter aflorado em meados do ano, ao contrário do caso mexicano, ela caracteriza-se por possuir uma profundidade muito maior. Tanto é verdade que, seus desdobramentos continuaram até setembro deste mesmo ano, sendo que os reflexos da mesma se fizeram sentir de maneira mais acentuada na economia brasileira somente em outubro, conforme veremos a seguir.

Neste sentido, o último trimestre de 1997 foi o que, de fato, recebeu o forte impacto daquela crise, quando houve uma conjugação de acentuada elevação de déficit em conta corrente com a volta do crescimento das amortizações. Ambos os fatores concorreram para o aumento do déficit das transações correntes. Por conseguinte, podemos ver que este é um problema que não tem relação com a crise da Ásia. A grande questão é que isto tem impactos cada vez maiores sobre a necessidade de ingresso de capitais<sup>6</sup>. Quando isto se conjuga com movimentos de retração de liquidez, os resultados são nefastos.

Este movimento deveu-se essencialmente à forte saída de capitais verificada na conta Portfolio (US\$ 3,0 bilhões) e de residentes (US\$ 603 milhões). A queda na conta investimentos só não foi maior por causa da manutenção do ingresso de investimentos Diretos.

Vale destacar que, no segundo semestre, o governo fez valer sua política de aceleração no processo do programa de privatização, principalmente, após as turbulências de outubro. Neste sentido, no acumulado do semestre, os investimentos Diretos somaram US\$ 9,6 bilhões, dos quais US\$ 3,1 bilhões estiveram associados às privatizações, sobretudo os referentes ao setor elétrico.

---

<sup>6</sup> Faremos em outra seção uma análise do movimento das necessidades de financiamento.

Os ingressos de empréstimos de longo prazo se mantiveram relativamente por causa dos créditos relativos a fornecedores e credores que até então eram inexpressivos, esses cresceram de US\$1,2 bilhões, em 1996, para US\$ 15,8 bilhões, em 1997.

No que tange aos recursos carreados com a emissão de títulos no exterior, apesar das turbulências dos mercados financeiros internacionais, esses continuaram a apresentar volumes bastante significativos. Isto pode ser atestado pelo valor atingido de US\$ 5,9 bilhões no período, significando que os efeitos da crise pouco foram sentidos no mercado financeiro internacional.

Após a crise de outubro, duas foram as principais medidas adotadas na área financeira, com vistas a carrear recursos externos: buscou-se flexibilizar ainda mais o destino dos recursos captados no exterior e não destinados aos setores de agropecuária, imóveis, empréstimos aos exportadores, que poderiam ser aplicados, não somente em NTN-D, mas também em outros títulos com correção cambial, como NBC-E e NTN-I. Procurou-se reduzir o prazo médio mínimo de amortização de 36 para 12 meses, para as operações de empréstimos externos, além de diminuir também os prazos, de 12 para 6 meses, o prazo de renovação ou prorrogação desses empréstimos (Relatório Anual do Banco Central ,1997 pp 93/127).

Com estas medidas, fica clara a opção pela manutenção da âncora cambial e do discurso de que a crise seria passageira. Afinal de contas, o mercado financeiro internacional de títulos não havia sofrido grandes abalos

Os financiamentos de médios e longos prazos, principalmente os referentes às importações, tinham crescido geometricamente no ano de 1997. Por fim, a entrada de investimentos diretos estrangeiros nunca estiveram tão volumosas desde meados de 1994. As expressivas saídas de dólares na economia, oriundas das aplicações em *portfolios*, na realidade deviam-se ao seu caráter essencialmente especulativo, o que seria natural acontecer em situações atípicas de abalo financeiro internacional.

Levando-se em conta este tipo de análise, além das medidas acima, as Autoridades Monetárias imediatamente acionaram a política monetária. A elevação das taxas básicas da economia serviria ao duplo propósito, qual seja, o de continuar atraindo os capitais externos e o de reduzir a absorção doméstica da economia, o que possibilitaria diminuir a necessidade de financiamento do Balanço de Pagamentos. Deste modo, a política

econômica poderia continuar baseando-se na abertura econômica e na ancoragem cambial, consideradas fundamentais para a preservação do valor da moeda.

## ***2.4- A PRECARIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO EXTERNO***

Neste momento, torna-se interessante fazer uma observação acerca do comportamento da Necessidade de Financiamento Externo<sup>7</sup> após o Plano Real.

Por conseguinte, a fim de procedermos com a respectiva análise, devemos recorrer à Tabela II-19, que contempla não somente o histórico dos saldos de Transações Correntes como também relaciona os investimentos diretos para o período de 1995/1998. Desse modo, por diferença, a última coluna relaciona a Necessidade de Financiamento Externo da economia para igual período em análise. Importa ser esclarecido também que, não obstante os dados mostrados possuírem base mensal, no que se refere ao percentual do PIB, esses dizem respeito a valores acumulados de 12 meses anteriores.

Considerando os esclarecimentos acima, vale registrar, primeiramente, que a conta das Transações Correntes tem apresentado sistematicamente saldos negativos crescentes, tanto no que se refere a valores absolutos quanto principalmente em termos de PIB. Apesar da recomendação de alguns membros da própria equipe do governo, em relação ao fato de que o déficit não deveria ser superior a 3% PIB quando da implantação do Plano Real, em realidade este valor não demoraria a ser ultrapassado. Deve-se esclarecer que já em maio de 1995, este situava-se em 2,1 % do PIB.

No início de 1997, o déficit em Transações Correntes se encontrava acima do patamar de 3,0% do PIB e, em setembro do mesmo ano, o mesmo já teria ultrapassado a barreira dos 4,0%. Para se ter uma idéia mais precisa da violência com que a política de abertura econômica foi implementada, vale examinarmos novamente a Tabela II-19. Nele podemos constatar que, no final de 1995, o déficit situava-se em torno de US\$ 18,0 bilhões. Entretanto, no final de 1997, o mesmo já se encontrava no valor de US\$ 33,4 bilhões, ou seja, em três anos o déficit teria praticamente dobrado de valor. Em fins de

<sup>7</sup> O conceito de necessidade de Financiamento Externo utilizado pelo Banco Central diz respeito tão somente a diferença entre o déficit em transações correntes e os investimentos diretos, de modo que o mesmo indica o quanto o país necessita de captação bruta de recursos externos. Na medida em que não leva em consideração a dívida pretérita, o mesmo não considera o desconto das amortizações.

1998, o valor do saldo de US\$ 35,0 bilhões representava 4,5 % do PIB, ou seja, uma vez e meia acima do “recomendado”.

**TABELA II-19**  
**NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO EXTERNO: 1995-1998**  
 US\$ Milhões

Período	Investimento Direto Estrangeiro ( IDE ) <sup>(1)</sup>		Saldo Transações Correntes (STC)		Necessidade Financiamento Externo	
	Mensal	% PIB	Mensal	% PIB	Mensal	% PIB
1995	<b>4.313</b>		<b>-17.972</b>		<b>-13.660</b>	
Mar	155	0,36	-2.204	-1,29	-2.049	-0,93
Jun	356	0,41	-2.281	-2,39	-1.926	-1,98
Set	622	0,52	-521	-2,89	101	-2,37
Dez	634	0,61	-1.120	-2,55	-485	-1,94
1996	<b>9.976</b>		<b>-23.136</b>		<b>-13.160</b>	
Mar	506	0,70	-1.513	-2,21	-1.007	-1,51
Jun	1.129	1,02	-1.565	-1,84	-436	-0,82
Set	360	1,00	-2.145	-2,25	-1.786	-1,25
Dez	1.834	1,28	-4.124	-2,98	-2.381	-1,70
1997	<b>17.085</b>		<b>-33.430</b>		<b>-16.345</b>	
Mar	1.662	1,46	-2.332	-3,37	-671	-1,91
Jun	1.097	1,59	-2.482	-3,84	-1.386	-2,25
Set	1.439	1,94	-2.733	-4,05	-1.294	-2,11
Dez	1.654	2,13	-3.794	-4,16	-2.141	-2,03
1998	<b>26.133</b>		<b>-34.982</b>		<b>-8.849</b>	
Mar	461	2,10	-2.404	-4,09	-15.915	-1,99
Jun	2.831	2,26	-2.756	-4,12	-14.771	-1,86
Set	2.319	2,93	-4.759	-4,36	-11.245	-1,43
Dez	2.684	3,36	-3.829	-4,50	-8.849	-1,14

Fonte: Banco Central- Nota para imprensa (vários números)

OBS: (1) Os Investimentos diretos estrangeiros referem-se a valores líquidos. Embora os dados da tabela estejam em base mensal, os % PIB são representativos de valores dos últimos doze meses anteriores.

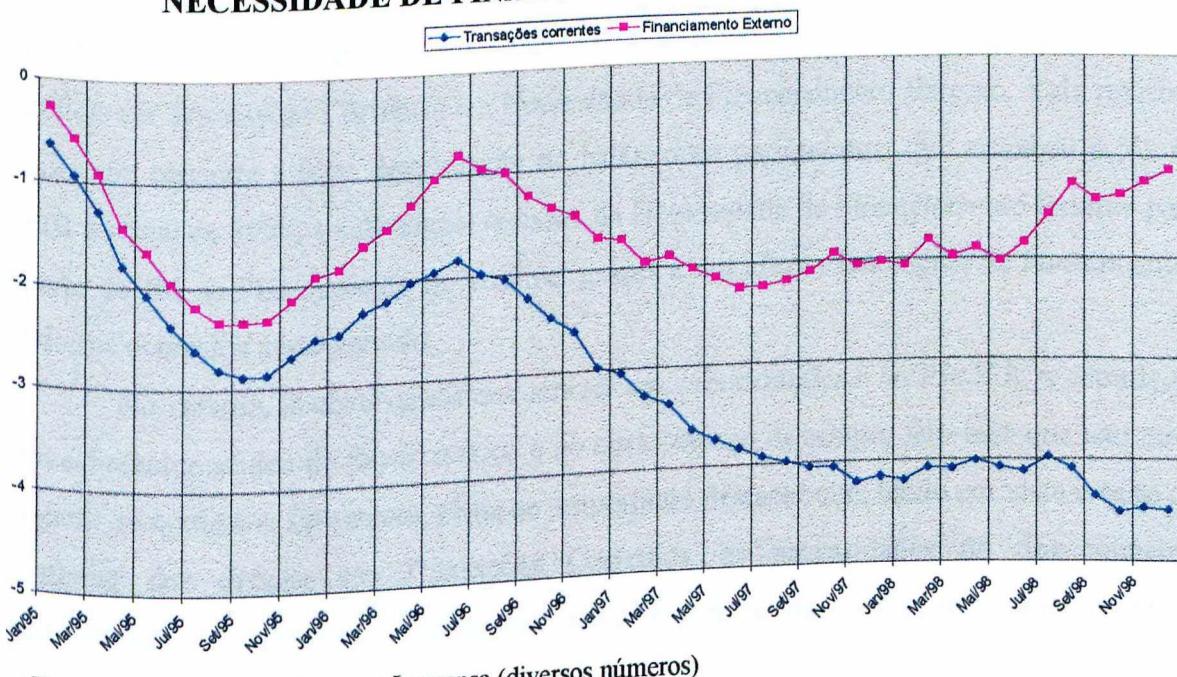
Como já comentamos, no que tange aos investimentos Diretos, analisando-se a Tabela II-19, pode-se perceber que, ao longo do período considerado, o seu ingresso líquido apresentou uma trajetória explosiva. Levando-se em conta os valores acumulados em 12 meses, pode-se dizer que no ano de 1995, o valor máximo foi obtido em dezembro, com a cifra de US\$ 4,3 bilhões representado apenas 0,6% do PIB. Em junho de 1996, os investimentos diretos ao atingirem a casa dos US\$ 7,4 bilhões teria implicado a ultrapassagem da casa de 1,0% do PIB.

Entretanto, em pouco mais de um ano, em outubro de 1997, o ingresso líquido de US\$ 17,0 bilhões já representava um percentual acima de 2,0% do PIB. Exatamente um ano

após, o valor alcançaria a cifra de US\$ 24,5 bilhões, que corresponderia a um percentual superior a 3,0% do PIB. Considerando os valores em base mensal, no final de 1995, o ingresso líquido de investimento direto tinha totalizado US\$ 4,3 bilhões, ou seja, 0,6% do PIB. Em fins de 1998, o valor já alcançava a cifra de US\$ 26,4 bilhões, ou seja, 3,5% do PIB, o que constitui um incremento de seis vezes e meia o valor inicial.

Tendo em vista o que já foi colocado, podemos seguir com a análise sobre a necessidade de financiamento externo da economia brasileira em conjugação com o saldo das Transações Correntes, conforme consta no Gráfico II-3. Procedendo desta forma, habilitamo-nos a melhor compreender os fatores bloqueados do crescimento econômico do país após a introdução do Real, não obstante o elevado ingresso de investimentos Diretos na economia.

**GRÁFICO II-3**  
**NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO EXTERNO: 1995-1998**



Fonte: Banco Central- Nota para Imprensa (diversos números)

Com base no Gráfico II-3, podemos distinguir quatro momentos distintos no período em análise:

**O Primeiro estende-se de janeiro a setembro de 1995.** Neste período, importa observar que a necessidade de financiamento externo amplia-se, concomitantemente com o incremento do déficit público, que quase alcança o patamar de 3% do PIB. Este

resultado decorre da conjugação da elevação das importações com baixo nível de ingresso de investimentos diretos.

**O Segundo vai de setembro de 1995 à junho de 1996.** Deste vez, o movimento se inverte, na medida em que se verifica a redução da necessidade de financiamento externo em paralelo com a diminuição do déficit em Transações Correntes. Este fato traduz a adoção de uma política monetária e creditícia restritiva, que teve o intuito de reverter o saldo negativo da balança comercial, aliado ao maior volume de entrada de investimento Direto na economia.

**O Terceiro compreende o período de junho de 1996 a junho de 1997.** Mais uma vez, verifica-se o incremento da Necessidade de Financiamento Externo com a elevação do déficit em Transações Correntes. Este evento somente foi possível de ocorrer por causa do aumento significativo da entrada de capitais produtivos, devido também à ampliação considerável do saldo negativo das contas externas.

**Por fim, a partir de meados de 1997,** quando o déficit ultrapassa a barreira dos 4% do PIB, pode-se perceber que, pelo Gráfico II-3, ocorre um enorme distanciamento entre o déficit em Transações Correntes e a Necessidade de Financiamento Externo. Vale registrar que, não obstante a forte deterioração do balanço de pagamentos, que alcançou 4,5% do PIB ao final de 1998, a substancial redução da Necessidade de Financiamento Externo para perto de 1% do PIB, somente foi possível graças a um afluxo fenomenal de investimentos Diretos ocorridos neste período.

No entanto, já observamos que através das privatizações e do PROER, a entrada de investimentos se deu de forma maciça e no curto espaço de tempo, fato esse que não deve repetir-se no futuro. Entretanto, torna-se importante destacar que, tendo em vista o salto de patamar dos déficits em Transações Correntes, as necessidades de financiamento mantiveram-se fortemente elevadas, não obstante o forte ingresso de investimento Direto Estrangeiro.

Assim, verifica-se a “armadilha” resultante da sobrevalorização articulada às aberturas comercial e financeira e juros altos. Esta articulação, conjugada com a dívida pretérita elevada, gerou fortes impactos sobre a Balança Comercial e a de Serviços. Em decorrência disso, verificou-se o aumento das importações, o baixo desempenho das Exportações e o incremento da conta Serviços, via juros e amortizações.

Para confirmar esta perspectiva, podemos destacar que, no ano de 1998, os recursos ingressantes foram basicamente provenientes da privatização das telecomunicações<sup>8</sup>, sendo esses objetos de regulamentação recente.

Tendo em vista as altas necessidades de financiamento, veremos a problematização quanto à questão da atração desses recursos. Há diferenças quanto à qualidade dos mesmos. Primeiramente, levanta-se o potencial de volatilidade dos investimentos em Portfolios e dos empréstimos de curto prazo. Depois, destacam-se as formas de captação via lançamento de títulos de dívida direta.

**TABELA II-20**  
**INVESTIMENTO DE PORTFOLIO: 1995-1998**

Período	Anexo I a IV	Anexo V	Fundos	US\$ Milhões TOTAL
1995	1.985	790	-481	2.294
Mar	-1.131	32	-1.185	-2.284
Jun	-81	55	-37	-63
Set	435	-67	-86	282
Dez	109	112	111	332
1996	4.628	1.242	170	6.040
Mar	-126	22	-19	-123
Jun	-160	-59	-2	-221
Set	516	111	1	628
Dez	618	32	-18	632
1997	1.906	4.252	-858	5.300
Mar	609	19	-40	588
Jun	504	513	207	1.223
Set	-100	369	-110	159
Dez	-650	396	414	160
1998	-1.645	3.603	-3.809	-1.851
Mar	1.248	164	397	1.809
Jun	-683	417	-204	-470
Set	-1.897	205	-4.084	-5.776
Dez	-947	-16	-45	-1.008

Fonte: Banco Central- Nota para Imprensa (diversos números)

OBS: Os investimentos em *portfolios* na tabela acima referem-se a valores líquidos.

A referida problematização é fundamentalmente proveniente de dois grandes canais de saídas de capitais da economia brasileira, a saber: os investimentos de Portfolios e os

<sup>8</sup> A título de esclarecimento, a Lei 9.295, de 19/07/96, dispõe sobre os serviços móvel celular. Contudo, somente com a Lei 9.472, de 16/07/97 é que foi autorizada a privatização das empresas prestadoras de serviços de telecomunicações, controladas diretamente ou indiretamente pela União, dando início ao processo de licitação para a exploração da telefonia celular.

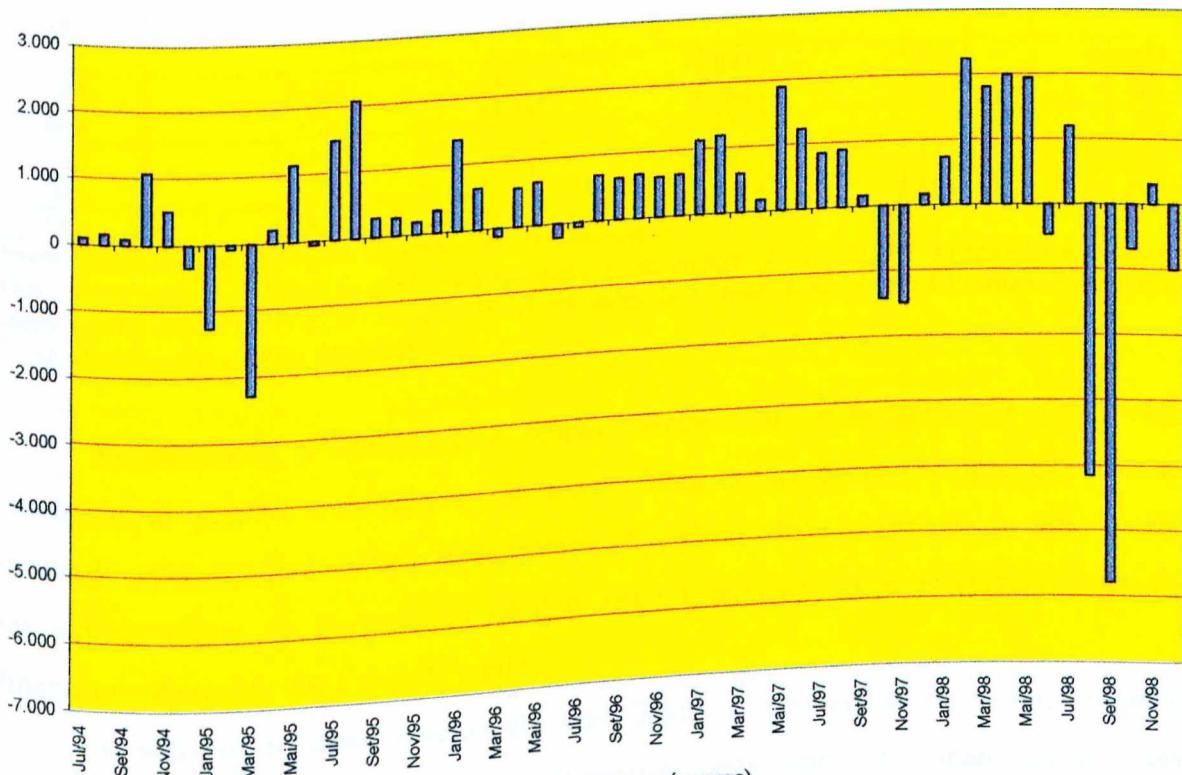
capitais de curto prazo. Ambos foram objetos de uma liberalização indiscriminada da conta capital, o que nos remete a um período anterior ao Plano Real. Entretanto, queremos deixar claro que os mesmos propiciaram uma forte instabilidade da economia brasileira, após o citado programa de estabilização, por causa dos intermitentes abalos financeiros internacionais, particularmente após a crise asiática, conforme mostraremos a seguir.

De acordo com a Tabela II-20, os investimentos de Portfolios são constituídos pelos Anexos I a V e pelos Fundos de Investimentos. Importa relembrar que, conforme já comentado no capítulo I, todas eles representam formas de investimentos estrangeiros no país e que foram regulamentadas anteriormente à vigência do Real.

Pelos dados da Tabela II-20, podemos ver o grande ingresso de recursos na modalidade Portfolio. No entanto, configurando-se seu potencial de volatilidade, em 1998, vem apresentando um movimento de saída do país, posterior à crise asiática.

A única modalidade de investimento que se mostrou uma fonte mais estável de recursos, uma vez que, esses não têm provocados fortes saídas de capital da economia brasileira, foi a proporcionada pelo *Depositary Receipts* ( Anexo V ).

**GRÁFICO II-4**  
**INVESTIMENTOS EM PORTFOLIOS: 1995-1998**



Fonte: Banco Central- Notas para Imprensa (diversos números)

O Gráfico II-4 resume o movimento destas aplicações (Portfolio) para o período 1995/1998. Fica patente que, a partir da crise asiática, a saída de dólares da economia brasileira tornou-se bastante acentuada, sendo necessárias a adoção de medidas, o que permitiu a relativa retomada de ingresso da moeda estrangeira. A perda abrupta de recursos e as magnitudes de saídas, após a crise russa, mostram claramente a instabilidade desses recursos e a rapidez da reversão.

**TABELA II-21  
CAPITAIS DE CURTO PRAZO:1995-1998**

Período	Linhas de Crédito <sup>(1)</sup>	Operações c/ Instituições no Exterior <sup>(2)</sup>	Empréstimos Setor Agro-industrial <sup>(3)</sup>	Demais	US\$ Milhões
					Total
1996	6.116	-12.947	2.089	10.494	5.752
Mar	-343	-605	125	1.759	936
Jun	217	-990	220	-391	-944
Set	738	-1.172	85	712	363
Dez	1.508	-2.196	-12	-258	-958
1997	-3.580	-21.307	2.670	4.686	-17.531
Mar	536	-846	103	-320	-527
Jun	-840	-649	-3	-1.228	-2.720
Set	-1.130	-1.437	504	-974	-3.037
Dez	970	-2.607	211	2.428	1.002
1998	-9.443	-24.795	-1.097	6.242	-29.093
Mar	-734	-1.387	1.584	-1.267	-1.804
Jun	-379	-1.677	-657	-77	-2.790
Set	-548	-8.391	-1.381	2.363	-7.957
Dez	-1.854	-1.774	-372	1.495	-2.505

Fonte: Banco Central- Nota para Imprensa (diversos números)  
 Obs: (1) Referem-se as linhas de crédito interbancárias e comerciais; (2) Diz respeito as entradas e saídas de capitais pelas contas CC-5 e (3) Oriundas das operações de repasse da Resolução 63 Caipira ( Resolução 2.148) direcionadas ao setor Agro-industrial

Paralelamente, a Tabela II-21 mostra as principais formas de capitais de curto prazo. As linhas de crédito constituem-se na maior fonte de ingressos. Só que elas têm-se mostrado extremamente voláteis, aliás, como toda a modalidade de capitais de curto prazo. Os adiantamentos de contrato de câmbio (ACC) representam a principal forma de financiamento dentro das linhas de crédito.

A volatilidade deste instrumento está ligada à perspectiva de haver, ou não, desvalorizações cambiais. Em caso afirmativo, esta linha de financiamento das

Exportações torna-se desinteressante<sup>9</sup> aos exportadores. Quando a queda da demanda de crédito coincide com o vencimento de empréstimos efetuados, os desembolsos podem tornar-se maiores que os ingressos, causando saídas líquidas de dólares. Por essa razão, nos momentos de abalos financeiros internacionais, face à perspectiva de depreciação da moeda, as linhas de crédito têm propiciado fortes saídas de dólares da economia brasileira, conforme podemos perceber pela Tabela II-21.

No que tange às operações com instituições no exterior, essa modalidade de capitais é a que movimenta maior volume de recursos. Entretanto, vale registrar que, a rigor, esta conta não têm-se constituído em forma de captação de recursos de curto prazo. Na realidade, conforme atesta o Quadro II-21 tem-se apresentada, tão somente, um canal, por excelência, de saídas de dólares do país, especialmente de residentes.

A explicação está no fato de que as operações com instituições no exterior, na realidade, expressam as entradas e saídas de divisas pelas chamadas contas CC-5<sup>10</sup>. Por sua vez, essas contas são uma contrapartida de investimentos brasileiros no exterior e de outras contas que fazem parte do câmbio flutuante, a exemplo de viagens internacionais. O peso da saída de recursos na conta CC-5 fica claro pela Tabela II-21. Se compararmos o volume de saídas, por esta modalidade, com os ingressos líquidos nas contas Portfolio e demais modalidades de empréstimos, poderemos visualizar seu potencial desestabilizador e absoverdor de reservas.

Os empréstimos ao setor Agro-industrial merecem uma qualificação à parte. Esta modalidade de captação de recursos de curto prazo foi longamente utilizada, a partir de meados de 1997. Esses começaram a ser bastante demandados em decorrência de facilidades dadas a este instrumento. Neste período, por força da Resolução 2.148, as

<sup>9</sup> Ao captar recursos por esta modalidade de empréstimo, o exportador brasileiro estará trocando letra de câmbio por moeda nacional, com um banco credenciado à operar em moeda estrangeira no país, operação esta que se configura um adiantamento de contrario de câmbio. Neste sentido, quanto maior for à expectativa de haver uma depreciação da moeda, menos interessante torna-se esta forma de financiamento da produção, na medida em que o exportador deixaria de auferir um ganho financeiro proporcionado pela desvalorização do câmbio.

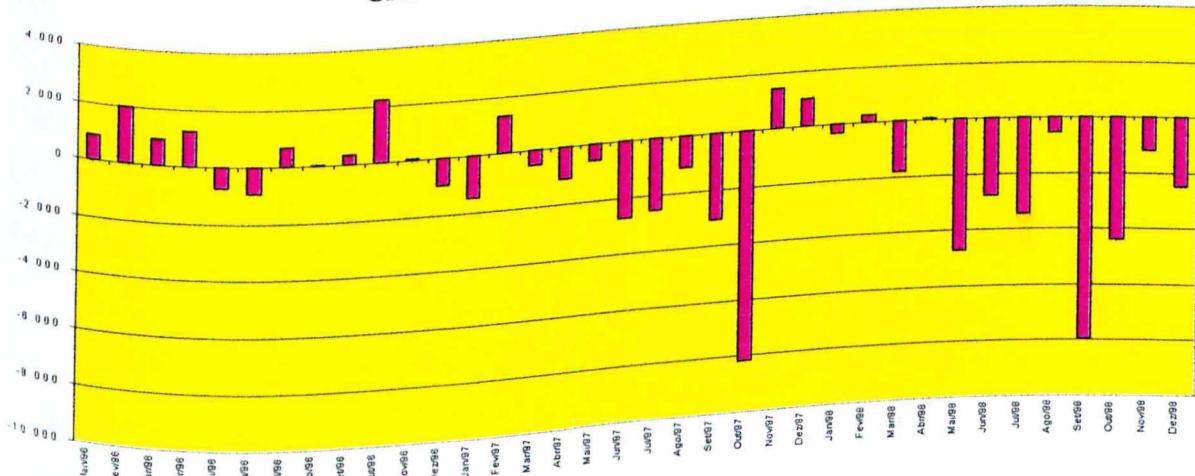
<sup>10</sup> Por esta conta, um residente caso queira remeter dólares para fora do país, o que pode ser feito via as diversas formas de Investimento Brasileiro no Exterior, palco de uma ampla desregulamentação financeira (vide capítulo I) basta o mesmo depositar o equivalente em reais na conta CC-5, em uma instituição financeira. Pela Circular 2.677, de 10/04/94, toda remessa igual ou superior a R\$ 10 mil, deve ser objeto de registro no FIRCE, tão somente para efeito contábil, de identificação da natureza da operação. Por conseguinte, fica patente que a legislação brasileira tem propiciado uma enorme facilidade de saídas de dólares por este mecanismo. Aliás, isto nos mostra a complexidade de se analisar qual o nível "estável" de reservas. Quando se analisa o potencial de saídas de capital, por exemplo, pode-se levantar apenas forâneos. Na verdade, no limite, há a possibilidade de saída de todo o M<sub>4</sub>.

entradas de dólares, via Resolução 63 Caipira, não repassadas ao setor Agro-industrial, poderiam ser utilizadas para a compra de títulos cambiais. Aqueles eram empréstimos de 6 meses e, a partir desta liberalização, tinham vultosos ganhos garantidos. Eles foram em parte responsáveis pela recomposição das reservas no período imediatamente posterior à crise asiática. Tendo em vista as facilidades e os ganhos garantidos, houve forte ingresso desses recursos no final de 1997 e nos primeiros meses de 1998.

Isto evidencia que a retomada das reservas deu-se via capitais da pior qualidade. Ademais, esses recursos deveriam ser reciclados depois de 6 meses. Se isto não ocorresse, haveria forte saídas de capitais através dessa modalidade nos meses de junho a setembro. Foi o que ocorreu quando, nesta época de reciclagem de recursos, eclodiu a crise da Rússia. Assim, tendo em vista o ingresso de recursos via Resolução 63 caipira, as saídas líquidas de capitais via empréstimos de curto prazo não apresentam problemas até abril de 1998. No entanto, a partir de então, os impactos das expectativas negativas quanto à possibilidade da política econômica se fizeram sentir. Na verdade, convergem vários fatores para a saída desses capitais de curto prazo. Tendo em vista a expectativa de desvalorização, temos que:

- Os recursos da 63 Caipira, contratados entre o final e o início do ano, vencem e começam a não ser reciclados;
- As entradas provenientes de ACC caem, devido a maior expectativa de desvalorização;
- As contas CC-5 apresentam saídas maciças de capital para aproveitar o movimento de arbitragem de juros (veremos isto mais detalhadamente no próximo capítulo).

**GRÁFICO II-5  
CAPITAIS DE CURTO PRAZO: 1996-1998**



Fonte: Banco Central- Notas Para Imprensa (diversos números)

O Gráfico II-5 diz respeito a totalidade dos capitais de curto prazo para o período de 1996-1998. Torna-se visível que, a partir de meados de 1997, as saídas de divisas, proporcionadas pelos capitais de curto prazo têm, sido quase sistemáticos, ocorrendo de forma bastante significativa.

Finalizando este capítulo, podemos afirmar que as saídas de divisas tanto pelos investimentos em Portfolios quanto pelos capitais de curto prazo, com o advento dos choques cambiais externos a partir da crise asiática, têm-se constituídos em fatores de grande instabilidade da economia, demonstrando o seu potencial de volatilidade e a problemática da crescente nocividade do endividamento externo.

Assim, tendo em vista esta questão, mesmo levando-se em conta a entrada maciça de investimentos diretos no país, o financiamento do Balanço De Pagamentos esteve altamente dependente de capitais voláteis.

## CAPÍTULO III

### *Plano Real, a armadilha dos juros e o desequilíbrio financeiro do setor público.*

Como vimos no primeiro capítulo, a perspectiva do Plano Real esteve, desde o início, ancorada na abertura comercial e financeira articulada à valorização cambial. A abertura financeira implica em liberdade de entrada e saída de recursos tanto para o capital externo quanto para o interno.

A sobrevalorização, por um lado, foi fundamental para a implantação do Plano de estabilização na medida em que induziu quedas de preços. Por outro lado, ela era vista como fator importante para atrair importações e gerar uma concorrência capaz de induzir a indústria nacional a buscar maior produtividade. Seus impactos sobre a conta de transações correntes não eram vistos como problemáticos para o financiamento do balanço de pagamentos, na medida em que esse seria coberto com a entrada de recursos externos. A atração dos recursos externos, por sua vez, seria determinada pela oferta de um alto cupom cambial, cujo patamar deveria ser suficiente para atrair capitais, que viriam em busca de maior rentabilidade. Nesse sentido, desvalorizações mais fortes afetariam diretamente essa rentabilidade, descoordinando a arquitetura da política adotada.

Tal arquitetura implicava na articulação entre sobrevalorização e abertura comercial e a financeira, sendo relevante destacar que tal articulação é extremamente problemática, também, no que tange aos seus impactos sobre a dívida pública. Isto posto, importa dizer que, a sobrevalorização adotada no início do Plano, articulada à política de abertura financeira irrestrita, acabaram por deixar as Autoridades Monetárias dependentes dos movimentos de arbitragem, especialmente nos momentos de crise. Nesse sentido, podemos afirmar que o desequilíbrio financeiro do setor público representa a outra face da fragilização e vulnerabilidade crescentes do setor externo.

*3.1- Abertura financeira, sobrevalorização e o limite de ação das Autoridades Monetárias – impacto sobre os juros*

### 3.1.1 -O Risco Brasil, risco de câmbio e a possibilidade de arbitragem de juros

A partir dos anos 90, a conjugação entre a maior integração dos mercados financeiros mundiais com a abertura da conta capital, no Brasil, beneficiou tanto os investidores domésticos quanto os investidores estrangeiros, em relação à sua capacidade de realizar arbitragem entre aplicações internas e externas. A questão da arbitragem está articulada ao fato de que os ativos financeiros domésticos não são substitutos próximos<sup>1</sup> dos ativos financeiros internacionais e essa tarefa foi facilitada, também, pelo maior desenvolvimento do mercado secundário de bônus, que constituem títulos representativos da dívida externa do país.

Os chamados “Bradies” são títulos que surgiram com a renegociação da dívida externa dos países emergentes, de acordo com a concepção do Plano Brady. Em consonância com esse programa, as dívidas desses países sofreram um processo de securitização, sendo que os “Bradies” foram lançados a 100% do valor de face. Entretanto, na medida em que a intenção era a de mitigar o peso da dívida externa dos países em desenvolvimento, os papéis passaram a ser negociados no mercado de balcão, com deságio sobre o valor de face.

O primeiro país que teve sua dívida transformada em “Bradies” foi o México, em 1990. Por sua vez, o Brasil foi uma das últimas nações a ter sua dívida reestruturada nos moldes do Plano Brady, sendo que, somente em 1994, essa passou por um processo de securitização. Além do Brasil e México, os demais países signatários do referido acordo foram: Venezuela, Peru, Bulgária e Rússia.

Assim sendo, a dívida antiga seria objeto de troca por uma combinação de sete instrumentos, dos quais um era constituído pela opção de um contrato de reestruturação (Restructuring Option) e os demais estavam representados por um menu de seis modalidades de bônus que seriam, de fato, os responsáveis pelo processo de securitização da dívida externa brasileira. Entre eles, destacamos os IDU, EI, Discount, Par e o C-Bond, que é o papel mais negociado no exterior.

A maior parte dos papéis lançados foi distribuída aos grandes bancos (market makers) credores das dívidas dos países em questão. Eles são os responsáveis pelo abastecimento do mercado e os grandes lotes de títulos são negociados entre essas

instituições. Conforme observamos, os papéis são negociados no mercado de balcão, com deságio. São feitos vários tipos de operações entre diversos tipos de participantes, dentre os quais destacamos:

- **Grandes Bancos** – bancos americanos e europeus que eram os credores do país e ficaram com grandes lotes dos títulos da dívida externa negociada;
- **Bancos menores** – instituições financeiras que compram Bradies dos grandes bancos com o intuito de abastecer seus clientes (investidores finais) ou mesmo de montar sua própria carteira;
- **brokers** - corretoras que intermediam as operações entre os grandes bancos;
- **investidor final** - agentes que compram e vendem Bradies (fundos de investimentos, pessoas jurídicas, grandes fortunas) negociando geralmente com bancos menores . - quem carregar os títulos até o vencimento receberá a rentabilidade do mesmo (Yield);
- **fronting** - instituições responsáveis pela liquidação financeira dos negócios;
- **Euroclear** - câmara de compensação.

Dentre as várias operações possíveis, as mais importantes são:

- **Repo** - operação com acordo de recompra. A partir dessa operação um grande banco financia a compra de Bradies para um pequeno banco. Além do emprestador cobrar juros ele fica com os Bradies como garantia. Quando o pequeno banco pagar a sua dívida, o **repo** é desfeito e os Bradies são finalmente repassados ao pequeno banco que as comprou;
- **aluguel** - Um grande banco, detentor de Bradies, empresta esses títulos a um pequeno banco em troca de uma taxa de juros por esse empréstimo. Muitas vezes esse grande banco aluga os Bradies que não são efetivamente seus, mas que estão em sua carteira como forma de garantia por conta de um **repo** (conforme explicado acima);
- **buy-in** - operação em que um banco (w) comprou Bradies de um outro (z) e não recebeu os títulos. Dessa forma compra os papéis de outra instituição (k), sendo o pagamento efetuado pelo banco (Z), que não havia honrado a entrega de papéis. [ Camba, 1998 ]

Como se percebe, nesse mercado, há a possibilidade de várias operações alternativas e a sua maior atratividade é a liquidez. Os volumes diários de negócios podem atingir altas

---

<sup>1</sup> Esse fato explica a razão pelo qual as Autoridades Monetárias no Brasil são obrigadas a elevar a taxa de

cifras. Antes da crise da Rússia, por exemplo, elas costumavam atingir valores entre US\$ 5 bilhões a US\$ 6 bilhões. Em momentos de crise, esse valor cai significativamente, sendo que os investidores finais, e mesmo os bancos, tendem a sair dessas aplicações por receio de participar de um mercado instável. Por conseguinte, nessa situação, evitam-se a compra de Bradies, pois não se sabe até quando os preços podem cair e quando receberão os papéis.

A partir da ampla abertura financeira, os investidores podem aplicar em títulos no Brasil ou fora dele. Um dos títulos que pode ser aplicados no exterior é o Brady-bond, denominado em dólar e que não sofrem o risco de câmbio. A partir daí, o movimento da remuneração do Brady-bond (especialmente do C-Bond), comparada a do Treasury-bond, passou a ser um indicador na confiança no país, cuja diferença denominou-se de **Risco Brasil**.

Esse risco é decorrente da avaliação que os agentes econômicos fazem da capacidade do país servir suas obrigações externas. Pode ser medido pelo “spread” acima do Treasury-bonds americanos, referente a remuneração dos títulos brasileiros de prazo equivalente transacionados em dólar no exterior, a exemplo dos C-bonds. Quando há forte desconfiança sobre o país, os detentores desses títulos querem vendê-los, havendo uma corrida contra os mesmos, o que implica na redução do seu preço. Desse modo, o mercado indica que só ficará com o título a preços muito mais baixos, implicando na maior remuneração dos mesmos, dada a da relação inversa existente entre preço e remuneração.

Quanto maior a queda de preços maior a remuneração oferecida por aquele título. A maior remuneração, requerida pelo mercado para ficar com o título, estará indicando maior desconfiança no país. Quando o país não está sob suspeita, a remuneração requerida não será tão alta quanto a oferecida pelo Treasury-bond norte americano.

Por indicar a confiança (ou não) no país, o Risco Brasil é um termômetro para o ingresso de capitais. Além do mais, os investidores internacionais só virão aplicar diretamente no país (em moeda nacional) se a rentabilidade oferecida, descontado o câmbio, for mais alta que a oferecida pelos C-bonds, que não têm risco de câmbio.

Esses títulos representativos da dívida externa dos países emergentes podem ser utilizados como instrumentos de arbitragem por parte dos investidores internacionais e

---

juros básicas da economia como forma de atrair fluxos de capitais forâneos para o país.

mesmo de investidores nacionais. Esse fato impacta diretamente sobre a condução da política monetária do país, quando se trabalha com ampla abertura financeira - como é o caso do Brasil. A questão da busca de atração dos capitais envolve o alinhamento das taxas de juros praticadas pelos títulos públicos com a remuneração dos títulos da dívida externa brasileira, cotados pelo mercado internacional. A remuneração requerida pelo mercado, por seu lado, envolve a comparação dos títulos da dívida externa brasileira (especialmente os C-Bonds) com os Treasury Bonds norte americanos.

Caso não se trabalhe com taxas de juros internas que levem em conta o Risco Brasil e o Risco de Câmbio, os investidores preferirão não correr o risco de aplicar seu capital em títulos denominados em uma moeda "fraca". Mesmo os capitais nacionais preferirão aplicar seus recursos em títulos da dívida externa do que em títulos da dívida interna. Isso se explicita especialmente em momentos de crise, conforme veremos mais adiante. Caso a remuneração não se equalize, em momentos de crise, os movimentos de arbitragem de juros acentuam a fuga de capitais para as aplicações em bônus (Bradies), que não têm o risco de câmbio.

Em havendo um descompasso nas remunerações entre eles, haveria duas graves consequências para a economia brasileira: na primeira, o governo certamente passaria a ter dificuldades em rolar a sua dívida mobiliária, na medida em que os aplicadores estariam em busca de aplicações mais seguras, no caso direcionariam os seus recursos para os Bradies; na segunda, haveria saída de dólares da economia, o que dificultaria o financiamento do déficit externo do país, podendo inclusive induzir e/ou reforçar um ataque contra a moeda nacional.

A lógica da equalização das remunerações é a que se segue abaixo. Considerando que os Bradies são títulos denominados em dólar e que há ampla abertura financeira, o governo deve praticar taxas de juros nominais de modo que, descontada a variação cambial, o percentual resultante fique próximo ao apresentado pela remuneração dos Bradies.

Conforme acabamos de observar, o resultado da taxa a ser ofertada deve descontar a variação cambial. O que o aplicador realmente considera, então, é o cupom cambial.

Denomina-se **Cupom Cambial, no mercado à vista**, a equação que define a taxa de juros reais ( $I$ ) como a relação entre a taxa básica da economia, constituída pelos depósitos interbancários (DI) e a taxa de desvalorização do dólar (DOL):

I= DI/DOL

O Cupom Cambial representa a remuneração real de um determinado instrumento financeiro em termos de dólar. Desse modo, ele se apresenta como um referencial para os investidores estrangeiros. Dentre eles, podemos destacar os investidores institucionais, que ao procurarem aplicar principalmente em renda variável, fundamentalmente no Anexo IV, permitem que ingressem um volume considerável de dólares pelo câmbio comercial. Destaca-se também o ingresso de capitais pelo câmbio flutuante, em busca de rentabilidade rápida nas aplicações de renda fixa, fazendo com que ingresse no país um volume razoável de recursos por essa via.

Assim, a política monetária tem que estar em sintonia fina com a política cambial, sendo essa sintonia muito maior hoje do que na década passada. Isto se deve não só ao maior grau de abertura da economia e do incremento da mobilidade internacional do capital, mas também à questão da arbitragem de juros, ou seja, isto tem a ver com a dimensão que alcançou a globalização financeira, que permite aos agentes econômicos realizarem, de forma cada vez mais rápida, arbitragens entre ativos.

Cabe observar que, quando falamos na possibilidade de arbitragem de juros, devemos considerar não só o Risco Brasil, mas também o Risco de Câmbio, que é medido pelas projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio ou pelas taxas dos swaps entre juros domésticos e câmbio. Como se sabe, esse risco cresce com a percepção de um aumento na probabilidade de uma desvalorização e produz o crescimento da demanda por hedge cambial.

Nesse caso, é que consideramos o movimento dos mercados futuros, que pode levar em consideração movimentos essencialmente expectacionais. Assim, em situações de abertura financeira e não modificação da política cambial, quando o Risco- Brasil se eleva, o Banco Central tem que aumentar os juros. A magnitude desse aumento deve compensar também o crescimento do Risco de Câmbio e para isto leva-se em conta as projeções de desvalorização do real no mercado futuro [Pastore, 1998 pp 9 ].

Quem carregar os títulos até o vencimento receberá a rentabilidade do mesmo (Yield). Entretanto, as taxas de juros só podem declinar se houver uma redução do “Risco

Brasil" ou se diminuir a demanda por hedge cambial, reduzindo as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio, mantendo elevado o cupom cambial coberto, ainda que a taxa de juros doméstica sofresse uma queda.

Assim, os juros ofertados pelo país, como forma de atrair capital, para mantê-lo aqui e evitar saídas especulativas deve ser aquele que permita oferecer um cupom cambial capaz de cobrir o Risco Brasil e o Risco de Câmbio.

### 3.1.2- O movimento do cupom cambial até a crise da Ásia

A política de sintonia fina entre os juros e o câmbio pode ser feita de duas formas, a saber: primeira, através de um ajuste de curto prazo, em que se contemplaria simultaneamente, alterações nas política monetária e cambial, de modo a deixar inalterado o Cupom Cambial; segunda, diz respeito a uma alteração do mesmo.

#### i)- O movimento do câmbio

Essa análise pode ser feita a partir de inúmeras formas, havendo grandes debates a respeito. Para os propósitos do nosso trabalho, iremos tomar como ponto de partida para a análise o Plano Real, o fato da defasagem cambial ter situado em 20,5%, em 1994<sup>2</sup>. A partir de então há uma desvalorização paulatina da moeda nacional. A magnitude dessa efetiva desvalorização e o "grau" da sobrevalorização cambial é fonte de várias discussões.

**TABELA III-1**  
**DESVALORIZAÇÕES REAIS DO CÂMBIO: 1995/1998- relação com o IPA-DI**

ANO	CPI EUA	Desvalorização Nominal (a)	Inflação (IPA-DI) (b)	Desval. Real (c=a-b)	Defasagem Cambial (d)*
1994	2,5	-	-	-	20,50
1995	2,4	15,00	6,39	8,05	11,52
1996	3,3	6,88	8,09	(1,12)	12,79
1997	1,7	7,41	7,78	(0,35)	13,18

Fonte: elaborado a partir de dados de Boletins do Banco Central  
\* defasagem no ano anterior - desvalorização real

<sup>2</sup> - Tomando como base a média de 1992 a 1994, a depender do deflator utilizado obtém-se resultados diferentes. Esse valor da sobrevalorização pode variar de 12,7% a 33,5%. Se o deflator doméstico for o IPA, a valorização estimada é menor do que se for utilizado o IPC.

Acima apresentamos alguns dados (Tabela III-1). Quanto à desvalorização nominal, sabe-se que, em 1995 ela foi de 15%. A questão é de quanto teria sido a desvalorização real e a partir de então, qual seria a defasagem cambial. Se tomarmos defasagem cambial como aquela que se estabeleceu em 1994 (20,5%) e tomarmos o IPC como deflator, teremos que a desvalorização real do câmbio terá sido de 8,6 (15,0 - 6,4). Dessa forma, a defasagem cambial teria caído para 11,9%, (20,5 - 8,6). Continuando esse raciocínio, conforme a TABELA III-1, essa defasagem teria sido paulatinamente reduzida. Isso, a princípio, nos indicar-nos-ia a adoção de uma política com o intuito de reduzir a defasagem cambial.

Um fato inquestionável é que houve uma valorização do câmbio entre 1994 e 1995, quer com relação ao dólar, quer com relação a uma cesta de moedas. Entretanto, vale observar que a análise da redução, ou não, dessa valorização muda dependendo do deflator utilizado (Tabela III-2). Em 1995, o IGP-DI e IPC-FIPE registrar uma inflação de 14,79% e 23,17%, respectivamente. Assim, se pegarmos o primeiro desses índices veremos que a desvalorização da moeda, descontada a inflação seria praticamente nula (15,0 - 14,79). Levando-se em consideração o segundo índice, teria havido uma valorização (15,0 - 23,17) da moeda nacional.

**TABELA III-2**  
**DESVALORIZAÇÕES REAIS DO CÂMBIO: 1995/1998**  
*(levando em conta a média de três indexadores)*

ANO	Desvalorização Nominal (a)	Defasagem Cambial a partir da média dos 3 índices
1994	-	20,50
1995	15,00	20,50
1996	6,88	21,86
1997	7,41	22,29
1998(*)	3,63	15,59

Fonte: elaborado a partir de dados do Boletim do Banco Central. Índices: IGP-DI, IPC, IPA-DI  
(\*) Referem-se as desvalorizações ocorridas somente no primeiro semestre.

Diante do tamanho da amplitude apresentada pelos três índices<sup>3</sup>, se considerarmos uma média dos três, teríamos um percentual próximo de 15% no primeiro ano considerado.

<sup>3</sup> - Existe todo um debate acerca da disparidades desses índices. Uma das questões levantadas é que há uma trajetória divergente de preços em termos setoriais especialmente entre os bens "transacionáveis" e não

Como esse valor é similar ao apresentado pelas desvalorizações nominais do câmbio em 1995, esse fato nos indica a possibilidade de também trabalharmos com a hipótese de não ter havido significativa desvalorização real da moeda no referido ano. Em 1996 e 1997 o movimento da variação do câmbio real<sup>4</sup> também teria sido pequeno.

Outra questão importante que deve ser destacada, quando se analisa a questão do câmbio, é que esse estudo sempre é feito a partir de um determinado período tomado com base de comparação. Por exemplo: quando tomamos a valorização do câmbio para o ano de 1994, devemos lembrar que nesse período a conta corrente estava em equilíbrio. A partir de então ocorreram alterações de produtividade da mão de obra, mudanças nas proteções tarifárias, variações de moedas a nível internacional e outros elementos que alteram a questão da competitividade. Por isso, os números da valorização indicada inicialmente "não devem ser entendidos como uma sugestão sobre a magnitude de correção da taxa de câmbio, apenas confirmando que ocorreu uma valorização do câmbio real, o que tem consequências sobre os saldos em contas correntes, e impõem restrições às políticas monetária e fiscal" (Pastore, 1998, pp 7).

Na verdade, a partir da crise mexicana, é implantado o sistema de bandas deslizantes e a partir desse momento é como se o câmbio permanecesse, durante 1995, indexado ao IGP-DI, que indica valores mais altos do que o IPA-DI.

A partir de janeiro de 1996, o câmbio passa a acompanhar o movimento do IPA-DI, o que indica que ele terá uma defasagem menor<sup>5</sup>. Como veremos mais adiante, essa menor defasagem é adotada para contrabalançar a queda das taxas de juros que se processa nesse ano. A idéia por trás da estratégia é a de manter o cupom cambial alto.

Vale observar que não obstante a crise asiática, a política cambial ao longo do ano de 1997 não se modificou substancialmente. Mesmo considerando o aprofundamento da crise asiática, que se manifestou no final do referido ano, as desvalorizações cambiais continuaram a se processar no mesmo ritmo, o que significava manter o compromisso

---

"transacionáveis". Os serviços (não transacionáveis) como educação, saúde e habitação cresceram fortemente. Por outro lado, em determinados períodos há divergências entre os preços agrícolas e industriais, por atacado. Isto tem a ver com os impactos diferenciados do aumento do componente importado da oferta em vários segmentos da indústria, e dos impactos da sobrevalorização sobre os preços agrícolas.

<sup>4</sup> - Variações no câmbio nominal geram variações em preços. Pastore (1997) discute a problemática de como se produzir mudanças de câmbio nominal que gerem alterações de câmbio real e não somente em preços.

<sup>5</sup> - Esse índice tende a convergir lentamente para o índice geral de preços com a redução da taxa de inflação (Tavares, 1997)

velado, por parte do governo com os agentes econômicos, de não alteração da política cambial<sup>6</sup>. Na verdade, o movimento de proteção deu-se sobre os juros, como veremos mais adiante. De qualquer forma, deve-se destacar que a manutenção da política cambial tem consequências sobre a competitividade. De fato, a partir da crise da Ásia, verifica-se a crise das moedas desses países, que fora precedida pela valorização do dólar frente ao Yen, seguida pela desvalorização do marco. Isto indica uma valorização do dólar frente as demais moedas. Nesse sentido também uma valorização do Real frente as mesmas (Tavares, 1998). Isto, é claro, problematiza a competitividade dos produtos nacionais

### ii ) O movimento dos juros

A crise mexicana foi deflagrada no final de 1994, embora os seus efeitos tenham se abatido sobre o Brasil ao longo do mês de janeiro do ano seguinte ( impactos, principalmente sobre as bolsas de valores). Contudo, para melhor entender como a política monetária foi utilizada para fazer frente aquele fato, devemos retroceder uns quatro meses.

O Plano Real foi responsável pela transferência de renda a favor das camadas mais desfavorecidas, face a eliminação do imposto inflacionário e por uma ampliação do crédito. Esses fatores contribuíram sobremaneira para o aquecimento posterior da demanda. Em setembro de 1994, a bolha de consumo já estava visível, levando as Autoridades Monetárias a elevar substancialmente os juros básicos da economia em termos reais. Esse aumento dos juros foi adotado logo após um período de queda contínua (desde abril).

**TABELA III-3**  
**JUROS REAIS DA TAXA BÁSICA: OVER/SELIC (%)**

Mês/ano	Taxa Nominal Efetiva ( Over/Selic )	IGP-M ( FGV )	Taxa Real Efetiva ( mensalizada )	Taxa Real Efetiva ( anualizada )
SET/94	3,83	1,75	2,04	27,49
OUT	3,62	1,82	1,76	23,26
NOV	4,07	2,85	1,19	15,20
DEZ	3,80	0,85	2,94	41,51
JAN/95	3,37	0,92	2,43	33,35

Fonte: Sinopse Andima

<sup>6</sup> - Para uma discussão acerca da preferência por câmbio fixo ou flutuante, vide Obstfeld, in (1985), Obstfeld, M. & Rogoff (1995), Eichengreen, B. (1994).

Em outubro, não obstante o recrudescimento da inflação, o governo, ao invés de aumentar de novo os juros básicos da economia, optou por tomar medidas restritivas ao crédito. Nesse sentido, instituiu um depósito compulsório de 100% sobre depósitos a vista e de 30% sobre depósito a prazo. Adicionalmente, criou duas novas linhas de recolhimento compulsório, incidindo sobre os contratos de assunção de dívida e das operações de adiamento, empréstimos, financiamento, com alíquotas, respectivamente de 30% e 15%.

Portanto, conforme detalhado na Tabela III-3, os juros nominais em Outubro ficaram até ligeiramente abaixo dos praticados em setembro, o mesmo ocorrendo com as taxas reais, apesar de ter havido um certo aumento da inflação. Não obstante, as Autoridades Monetárias continuaram a praticar taxas de juros reais declinantes, em novembro.

No mês de dezembro, o Governo finalmente praticou taxas de juros reais elevadíssimas, acima de 40% aa.. Em Janeiro de 1995, quando os efeitos da crise mexicana foram sentidos no país, as Autoridades Monetárias continuaram a manter os juros em patamares altos, embora tenham sido rebaixados para perto de 33% (graças à queda da taxa de inflação). Esse era ainda um patamar superior ao que havia sido praticado em setembro de 1994 (27,49% aa). De qualquer forma, em março haveria um novo repique dos juros como tentativa de conter a saída de reservas.

Na realidade, com a crise do México, as Autoridades Governamentais passaram a intervir, de maneira bastante atuante, no mercado cambial, procurando evitar a desvalorização da moeda e, paralelamente, mantiveram os juros elevados como forma de manter um alto Cupom Cambial.

Se analisarmos os impactos da crise do México, verificaremos que as maiores perdas das reservas internacionais, de acordo com o conceito de caixa, aconteceram em março de 1995. Enquanto que em janeiro daquele ano as perdas totalizaram US\$ 542 milhões no mês de março as cifras ultrapassaram a casa de 4 US\$ bilhões. Nessa situação é que se elevam novamente os juros nominais para o patamar de 4,26%, conforme Tabela III-4. No mês seguinte, ainda se verificou uma perda substancial de reservas, da ordem de 1,6 US\$ bilhão, sendo que a partir dessa data, o processo foi revertido, quando se acumularam gradativamente reservas até o final do ano.

**TABELA III-4**  
**EVOLUÇÃO DAS TAXAS BÁSICAS DE JUROS (a m) : 1994/1998**

ANO	MÊS	Over/Selic (% a.m.)	CDI/Over (% a.m.)	TBC (% a.m.)	Tban (% a.m.)
1994	SET	3,83	3,85	-	-
	DEZ	3,80	3,84	-	-
1995	MAR	4,26	4,41	-	-
	JUN	4,04	4,05	-	-
	SET	3,32	3,25	-	-
	DEZ	2,78	2,73	-	-
1996	MAR	2,22	2,20	-	-
	JUN	1,98	1,94	-	-
	SET	1,90	1,88	1,88	-
	DEZ	1,80	1,79	1,74	1,90
1997	MAR	1,64	1,62	1,62	1,80
	JUN	1,61	1,59	1,58	1,78
	SET	1,59	1,58	1,58	1,78
	DEZ	2,97	2,91	2,90	3,15
1998	MAR	2,20	2,18	2,24	2,89
	JUN	1,60	1,60	1,64	2,17

Fonte: Banco Central

Observando-se novamente a Tabela III-4, percebe-se que, em 1995, as taxas mantiveram-se altas, iniciando-se um processo de redução somente no segundo semestre. Em setembro, verificou-se uma redução para 3,32% am, no momento em que ocorreu uma deflação na economia.. A partir desse mês, até o final de 1995, a inflação passa a ficar razoavelmente sob controle e, além do mais, os investidores internacionais tinham voltado a dirigir seus recursos para o país. Nesse sentido, as taxas nominais (Over/Selic) passaram a cair gradativamente até alcançar 2,78% am, no final do ano.

Muito mais que o aquecimento da demanda, a queda no patamar de juros depende dos juros internacionais, uma vez que o objetivo fundamental das altas taxas é manter o Cupom Cambial alto para atrair o capital estrangeiro. A partir de meados de 1995, verifica-se a redução dos juros internacionais que caem de um patamar de 9% aa, em março para 8,6% aa em dezembro. Esse movimento permitiu a queda paulatina das taxas de juros nacionais.

Esses fatos contribuíram para disseminar a idéia de que o pior da crise já tinha passado, criando-se, no mercado, uma enorme expectativa de que haveria um processo gradual de redução das taxas básicas de juros da economia. Paralelamente, o ano de 1996 inicia-se com queda na inflação, fenômeno que durou até abril. Concomitantemente, verificou-se também a continuidade da queda nas taxas de juros internacionais, que caíram de um patamar de 8,5%, aa em janeiro, para 8,25% aa em março, mantendo-se nesse nível durante todo o ano de 1996. Esse movimento permitiu o declínio da taxa nominal de juros de 2,78% am, que prevaleceu em dezembro de 1995 para os níveis de 2,22% am em março de 1996.

Contudo, no mês de maio, a inflação sofre um repique. Com exceção daqueles repiques verificados em maio e julho do referido ano, a inflação situou-se em níveis um pouco mais baixos até o final do ano. As taxas de juros nominais recuaram, gradualmente, de 2,22% para 1,80%, de março a dezembro de 1996. Na verdade, esse resultado teve forte ligação com o movimento das taxas de juros internacionais e com as expectativas dos investidores externos. O que queremos destacar é que o manejo da taxa de juros depende muito mais dessa duas últimas variáveis (juros internacionais e expectativas) do que propriamente do controle da demanda interna. Isto porque, mesmo considerando a queda das mesmas, internamente, elas ainda se encontram em patamares exorbitantes para aqueles que queiram se endividar no mercado financeiro nacional. Se levarmos em conta os juros ao consumidor, por exemplo, via financeiras, cheque especial e cartão de crédito, verificaremos que esses são muito maiores do que os juros básicos e muito mais resistentes à queda (mesmo quando os juros básicos caem).

Nesse momento, importa comentar brevemente as inovações introduzidas na condução da política monetária em meados de 1996, fato esse que terá repercussões sobre a continuação da análise dessa seção. O Comitê de Política Monetária (Copom) foi instituído pela Circular 2.698, de 20 de junho de 1996, com o objetivo de redefinir as novas diretrizes da política monetária. Cabe esclarecer que o mesmo diploma criou a Taxa Básica do Banco Central (TBC), que passa a representar o limite inferior dos juros básicos da economia.

Por outro lado, a Resolução 2.288, de 20 de junho de 1996, define as novas regras de acesso ao empréstimo de liquidez para as instituições com carteira comercial. Por esse

diploma, é assegurada aos bancos a oferta de moeda até o limite de saque das instituições ao nível da TBC, estabelecida pela referida Resolução. Por sua vez, essa taxa passa a ser anunciada, antecipadamente, na última semana do mês anterior.

A Circular 2.711, de 28 de agosto de 1996, criou a Taxa de Assistência do Banco Central (Tban). Essa taxa se constitui no referencial de custo de assistência de liquidez para as instituições que não tenham títulos públicos como garantia ou, ainda, para aquelas que solicitam recursos que vão além do valor-base, mesmo que possuam papéis do governo em contra partida. A Resolução 2.308, de 28 de agosto de 1996, define os termos daquele valor-base e a Circular 2.712, de mesma data, define as condições para a concessão da assistência de que trata a referida Resolução.

A Circular 2.699, de 29 de agosto de 1996, redefiniu as regras para o recolhimento do compulsório sobre os depósitos a prazo, embora tenha-se preferido manter a alíquota em 20%. A Circular 2.700, de 28 de agosto de 1996, estabeleceu um cronograma de redução da alíquota de compulsório sobre depósito a vista de 83% para 75%. Portanto, as Autoridades Econômicas continuaram a manter percentuais elevados para esse instrumento de política monetária.

Por conseguinte, a nova organização das taxas do Banco Central (Resolução 2.288 e a Circular 2.698) permitiu aos bancos um importante instrumento estratégico, uma vez que os mesmos passam a conhecer previamente o piso do custo de captação e a oferta automática de liquidez. Uma vez que a taxa que regula a oferta automática representa para os bancos um custo de oportunidade, esses podem recorrer ao redesconto para, via operações de repasse interfinanceiros, suprir as necessidades de liquidez do mercado. Alternativamente, esses recursos podem ser alocados para o crédito ou até mesmo servir de fonte de realização de arbitragens por parte dessas instituições.

Com essa nova formulação da política monetária, em realidade, foi instituída a formação da banda informal de juros. A idéia era a de que as autoridades monetárias deveriam reduzir sua intervenção ao máximo, através dos Go Arounds, liberando o mercado para a maior capacidade de influir na formação do preço da moeda.

A TBC foi inicialmente fixada em 1,90%, para o mês de julho, sendo que seu valor continuou a prevalecer no mês seguinte. Dessa maneira, o Banco Central sinalizou que, embora o compromisso fosse o de reduzir o custo do dinheiro, o processo de fixação das

taxas básicas de juros na economia, a partir de então seria balizado pelos "fundamentos macroeconômicos", de maneira que, eventualmente, poderia haver um repique na trajetória de seu curso declinante.

A política do Copom, até o final de 1996, foi a de estabelecer valores declinantes, mês a mês, para as duas novas taxas. Assim, o movimento das Autoridades Monetárias foi no sentido de sinalizar a continuação do declínio da trajetória das taxas básicas de juros.

No primeiro trimestre de 1997, o Copom reiterou a intenção de manter inalterada a trajetória de descenso das taxas de juros nominais, quando, o mesmo, sucessivamente, estabeleceu a TBC e a Tban em níveis inferiores ao do mês anterior, até alcançar, em março, os percentuais de 1,62% e 1,89%, respectivamente.

Mesmo considerando o ano de 1996, em que houve uma queda paulatina das taxas de juros é preciso perceber a limitação dessa queda. Na verdade, as taxas caíram, mas ainda se estabeleciam em patamares exorbitantes para uma economia estabilizada. Articulando essa queda lenta com o movimento do câmbio, que como vimos variou com uma defasagem menor, seguindo o IPA-DI, verificaremos que a política fundamental do governo foi a de continuar garantindo um Cupom Cambial alto e de adotar uma política de contenção do crescimento com o objetivo de manutenção da estabilização e de fechamento do balanço de pagamentos.

De fato, conforme observamos no capítulo anterior, paulatinamente, a defasagem da balança comercial se avolumava, bem como a conta serviços também que, cada vez mais tornava-se negativa, exigindo-se, por conseguinte, mais recursos para o fechamento do balanço de pagamentos, mesmo considerando a entrada de investimentos diretos. Nesse sentido, para manter a lógica do plano, a política de manutenção de um alto Cupom Cambial era fundamental para a atração dos capitais externos.

Os altos juros também impactavam sobre a queda do nível de atividade, o que era importante para reduzir as importações e conter o crescimento explosivo da defasagem da balança comercial. Assim, dentro da política adotada, não era possível reduzir os juros além de certo patamar. A manutenção dos juros altos, portanto, constituía-se intrinsecamente em arquitetura fundamental do Plano, podendo-se afirmar que o mesmo revelava-se a verdadeira âncora do Real.

### iii) Evolução do Cupom Cambial até a crise da Ásia

A partir da análise do comportamento do câmbio e dos juros, vejamos qual o resultado do Cupom Cambial( $T_0$ ). A tabela III-5, nos dá os seus valores que também pode ser visualizado no Gráfico III-1. Até 1997, podemos detectar 3 fases distintas: Vejamos em seguida.

**TABELA III-5**  
**CUPOM CAMBIAL: 1994/1998**

ANO	MÊS	Cupom Cambial		
		$T_0$	$T_2$	$T_3$
1995	MAR	78,77	19,32	-
	JUN	32,09	22,31	-
	SET	42,39	24,64	-
	DEZ	28,69	24,55	-
1996	MAR	24,28	19,13	-
	JUN	17,85	15,85	-
	SET	18,30	15,63	-
	DEZ	15,01	11,47	-
1997	MAR	11,26	10,72	10,65
	JUN	14,25	11,17	11,23
	SET	14,65	9,33	9,27
	DEZ	31,77	12,12	14,06
1998	MAR	18,69	11,01	-
	JUN	12,46	9,35	10,79

Fonte: Elaborado a partir de dados do Banco Central;

$T_0$ = mercado a vista;  $T_2$ = mercado futuro, cujos contratos vencem a dois meses ;

$T_3$ = mercado futuro, cujos contratos vencem a três meses.

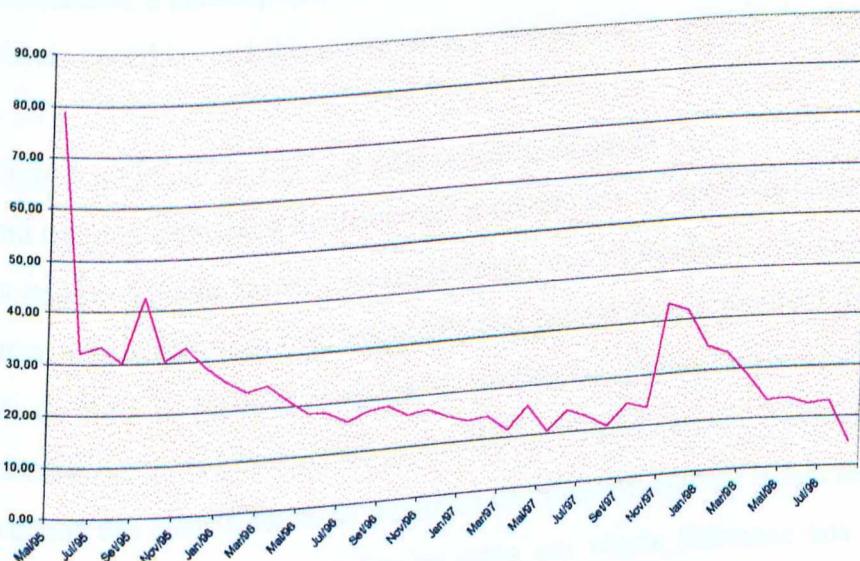
**Fase 1 – Início do período da forte sobrevalorização cambial a junho de 1995.**  
Conforme podemos perceber, essa fase se inicia com um Cupom Cambial altíssimo, resultado da política de sobrevalorização e juros altos, ocorrida logo após a implantação do Real. A partir desse momento, essa fase apresenta uma queda mais acentuada do cupom como resultado da desvalorização nominal implantada quando da constituição formal da banda cambial (indexada ao IGP-DI), conjugada ao paulatino descenso da taxa de juros. A possibilidade de queda do Cupom Cambial está relacionada à grande liquidez internacional do período, ao movimento de queda dos juros internacionais e ao fato de que, até a crise do México, não se apresentavam movimentos especulativos contra os países emergentes. Cabe

observar que, nessa fase, mesmo considerando a queda verificada, o Cupom Cambial é elevadíssimo.

No caso brasileiro, o movimento favorável ao ingresso no país pode ser medido pela queda paulatina do Risco Brasil. De fato, se tomarmos a remuneração dos C-Bonds (tabela III-10) veremos que ela apresenta uma queda contínua, o que indica que os mesmos estão sendo vendidos com deságios cada vez menores (preços maiores). De qualquer forma, é preciso perceber que mesmo considerando a queda verificada, a remuneração dos C-Bonds ainda é muito alta, como também o é o cupom cambial, que apresentava, em junho de 1995, patamares acima de 30%.

**Fase 2 - De junho de 95 a setembro do mesmo ano.** Nesses meses, apresenta-se uma nova alta do Cupom Cambial como resultado da crise do México. Conforme vimos, como forma de proteção contra a crise, adota-se a política de ascensão dos juros, para aumentar o Cupom Cambial e atrair o capital externo. Nessa fase, portanto, o aumento do cupom é a resposta à queda de liquidez internacional e ao movimento dos mercados de capitais contra a América Latina, em geral. A alta dos juros tem estrita relação com a atração de capitais externos. Torna-se interessante reter que a crise do México não afeta o movimento de descenso da remuneração dos C-Bonds.

**GRÁFICO III-1**  
**Cupom cambial (To): 95/97**



Fonte: Banco Central

**Fase 3 – De Setembro de 1995 a março de 1997.** Nesse período, o Cupom Cambial volta a cair a partir da conjugação da queda paulatina dos juros articulada à desvalorização menos acentuada da moeda nacional (IPA-DI) e à queda dos juros internacionais. Na verdade, a política de desvalorização mais branda faz com que a queda do Cupom, ao longo de 1996, fosse bastante suave. Pode-se, assim, perceber que a política cambial teve o intuito de assegurar o valor do Cupom Cambial com uma lógica de compensação sobre a queda dos juros. Essa alta remuneração realmente atraiu capitais e fez crescer, sobremaneira, o nível de reservas durante o período em questão. Cabe destacar também que, após a crise do México, os investidores internacionais voltaram, pouco a pouco, a dirigir seus recursos à América Latina. Esse é um período em que aumenta o preço de negociação dos C-Bonds e que, portanto, cai paulatinamente a sua remuneração.

Nesse momento, merece destaque o fato de que o movimento de redução no valor do cupom cambial foi estancado durante o ano de 1997. Esse processo durou até setembro desse ano, quando o mesmo tornou-se estacionário em torno da faixa compreendida entre 10 a 15 %. Contudo, com a agudização da crise asiática, em outubro, as Autoridades Monetárias elevaram a taxa básica de juros da economia como forma de adequar o Cupom Cambial ao Risco Brasil e ao Risco de Câmbio indicados pelo mercado. A seção a seguir tratará do manejo das políticas monetária e cambial face a essa nova situação.

A partir desse fato, verifica-se uma inversão na trajetória de queda do cupom. Esse crescimento traduziu a preocupação das autoridades econômicas quanto às fortes saídas dos capitais voláteis ocorridas naquele momento e, posteriormente, quando da crise da Rússia.

### 3.1.3- O Cupom no início de 1997 - o estancamento da queda

Como um dos elementos fundamentais a determinar o valor das taxas era a atração dos capitais externos, essas taxas, necessariamente, eram afetadas pelos movimentos dos mercados internacionais de capitais. Seguindo essa perspectiva, é possível perceber que a partir do mês de abril de 1997, a estratégia da política monetária começou a ser revertida, na medida em que passa-se a vislumbrar problemas no "front" externo. Nesse sentido, é que se estanca a queda das taxas e adota-se a política de congelamento da banda de juros. Dessa forma, em maio, o Copom fixou ambas as taxas em níveis idênticos aos que haviam

prevalecido em abril (1,58% e 1,78%). Esse procedimento acabou interrompendo a tendência de queda, que vinha sendo observada desde setembro de 1996.

A política do Copom de manutenção das taxas permaneceu inalterada, de abril a setembro, período em que as taxas da TBC e a Tban permaneceram com os mesmos valores, fazendo com que os juros nominais, anualizados, girassem em torno de 21%, nesse período. Outros fatores que concorreram para que a política monetária tivesse o seu rumo inalterado foram: a sustentação da manutenção das taxas do Federal Funds em 5,5% no princípio de julho e as fortes entradas de recursos pelo segmento financeiro, que foram reforçadas pela aceleração do processo de privatização do programa brasileiro, nesse período.

Esses fatos acima arrolados ajudam a explicar o motivo pelo qual o Banco Central manteve os mesmos percentuais da TBC e da Tban, respectivamente, em 1,58% e 1,78% em setembro, reduzindo, apenas ligeiramente, os seus valores, em outubro, para 1,64% e 1,87%.

O que se percebe é que o movimento de redução no valor do Cupom Cambial foi estancado durante o ano de 1997 e esse processo durou até setembro desse ano. Contudo, com a agudização da crise asiática, em outubro, as Autoridades Monetárias mantiveram o valor da moeda nacional e elevaram as taxas básicas de juros da economia, verificando-se a partir de então uma inversão na trajetória de queda do cupom. Movimento resultante das fortes saídas de capitais que se verificaram nesse período.

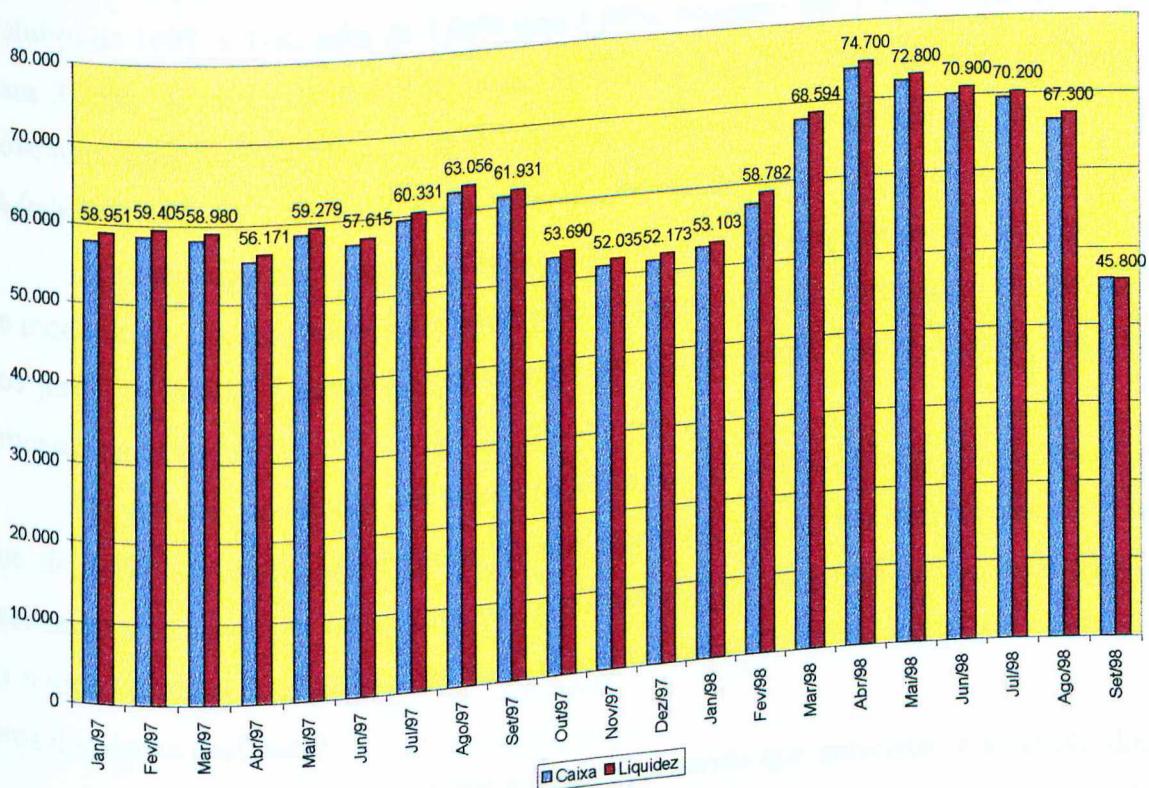
A crise no sudeste asiático emergiu em julho de 1997. A partir dessa data, no período compreendido entre julho e agosto daquele ano, o que se verificou foi um processo de desvalorizações cambiais naquela região, que conduziram a perturbações nos mercados financeiros internacionais.

No Brasil, o mercado de ações foi o mais afetado, apresentando queda de mais de 15%, entre os dias 10 a 15 de julho, de acordo com o índice SENN. No mês seguinte, o mesmo índice apresentou uma baixa de 17,25%, constituindo-se no primeiro resultado negativo do ano de 1997. Esses números espelharam, em grande parte, o movimento dos investidores institucionais, que venderam parte das suas ações no país, para efeito de cobertura de prejuízos nos mercados do sudeste asiático, mesmo porque os "países

"emergentes" começaram a ficar sob suspeita. Nesse período verifica-se que o Copom Cambial praticamente não se altera.

No final de outubro, imediatamente após o anúncio das Autoridades Monetárias de Hong Kong, da brusca elevação das taxas de juros, no dia de 23/10 /97, o Brasil finalmente foi acometido por um ataque especulativo contra a sua moeda, ocorrendo, nesse mês, forte saída de reservas. Vale registrar que, as saídas de dólares da economia vão ser observadas até o final do ano e que a recuperação das mesmas somente ocorrerá a partir do início do ano de 1998 (Gráfico III-2 ).

**GRÁFICO III-2  
COMPORTAMENTO DAS RESERVAS: 1997/1998.**



Fonte: Banco Central

Por conseguinte, não era mais possível deixar de realizar os ajustes diante das circunstâncias, de modo que o Copom acabou sancionando o aumento dos juros básicos da economia ao dobrar praticamente as taxas que servem de referencial para o mercado.

**TABELA III-6**  
**PERDAS DE RESERVAS NA CRISE ASIÁTICA - 1997**

PERÍODO			Saldo Líquido : em US\$ Milhões
	CÂMBIO COMERCIAL	FLUTUANTE	
27/OUT	(139,95)	(282,70)	(422,65)
28/OUT	(2.888,27)	(2.230,50)	(5.118,77)
29/OUT	(744,72)	(405,25)	(1.149,97)
30/OUT	(883,05)	(752,29)	(1.635,33)
31/OUT	(329,52)	(421,58)	(751,10)
03/NOV	65,08	(237,00)	(171,92)
04/NOV	114,86	220,00	334,86
<b>TOTAL</b>	<b>4.805,57</b>	<b>4.109,32</b>	<b>8.914,89</b>

Fonte: Gazeta Mercantil- 7/8/9 de novembro de 1997.

### 3.1.4- O crescimento do Risco Brasil e do Risco de Câmbio - ascensão das taxas de juros.

Nesse ponto, voltamos à análise da questão da arbitragem de juros. Em 30 de outubro de 1997, a TBC salta de 1,58% para 3,05%, enquanto que a Tban passa de 1,78% para 3,25%. A taxa OVER/SELIC segue também a trajetória ascendente e no mês de novembro sobe para 3,03 % am., sendo que a taxa real efetiva anualizada sobe para 32,53 % (tabela III-4).

No mês seguinte, as taxas do Banco Central registraram apenas uma ligeira queda, de modo que o Copom, com essa atitude, procurou sinalizar para o mercado que a redução dos juros ao mesmo patamar que tinha vigorado anteriormente à crise asiática seria um processo lento e gradual.

Na verdade, a redução dos juros só poderia ocorrer se declinasse o "Risco Brasil" o que depende, em parte, das expectativas dos mercados financeiros internacionais ou se declinasse a demanda por hedge cambial, o que reduziria as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio, mantendo elevado o cupom cambial, ainda que a taxa de juros doméstica declinasse.

O que queremos destacar é que a perda de reservas que antecedeu à ascensão dos juros esteve articulada ao crescimento do Risco Brasil e do Risco de Câmbio e o patamar de juros estabelecido foi aquele capaz de oferecer um Cupom Cambial que cobrisse esses riscos associados. Vejamos.

### i) O crescimento do risco de câmbio.

Esse movimento se explicitava, em outubro pelo movimento do mercado futuro, pelo movimento de posições compradas dos Bancos e pela saída de divisas.

Na verdade, antes da alta de juros, procurou-se afetar a expectativa dos agentes de diversas formas. Desde o último trimestre de 1996, o mercado cambial vinha sendo muito influenciado pelas expectativas desfavoráveis quanto à balança comercial, gerando um ambiente de incerteza quanto aos rumos da política cambial. Nesse sentido, as Autoridades Monetárias atuaram de duas formas, a saber: de um lado, realizaram intervenções pontuais nas bandas cambiais (comprando e vendendo títulos) e de outro, emitiram papéis indexados ao dólar. Procurava-se, com essa ação, reforçar a idéia de que o governo não pretendia alterar a condução da política cambial e, paralelamente, indicava a possibilidade de efetuar hedge cambial. Portanto, ao longo de 1997, cresceu a participação das NTN-D e outros papéis que sofrem correção cambial (NBC-E) dentro do total da dívida pública. Essas colocações têm crescido, particularmente, nos momentos de crises internacionais, a exemplo da asiática.

Um ponto importante que contribui para a compreensão do movimento de ataque especulativo, que se explicita também pelo crescimento do Risco de Câmbio pode ser extraído da análise da Posição de Câmbio das instituições credenciadas a operar nessa área. A Tabela III-7, nos indica esse movimento, na medida em que a mesma não somente mostra a totalização do mercado cambial, mas também porque relaciona as posições líquidas separadamente, para os mercados Livre e Flutuante, o que permite uma análise mais pormenorizada

O segmento Livre apresentou no primeiro semestre de 1997 posições líquidas vendidas. Isso demonstra que não havia um ataque especulativo contra a moeda nacional. O referido segmento, que apresentou uma média de quase US\$ 300 milhões, no primeiro semestre de 1997, em suas posições vendidas líquidas, começa a reverter essa situação a partir de agosto desse mesmo ano. Em outubro, explicita-se a reversão dessas posições, sendo que neste mês a posição mostra-se fortemente "comprada", ultrapassando a casa dos US\$ 2,0 bilhões. A explicação para essa repentina reversão das posições encontra-se no desdobramento da crise financeira asiática, quando o mercado passou a trabalhar com a perspectiva de haver fortes desvalorizações da moeda.

**TABELA III-7**  
**POSIÇÃO DE CÂMBIO:FECHAMENTO MENSAL- 1997/1998**

( Em Milhões)

Mês	Livre			Flutuante			Livre + Flutuante		
	Comprada	Vendida	Líquida	Comprada	Vendida	Líquida	Comprada	Vendida	Líquida
Jan/97	193,2	551,7	(358,5)	28,5	198,2	(169,7)	221,7	749,9	-528,2
Fev/97	79,4	496,4	(417,9)	23,2	243,1	(219,9)	102,6	739,5	636,9
Mar/97	154,5	518,2	(363,7)	26,7	240,6	(213,9)	181,2	758,8	-577,6
Abr/97	207,4	392,2	(184,8)	15,5	220,9	(205,4)	222,9	613,1	-390,2
Mai/97	105,3	424,7	(319,4)	16,9	213,4	(196,5)	122,2	638,1	-515,9
Jun/97	168,0	317,2	(149,2)	14,9	220,0	(205,1)	182,9	537,2	-354,3
Jul/97	59,1	492,3	(433,2)	17,4	190,3	(172,9)	76,5	682,6	-606,1
Ago/97	379,0	373,5	5,5	97,6	177,2	(79,6)	476,6	550,7	-74,1
Set/97	346,3	263,9	82,4	20,9	181,8	(160,9)	367,2	445,7	-78,5
Out/97	2.252,7	235,8	2.016,9	655,6	88,7	566,9	2.908,3	324,5	2.583,8
Nov/97	437,8	549,3	(111,5)	21,8	195,4	(173,6)	459,6	744,7	-285,1
Dez/97	108,4	660,3	(551,9)	26,6	254,1	(227,5)	135,0	914,4	-779,4
Jan/98	45,6	1.014,3	(968,7)	18,2	393,3	(375,1)	63,8	1.407,6	-1.343,8
Fev/98	58,0	1.027,7	(969,7)	17,9	429,6	(411,7)	85,4	1.370,9	-1.285,5
Mar/98	70,2	965,0	(894,8)	15,2	405,9	(390,7)	74,3	1.403,3	-1.329,0
Abr/98	59,2	987,9	(928,7)	15,1	415,4	(400,3)	361,3	964,7	-603,4
Mai/98	344,2	651,8	(307,6)	17,1	312,9	(295,8)	137,4	957,4	-820,0
Jun/98	118,4	701,0	(582,6)	19,0	256,4	(237,4)	110,7	1.109,2	-998,5
Jul/98	92,4	772,1	(679,7)	18,3	337,1	(318,8)	376,3	864,4	-448,1
Ago/98	299,7	663,0	(363,3)	76,6	201,4	(124,8)	91,8	359,8	848,7
Set/98	119,5	700,2	(580,7)	240,3	148,5				-448,9

Fonte: Bacen: Análise do mercado de câmbio- Jul/Sct ( 1998)

Entretanto, na medida em que a Autoridade Monetária partiu para a estratégia de utilizar a política monetária para segurar a cotação do dólar, ao elevar a taxa de juros em outubro, o mercado, de novo, reverteu a sua posição. Nos meses que se seguiram á alta de juros, as posições vendidas do segmento Livre foram gradativamente se elevando.

Para entender a reversão do movimento de saída de capitais, é preciso destacar não só o movimento de alta dos juros como também a atuação do Banco Central na manutenção do câmbio. A Tabela III-8 apresenta as transferências líquidas ocorridas tanto no segmento Livre quanto no segmento Flutuante, em termos mensais, no período 1997/1998. O somatório desse dois mercados, por sua vez, representa o total do Mercado Primário, que indica as entradas e saídas de dólares na economia.

Em relação ao mercado Livre, pode-se perceber que, até a Crise da Ásia, as compras (troca de dólar por Real) superavam as vendas, o que implica em entradas de dólares na economia.

Por outro lado, quanto ao mercado Flutuante, a situação se inverte. Nesse caso, as vendas (troca de Real por Dólar) superam as compras, evidenciando que nesse segmento tem prevalecido a saída de divisas. A explicação para esse fenômeno deve ser encontrada na valorização do dólar e nas diversas facilidades criadas pelo governo (como por exemplo a utilização do cartão de crédito para compras no exterior), que estimularam a saída de recursos de residentes.

A Tabela III-8 fornece a informação acerca da entrada/saída de divisas na economia e esses dados servem de referencial para a atuação do Banco Central no mercado cambial brasileiro. Paralelamente, a Tabela III-9 ilustra o comportamento das Autoridades Monetárias, discriminado por segmentos.

**TABELA III-8**  
**TRANSFERÊNCIAS LÍQUIDAS: LIVRE + FLUTUANTE :1997/1998**

(Em Milhões)

Período	LIVRE			FLUTUANTE			TOTAL
	Compras	Vendas	Líquido	Compras	Vendas	Líquido	
Jann/97	10.758	9.795	963	435	3.125	-2.690	-1.727
Fev/97	8.107	7.059	1.048	336	1.404	-1.068	-20
Mar/97	9.561	8.389	1.172	326	1.301	-975	197
Abr/97	11.946	10.595	1.351	444	2.271	-1.827	-476
Mai/97	12.959	11.156	1.803	404	1.675	-1.271	532
Jun/97	14.165	13.350	815	426	1.370	-944	-129
Jul/97	16.964	13.385	3.579	580	2.199	-1.619	1.690
Ago/97	15.454	11.490	3.964	547	1.750	-1.203	2.761
Set/97	12.824	12.212	612	442	2.091	-1.649	-1.037
Out/97	16.139	17.784	-1.645	517	5.355	-4.838	-6.483
Nov/97	12.450	12.743	-293	486	4.217	-3.731	-4.024
Dez/97	17.289	13.606	3.683	625	2.694	-2.069	1.614
Jan/98	12.002	9.438	2.564	484	2.259	-1.775	789
Fev/98	14.322	8.042	6.280	549	1.670	-1.212	5.159
Mar/98	22.389	10.439	11.950	535	2.156	-1.621	10.329
Abr/98	18.213	9.732	8.481	555	3.096	-2.541	5.940
Mai/98	12.051	10.342	1.709	489	3.518	-3.029	-1.320
Jun/98	13.374	12.116	1.258	579	2.537	-1.958	-700
Jul/98	19.294	12.601	6.693	679	2.538	-1.859	4.834
Ago/98	11.179	20.168	-8.989	516	3.309	-2.793	-11.782
Set/98	9.852	20.198	-10.346	578	9.138	-8.560	-18.906

Fonte: Bacen- Relatório Análise do Mercado de Câmbio: Jul/Set/1998

Observando-se a Tabela III-8, pode-se perceber que, com relação ao segmento Livre, o Banco Central atuou, até a crise da Ásia, na maior parte das vezes, como

comprador, face às fortes entradas de divisas nesse segmento. Paralelamente, importa observar que no segmento Flutuante, o Banco Central passou a agiu como vendedor.

Queremos evidenciar que, tal fato não é uma mera coincidência. Na realidade, mostraremos, com base na Tabela III-9, que as Autoridades Monetárias ao se pautaram na sua atuação de intervenção no mercado cambial, integralmente pela entrada de dólares, através do denominado mercado primário, isso implicou no fato de que a economia, na prática, esteve sob o domínio do regime de cambio fixo. Portanto, as bandas cambiais ,de fato, acabaram funcionaram mais como uma figura de retórica.

**TABELA III-9  
COMPRAS LÍQUIDAS DO BACEM: 1997/1998**

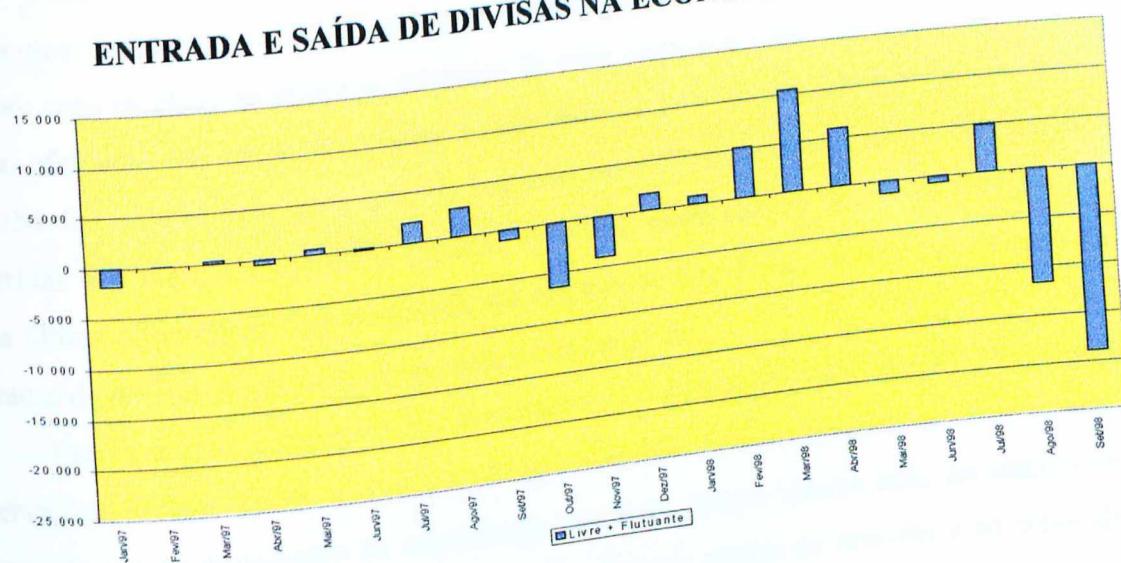
(Em Milhões)

Período	LIVRE	FLUTUANTE	TOTAL
Jan/97	1.424,4	-2.623,4	-1.199,0
Fev/97	1.060,5	-1.001,0	59,5
Mar/97	226,6	-999,5	-772,9
Abr/97	1657,5	1.849,9	-192,4
Mai/97	1920,3	-1.365,3	555,0
Jun/97	803,1	945,5	-142,4
Jul/97	3.839,1	-1.724,2	2.114,9
Ago/97	3.164,3	-1.036,2	2.128,1
Set/97	66,7	-1.566,8	-1.500,1
Out/97	-2.914,2	-5.669,0	-8.583,2
Nov/97	1.795,2	-2.706,6	-911,4
Dez/97	4.213,0	-2.031,9	2.181,1
Jan/98	3.137,7	-1.684,6	1.453,1
Fev/98	6.257,5	-1.086,6	5.170,9
Mar/98	11.713,6	-1.570,1	10.143,5
Abr/98	8.120,1	-2.058,8	6.061,3
Mai/98	1.119,0	-3.143,2	-2.024,2
Jun/98	1.681,2	-2.130,9	-449,7
Jul/98	6.545,5	-1.784,3	4.761,2
Ago/98	-9.322,5	-3.176,4	-12.498,9

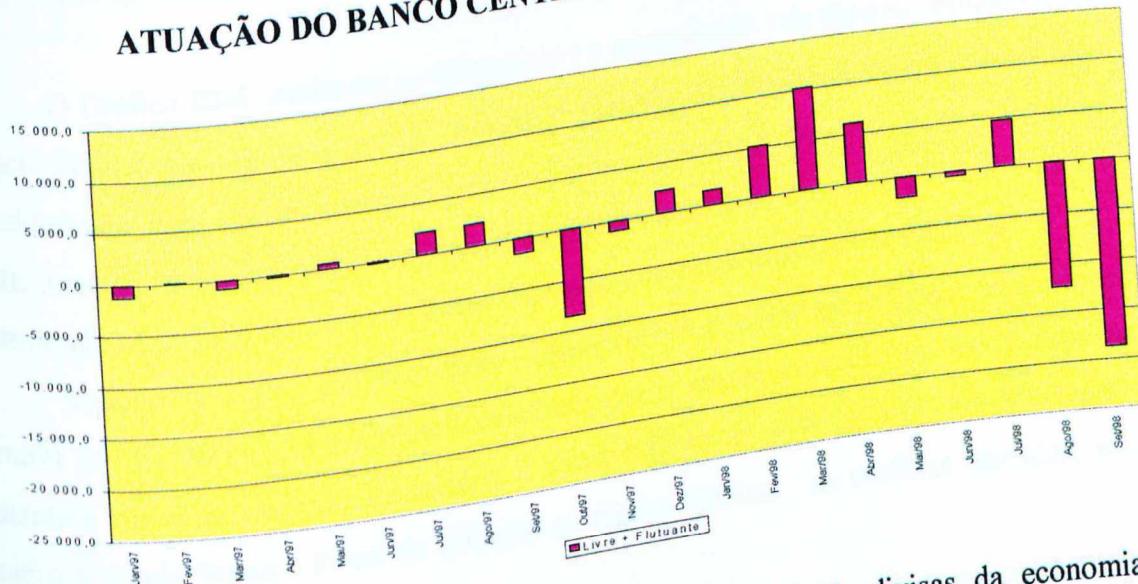
Fonte: Bacen; Análise do Mercado de Câmbio

No momento, faz-se necessário tecer o seguinte comentário. O gráfico III-3 e o III-4, abaixo discriminados, foram extraídos das tabelas III-8 e III-9, respectivamente, conforme deverá ser explicitado logo em seguida. Inicialmente, deve-se constatar que ambos os gráficos praticamente mostram-se idênticos.

**GRÁFICO III-3**  
**ENTRADA E SAÍDA DE DIVISAS NA ECONOMIA: 1997/1998**



**GRÁFICO III-4**  
**ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL NO CÂMBIO: 1997/1998**



O Gráfico III-3 ilustra as entradas (+) e saídas (-) de divisas da economia, representando a totalidade o mercado Primário de câmbio. Uma primeira observação diz respeito ao fato de que as compras, ao longo do período considerado, não têm se mostrado substanciais, como se poderia imaginar a primeira vista. A explicação se encontra na razão de que o segmento flutuante tem-se constituído como uma fonte permanente de saídas de divisas. Por conseguinte, esse movimento tem anulado parcialmente as entradas de moeda estrangeira.

Adicionalmente, pode-se perceber facilmente pelo Gráfico III-3, que em dois momentos verificaram-se fortes saídas de dólares na economia, fenômeno esse ocorrido sempre após os choques externos, advindos da crise asiática e russa. No primeiro caso, as saídas efetuadas nos meses de outubro e novembro de 1997, indicaram um volume médio de US\$ 5,0 bilhões, enquanto que, no segundo caso, considerando somente as retiradas ocorridas nos meses de agosto e setembro de 1998, esses valores dobraram de patamar. Uma última observação a ser destacada, diz respeito ao fato de que se registraram grandes entradas de dólares na economia logo após a crise asiática.

Com a análise sobreposta dos dois quadros queremos observar que o aumento das reservas em decorrência do aumento do Cupom Cambial deve ser qualificado. Na verdade, anteriormente ao movimento de crescimento dos juros, houve intensa ação no sentido de manter a cotação da moeda nacional, que redundou em perdas de reservas e na piora da composição da dívida mobiliária federal.

O Gráfico III-4 evidencia as compras (+) e as vendas (-) de dólares realizadas pelo Banco Central no mercado cambial durante o período em análise. Cabe esclarecer que, considerando que os segmentos Livre e Flutuante comportavam-se como mercados praticamente estanques dada a existência de poucos canais de comunicação entre eles, a Autoridade Monetária interveio de forma separada, conforme ilustra a Tabela III-9

Vejamos a lógica da intervenção, analisando-se a estratégia adotada pelo Banco Central no dia 28/10, com o intuito de evitar que o ataque especulativo das Bolsas se alastrasse rumo ao mercado de câmbio e sobre bilhões de suas reservas em moeda. O quadro a seguir ilustra a forma de atuação do Banco Central : as medidas adotadas, sua operacionalidade, seus objetivos.

Assim, percebe-se que o movimento de leilões de câmbio funciona como uma tentativa de manter a cotação da moeda. Pode-se perceber, visualmente, a relativa correspondência que o Gráfico III-3 mantém em relação ao Gráfico III-4, uma vez que a atuação do Banco Central tem sido pautada pelo volume de entradas e saídas de divisas na economia, com o intuito de evitar oscilações indesejáveis nas cotações do dólar. Na realidade, nesses períodos de crise, o governo agiu no sentido de manter a estabilidade da política cambial a qualquer custo, jogando o ajuste para os juros. Ademais, também como

forma de manter as cotações, lançou títulos cambiais e interveio na BM&F, vendendo pesadamente contratos de câmbio da BBDTV<sup>7</sup>.

### QUADRO III-1

#### ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL EM 28/7/97

MEDIDAS	OPERACIONALIDADE	OBJETIVO
Leilões de câmbio	O Banco Central começou a vender dólares às 9h. Ao todo foram sete leilões durante o dia. No começo, o Banco vendeu o lote mínimo de US\$ 5 milhões e terminou ampliando a oferta mínima para US\$ 15 milhões.	O Banco queria manter a cotação do dólar dentro do limite da banda cambial. Como era esperada a procura pela moeda norte-americana, a tendência era que o preço do dólar subisse. Para evitar que a cotação superasse a banda, o Banco ampliou a oferta de dólares, o que teria o efeito de baixar o preço da moeda.
Venda de Títulos	O Banco fez um leilão de R\$ 2 milhões em títulos corrigidos pelo câmbio com vencimento em maio e dezembro de 1998. O investidor que comprar esses papéis terá a garantia de que eles serão remunerados pela variação do dólar, seja ela qual for.	A idéia era mostrar que o governo não iria mexer no câmbio. Isso é, ele não venderia um volume tão grande de títulos se não tivesse a certeza de que o real não seria excessivamente desvalorizado.
Remuneração sobre dólares dos Bancos	Os bancos podia reter até US\$ 5 milhões em suas carteiras por dia. O que excedesse esse valor era obrigatoriamente depositado no Banco Central. Até a abertura do mercado de câmbio, o Banco remunerava esse depósito obrigatório a uma taxa anual de 2,4%. Os Bancos assim, agiriam especulativamente comprando dólar e garantindo a remuneração dos mesmos, mas ficando sem liquidez. Às 11h05, o Banco Central anunciou que a partir daquele momento não pagaria juro algum sobre o valor excedente em dólares depositados pelos bancos.	Evitar compras especulativas de dólares (Vide Tabela que indica a posição de câmbio). Ou seja, desestimular os bancos a absorver dólares em excesso para se beneficiar de uma hipotética desvalorização do real no futuro.

Fonte: Folha de São Paulo

A partir deste instante, a crise iniciada nas Bolsas de Valores bateu com violência nos negócios com títulos da dívida brasileira fechados em Nova York, que caíram, indicando o crescimento do Risco Brasil.

#### ii) O crescimento do Risco Brasil

Preliminarmente, vamos analisar o comportamento dos títulos da dívida externa, tomando-se como parâmetro o C-Bond (Tabela III-10). Pode-se constatar que, após a crise mexicana, em dezembro de 1994, a remuneração desses títulos caíram sistematicamente até quase o final de 1997, quando se verifica uma inflexão nessa trajetória depois de setembro, em função da crise asiática. Quando ocorre uma desconfiança quanto ao país, esses títulos

<sup>7</sup> - Um outro fator que segurou as cotações do mercado futuro foi que a BM&F alterou as margens e impôs limites diários às oscilações durante a crise.

são negociados a preços mais baixos e, por isso, a remuneração dos mesmos passa a ser maior. Portanto, desde a implantação do Real, particularmente depois da crise mexicana até o início de 1997, tem ocorrido um processo de ascensão dos preços dos títulos da dívida externa (queda na remuneração), com alguns breves sobressaltos, sendo esse movimento interrompido com o advento da crise asiática

O período compreendido entre julho e outubro de 1997 destacou-se pelas desvalorizações das moedas asiáticas, causando grandes oscilações nos mercados financeiros mundiais. A cotação dos títulos da dívida externa brasileira que, como vimos, representa uma forma de termômetro da credibilidade do país no exterior, sofreu uma relativa queda entre julho e setembro, embora no final desse período tenha voltado no mesmo patamar.

**TABELA III-10**  
**CUPOM CAMBIAL: 1994/1998**

ANO	MÊS	C-BOND Remuneração	NTN-D (Cambiál)	CUPOM CAMBIAL To % aa
1995	MAR	20,76	15,37	78,77
	JUN	16,70	18,34	32,09
	SET	15,76	20,14	42,39
	DEZ	14,79	18,20	28,69
1996	MAR	14,51	17,74	24,28
	JUN	14,07	15,39	17,85
	SET	12,41	12,36	18,30
	DEZ	11,86	12,63	15,01
1997	MAR	11,86	11,26	11,26
	JUN	10,79	11,74	14,25
	SET	10,13	10,30	14,65
	DEZ	11,28	14,93	31,77
1998	MAR	10,38	14,28	18,69
	JUN	12,37	14,26	12,46

Fonte: elaborado a partir de dados da BMF e Banco Central

Contudo, os preços dos títulos despencaram depois do dia 23/10/97, quando Hongkong anunciou uma elevação acentuada do interbancário. Concomitantemente, verifica-se uma alta simultânea da Taxa da Repo do Bundesbank e dos Treasury-Bonds norte-americanos. Esse fato é altamente significativo, na medida em que os investidores

internacionais começam a procurar, ativos considerados de "melhor qualidade" (Fight to Quality). Esses eventos conjugados desencadearam uma violenta onda de queda nas principais bolsas do mundo, forçando uma forte ordem de vendas das ações, principalmente por parte dos fundos de investimentos. Esse movimento, ao ser desencadeado para cobrir perdas no mercado externo, acabou afetando também os preços dos demais ativos, em particular os referentes ao mercado de Bradies.

Por terem várias modalidades de negociação, os C-bonds são papéis que têm liquidez e são os primeiros a serem postos a venda. Tendo em vista os movimentos de venda, a última cotação dos preços desses títulos no mês de outubro (Tabela III-11), se constituiu como a menor do ano. Isto afetou diretamente os detentores de riqueza que aplicavam no Brasil.

TABELA III-11  
PREÇOS DO C-BOND

Data	Desconto	US\$100 VALOR DE FACE	
		Data	Desconto
31/JUL	84,3228	30/JUN	73,6094
29/AGO	81,4221	31/JUL	76,3750
30/SET	85,0781	31/AGO	52,2917
31/OUT	67,2708	30/SET	60,4792

Fonte: Andima- Sinopse

Como já observamos, o C-Bonds são títulos públicos brasileiros (dívida externa), sem risco cambial. Se, por um lado, a queda do preço era um indicador do crescimento do Risco Brasil, por outro, isto também indicava que aqueles que comprassem o título na baixa poderiam auferir alta rentabilidade. Isto representou uma excelente oportunidade de realização de arbitragem para aqueles que aplicavam em títulos de dívida no Brasil (até mesmo investidores nacionais), o que contribuiu para aumentar a fuga de capitais, que se verificou nesse período.

Outra possibilidade de arbitragem que se verificava era a saída de dólares para comprar dívidas próprias lançadas nos mercados internacionais. Isto se dava porque os títulos representativos dessas dívidas também apresentavam queda de preço. Ou seja, as próprias empresas recompravam seus papéis de dívida a preços mais baixos

Para conter a fuga de capitais, em condições de ampla abertura financeira e tendo em vista a continuidade da lógica da política cambial implementada até então, a saída era a oferta de um Cupom Cambial capaz de sobrepor-se ao Risco Brasil e ao Risco de Câmbio.

Levando-se em conta a rentabilidade do T-bond, cotada em 6% aa, e levando-se em conta um Risco Brasil da ordem de 600 pontos base, tem-se o cálculo de que o cupom líquido de imposto deveria produzir uma remuneração de 12%aa, pelo menos. A esse valor, devemos ainda adicionar o imposto de renda e a desvalorização mensal anualizada implícita no Risco De Câmbio.

Essa última medida é elaborada a partir da taxa anualizada das desvalorizações cambiais mensais projetadas no mercado futuro de câmbio. Computando-se essas somas chega-se ao valor de juros de 40% aa, como aquele que estancaria a fuga de capitais (Pastore, 1998).

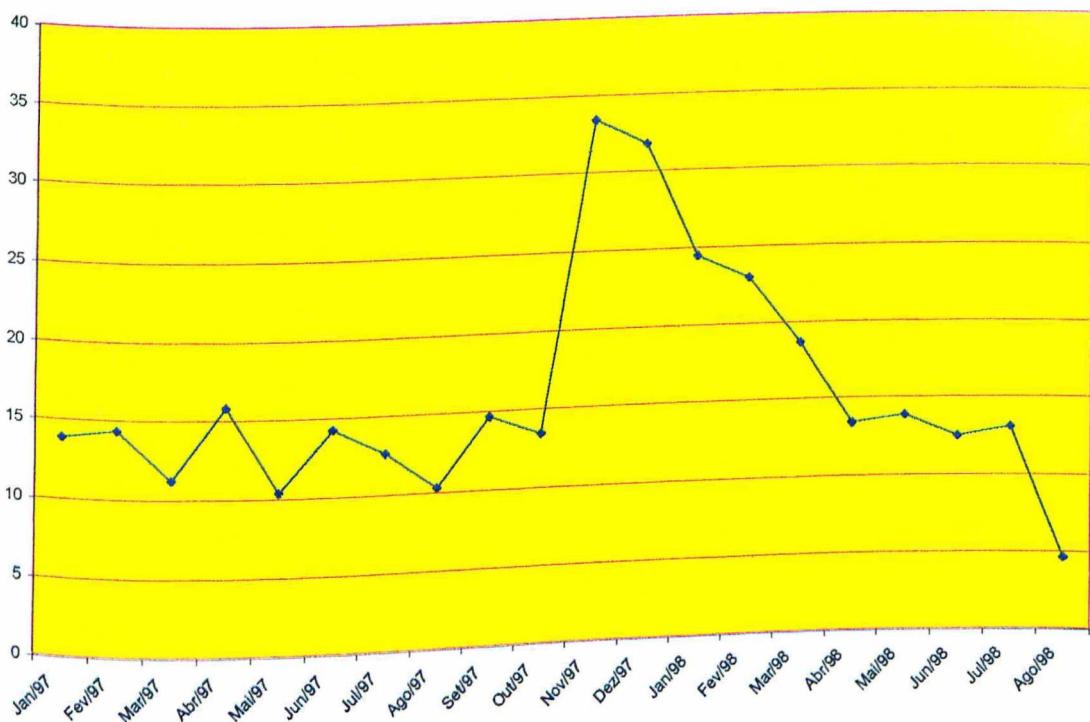
**TABELA III-12**  
**JUROS REAIS DA TAXA BÁSICA: OVER/SELIC (%) - 1997**

ANO	Taxa Nominal Efetiva am ( Over/Selic )	IGP-M ( FGV )	Taxa Real Efetiva ( mensalizada )	Taxa Real Efetiva ( anualizada )
AGO	1,58	0,09	1,49	19,40
SET	1,58	0,48	1,09	13,96
OUT	1,66	0,37	1,29	16,56
NOV	3,03	0,64	2,37	32,53
DEZ	2,96	0,84	2,10	28,36

Fonte: Elaborado a partir de dados da Sinopse Andima

Em consonância com o observado acima, pode-se, agora, entender melhor o Gráfico III-5, abaixo discriminado. A discrepancia dos valores verificada entre janeiro a setembro de 1997, é devida a pequenas oscilações nas desvalorizações cambiais, uma vez que as reduções nos juros nominais foram muito pequenas. Torna-se importante reter que as oscilações dos valores do cupom nesse período (de 10% a 15%) representam percentuais muito grandes, típicos de uma economia que visa atrair capitais especulativos.

**GRÁFICO III-5**  
**CUPOM CAMBIAL: 1997-1998**



Fonte: Banco Central

Por outro lado, o cupom nos meses de novembro e dezembro de 1997, situou-se acima dos 30%, representando um forte salto sobre os percentuais que já vinham sendo praticados (que já eram bastante altos). Somente para se ter uma idéia dos patamares efetivamente oferecidos pelo cupom (tabela III-10 ), basta observar que esse, em dezembro, ofereceu uma rentabilidade de 31,77%, enquanto que o C-Bond oferecia uma rentabilidade de 11,28% no mesmo mês. Essa discrepância se deu essencialmente porque o crescimento dos juros levou em conta uma desvalorização cambial projetada pelo mercado futuro que, de fato, não ocorreu. O altíssimo Cupom Cambial, articulado à concessão de hedge cambial e ao relaxamento da legislação de ingresso de capitais de curto prazo (63 caipira), levou à volta do crescimento das reservas, só que o ingresso de capitais se deu por meio de recursos mais instáveis, conforme indicado no capítulo II. Outro fator que contribuiu para o ingresso de reservas foi a política de privatizações implantada pelo governo.

A volta de ingresso dos capitais externos, a queda do Risco de Câmbio, a manutenção do patamar das taxas de juros internacionais e a queda do Risco Brasil

permitiram o declínio das taxas de juros internas. A queda drástica do cupom, no início de 1998, deveu-se, essencialmente, à política implementada de forte promoção nos cortes das taxas referenciais básicas, promovida pelo Copom, do que à maior intensidade nas promoções das desvalorizações cambiais.

**TABELA III-13**  
**TAXAS REFERENCIAIS DOS JUROS BÁSICOS DA ECONOMIA-1998**

Período	TBC (Anualizada)	Tban (Anualizada)	Banda Juros
28/JAN	38,00%	43,00%	5,0%
29/JAN	34,50%	42,00%	7,5%
04/MAR	28,00%	38,00%	10,0%
16/ABR	23,25%	35,25%	12,0%
21/MAI	21,75%	29,75%	8,0%
25/JUN	21,00%	28,00%	7,0%
30/JUL	19,75%	25,75%	6,0%
02/SET	19,00%	29,75%	10,75%

Fonte: Sinopse Andima

Essa trajetória descendente do cupom, que chegou a cair abaixo dos 5%, estava refletindo a necessidade das Autoridades Monetárias de procurar evitar uma explosão da crise fiscal e essa política permaneceu durante o primeiro semestre de 1998. Os cortes anunciados para a TBC e a Tban, na reunião do Copom, realizada em 28 de Janeiro de 1998, de 3,5% e 1%, conforme mostrado pela Tabela III-13, surpreendeu o mercado, que esperava uma queda mais lenta dos juros.

**TABELA III-14**  
**JUROS REAIS DA TAXA BÁSICA: OVER/SELIC (%) - 1998**

ANO	Taxa Nominal Efetiva (Over/Selic)	IGP-M (FGV)	Taxa Real Efetiva (mensalizada)	Taxa Real Efetiva (anualizada)
MAI	1,63	0,14	1,49	19,39
JUN	1,60	0,38	1,22	15,60
AGO	1,48	(0,16)	1,64	21,56

Fonte: elaborado a partir de dados da Sinopse Andima

Vale ressaltar que a política mais agressiva de cortes nas taxas referenciais continuou a prevalecer até a reunião do Copom, realizada em 20 de maio de 1998, quando foi decidido pelo decréscimo de apenas 1,5% na taxa da TBC, que sofreu uma queda de

23,25% para 21,75%. A partir de então, essa taxa permaneceu inalterada entre 16/04 e 20/05 (Tabela III-13).

A reunião do Copom, do dia 20 de maio de 1998, representou o momento da inflexão da referida política agressiva de cortes dos juros, por dois motivos, à saber: primeiro, a determinação do percentual da TBC para o patamar de 21,75%, significou a volta da taxa houvera prevalecido no período imediatamente anterior à crise da Ásia; segundo, verifica-se o recrudescimento das incertezas no cenário financeiro internacional, sobretudo, por causa da fragilização crescente da situação russa.

Considerando a adoção da política de juros elevados para conter a saídas de dólares da economia e da própria normalização dos mercados financeiros internacionais, as reservas voltaram a crescer no início de 1998, atingindo, em abril, o seu valor máximo no período. Entretanto, em junho do mesmo ano, as reservas apresentaram uma ligeira queda, quando se situaram em US\$ 70,2 bilhões.

No período que vai de 16 de abril até 30 de Julho de 1998, em que pioram tanto as condições internas quanto as condições externas, o Banco Central procura reduzir o diferencial da banda de juros de 12% para 6%, ou seja, exatamente a metade da amplitude no início do período. Na realidade, essa atitude do governo deve ser vista no sentido de apresentar tranquilidade na condução da política de redução dos juros, reforçada pela perspectiva de realização da privatização do conjunto das empresas que compõem o sistema Telebrás e que foi, depois, concretizada.

De qualquer forma, medidas de cautela já essavam sendo tomadas. Através da Circular 2,830, de 12 de agosto de 1998, o Banco Central restringiu o crédito aos bancos a menos de um quarto (taxas atreladas à TBC). A justificativa era a de que as instituições não essavam exercendo plenamente aquele direito. No entanto, o real motivo era o temor de que os bancos viesssem a utilizar os recursos dos empréstimos de liquidez para efetuar operações de arbitragem, o que poderia iniciar/fortalecer um ataque especulativo contra a moeda nacional.

Não demorou uma semana e a Rússia estava decretando moratória de sua dívida externa, fato que determinou a deterioração das condições internacionais. Outrossim, o FED, que representa o Banco Central americano dava a entender de que não haveria

redução dos juros da economia americana. Ainda assim, no Brasil o governo continuou com a mesma política.

A primeira medida concreta que sinalizou uma mudança na política veio a ser adotada no dia 02 de setembro de 1998, exatamente quando, no dia anterior, já se havia intensificado o processo de sangria das reservas internacionais (Tabela III-15). Nesse sentido, o Copom reduziu a TBC, de 19,75% para 19% e elevou a Tban, de 25,75% para 29,75%.

Portanto, somente após o evento da moratória que conduziu a agudizarão da crise russa, é que as Autoridades Monetárias resolveram inverter a tendência da banda de juros, ampliando o diferencial para 10,75%

A lógica implícita nessa ação do Banco Central era a seguinte: continuar a sinalizar o declínio das taxas de juros de curto prazo, com a intenção de aliviar o peso da dívida mobiliária e, no caso de agravamento da crise internacional e da saída maciça de dólares do país, indicar que haveria mais espaço para o incremento dos juros.

No entanto, tendo em vista o movimento de saída de reservas que passa a se verificar após a moratória russa, tal medida configurou-se como tímida, diante da dimensão da crise. As reservas declinaram de forma violenta e seu montante passou para US\$ 45,8 bilhões, mostrando o potencial de um ataque especulativo contra a moeda nacional. A forma como se processou o ataque contra o Brasil deixou clara a vulnerabilidade das reservas quando se trabalha com ampla abertura financeira.

**TABELA III-15**  
**PERDAS DE RESERVAS NA CRISE RUSSA - 1998**

PERÍODO			Saldo Líquido : em US\$\$ Milhões
	CÂMBIO COMERCIAL	FLUTUANTE	
01/SET	(653,5)	(550)	(1.203,5)
02/SET	(703,7)	(550)	(1.253,7)
03/SET	(694,2)	(600)	(1.294,2)
04/SET	(1.130)	(1.640)	(2.770)
08/SET	(632,3)	(240)	(873,3)
09/SET	(800,3)	(349)	(1.149,2)
10/SET	(1.090)	(680)	(1.770)
<b>TOTAL</b>	<b>(5.704,0)</b>	<b>(4.609,0)</b>	<b>(10.313)</b>

Fonte: Gazeta Mercantil 11/12/13 de novembro de 1998.

Na verdade, os recursos que saem não são apenas os de capitais internacionais, mas também os de capitais nacionais. O movimento da CC5, indicado no Capítulo II, nos dá uma idéia dessa questão. Assim, quando se apresenta o nível de reservas de um país "emergente", isto não é, necessariamente, um indicador de estabilidade. A rapidez da perda de reservas, em outubro, sem dúvida articulou-se à piora do perfil dos capitais ingressantes após a crise da Ásia. Especificamente no mês em que começou o ataque, vultosos recursos que haviam ingressado pela 63 caipira, no início do ano, estavam precisando ser reciclados (são aplicações de 6 meses), o que não foi feito. Paralelamente, saíram recursos para fazer arbitragens de juros com a queda do preço dos C-bonds e saíram também recursos nacionais com o intuito de recompra de dívidas próprias que sofreram desvalorização no mesmo período.

Tendo em vista a saída de reservas, foi mais uma vez efetuada uma nova condução da política de juros. No dia 08 de setembro de 1998, as Autoridades Monetárias fizeram a TBC encostar na Tban, o que a fez atingir o patamar de 29,75%. Entretanto, a impressão que se tinha era de que, diante das circunstâncias, a política monetária tinha se tornado imune, de modo que, no dia seguinte, o governo anunciaría um conjunto de medidas na área fiscal, que objetivavam acalmar os investidores internacionais. Essa medida também se revelou insuficiente. O movimento seguinte foi o de, mais uma vez, oferecer um altíssimo Cupom Cambial. O Banco Central faz saltar a Tban para o percentual de 49,75%, situando-se, inclusive, mais de 3% acima do que prevalecera no auge da crise asiática. Assim, o movimento contra o ataque especulativo foi, mais uma vez, o de proteger o câmbio, oferecer hedge e elevar a taxa de juros a níveis capazes de oferecer um cupom cambial coberto suficiente para estancar a fuga de capitais. Mais uma vez, esses níveis levavam em conta uma forte desvalorização cambial, indicada pelos mercados futuros de câmbio articulado ainda a uma forte queda do preço dos C-bonds.

Não obstante, as Autoridades Monetárias voltaram açãonar a política monetária para conter as saídas de dólares, apostando mais uma vez na volta da normalidade dos mercados financeiros internacionais. Entretanto, dessa vez isto não ocorreu, de modo que, as reservas não retornaram aos patamares anteriores. Com o advento da crise russa, os investidores internacionais que já vinham alocando parte de sua aplicações nos portos seguros dos títulos americanos, intensificaram ainda mais esse movimento, apesar da rentabilidade

desses papéis terem sofrido declínio. Assim sendo, a responsabilidade dos títulos domésticos, indexados ao dólar, aumenta ainda mais, no sentido de procurar-se evitar a continuidade de saída de capitais para o exterior. A sangria de dólares continuou até o final de 1998, tornando-se insustentável a política da venda de dólares no mercado para manter a cotação, uma vez que as reservas sofreram sensível redução, não se permitindo mais que a mesma exercesse o papel de sustentáculo de âncora cambial. Paralelamente, tendo em vista o não crescimento das reservas, a "saída" foi recorrer ao FMI, que mais uma vez indicou o excesso de gastos públicos como um dos grandes responsáveis pelos desajustes verificados.

### **3.2- A armadilha sobre a dívida pública**

Uma das questões importantes a se destacar é que, entre 1990 e 1994, apresenta-se um menor desequilíbrio nas contas públicas do que o verificado entre 1989/95. Nesse último período, a queda da arrecadação provocada pelo efeito simultâneo do aumento da evasão fiscal e do efeito Tanzi; os aumentos dos gastos do Governo, com o advento da Nova República e os efeitos da Nova Constituição sobre os benefícios fiscais e transferências constitucionais fizeram crescer a dívida pública (Giambiagi, 1997).

Cabe destacar que, em seguida, ocorre uma melhora relativa na situação. Essa melhoria está relacionada a uma série de eventos, a saber: as medidas tomadas em 1990 para elevar a carga tributária; a paralisação da máquina administrativa devido ao processo de *impeachment* do então Presidente da República; o controle do déficit na "boca do caixa". Esses fatores concorreram para que as contas públicas, na primeira metade da década de 90, apresentassem um certo "equilíbrio", no sentido da não existência de déficit primário. Mesmo considerando que o ajuste fiscal indicado para o início do Plano Real não tenha ocorrido, o que se destaca é que não ocorreu déficit primário até 1997<sup>8</sup>.

O aspecto fundamental que queremos destacar, em relação as contas públicas, são os patamares elevados do déficit operacional, principalmente a partir de 1994. Esses, por sua vez, estão relacionados, em grande parte, aos juros da dívida interna, face ao peso que possuem em relação ao total dos encargos da dívida total, conforme podemos perceber pela

<sup>8</sup> - Não essamos desprender a questão da piora das contas primárias que vão levar a um déficit em 97/98. Não vamos, no entanto, detalhar essa questão. Queremos dessacar que o forte do endividamento interno brasileiro esseve ligado a motivos financeiros.

Tabela III-16. Na realidade, esse fato reflete os movimentos da política monetária/cambial adotada e discutida nas seções anteriores desse capítulo.

**TABELA III-16**  
**DÉFICIT PÚBLICO: 1990/1998**

ANO	Déficit Primário	Juros			(Em % PIB)
		Interno	Externo	Total	
1994	(2,80)				0,50
1995	(0,26)	4,64	0,52	5,16	4,90
1996	(0,84)	4,00	0,47	4,47	3,63
1997	0,95	3,14	0,28	3,42	4,37

Fonte: Banco Central  
Fluxos em 12 meses R\$ milhões

Assim sendo, vale ressaltar que os juros básicos da economia tiveram que ser permanentemente mantidos em patamares altos (contraface da política cambial) (Tavares, 1998). Esse é um dos fatores que explicar o crescimento vertiginoso que a dívida pública apresentou no período 1994/1997. Em primeiro lugar, o grande crescimento da dívida mobiliária se deveu à própria política de abertura articulada à sobrevalorização e que permitiu o grande crescimento das reservas. A partir de então, o nível de liquidez da economia foi fortemente pressionado pelo ingresso de recursos externos e os títulos que refletem o aumento das reservas internacionais são os Bônus do Banco Central (BBC). Para verificar o impacto disto sobre o crescimento da dívida interna basta observar que esses cresceram 226% até junho de 1997<sup>9</sup>. A grande questão que queremos dessacar, no entanto, diz respeito à rolagem da dívida, tendo em vista os altos juros envolvidos. Esse foi o aspecto fundamental para explicar a velocidade de expansão da dívida e não o crescimento do déficit primário (que aliás só vai ocorrer em 1997). Enquanto o PIB cresceu a uma taxa média anual de 4,4% aa, a taxa média de juros reais foi quase 6 vezes maior. É isto que explica a velocidade do crescimento do endividamento público.

<sup>9</sup> - Sem dúvida, aspectos relacionados ao déficit primário foram fatores a pressionar o crescimento da dívida interna. Verifique-se, por exemplo o crescimento das LBC-Especiais, colocadas no mercado em substituição aos títulos essaduais custodiados no Banco Central. Essas passaram a representar, em 1997, 20% da dívida total. Isto no entanto tem a ver com a própria questão dos juros sobre a dívida essadual. Além do mais, o que queremos dessacar é que o forte do crescimento do endividamento interno teve ligação com a problemática de rolagem da dívida, tendo em vista os altos patamares dos juros.

Além da questão do crescimento da dívida interna (basicamente a dívida operacional), queremos destacar que a forma de financiamento do setor público tornou-se crescentemente problemática por causa do tipo de títulos demandados pelo mercado. Se é verdade que até 1996 a maioria dos títulos lançados foram pré-fixados, havendo, a partir desse momento, uma reversão. No entanto, cabe observar que se os títulos são pós-fixados, levando-se em conta os juros básicos, perdem-se graus de liberdade na condução da política monetária na medida em que o incremento das taxas de juros implica no aumento imediato da dívida pública interna. Quanto à pós-fixação cambial, quem passa a perder graus de liberdade é a política cambial, uma vez que, nesse caso, em havendo uma desvalorização da moeda haveria impactos sobre o crescimento do estoque da dívida mobiliária.

Com o intuito de estudar a evolução da dívida pública por indexador, inicialmente, iremos utilizar a Tabela III-17, que contém essa informação por valores e percentuais de participação, para o período de 1994/1998. Os dados que constam na referida tabela referem-se à dívida mobiliária do governo somente com o mercado. Estão inclusos os títulos que são de responsabilidade do Tesouro e também os lançados pelo Banco Central. Apenas não estamos considerando os títulos emitidos pelo Tesouro e que estão na carteira da Autoridade Monetária. A razão para tal procedimento se deve ao fato de que estamos interessados em saber o quanto os agentes econômicos demandaram títulos.

Se formos analisar a questão sob o prisma da qualidade dos títulos públicos, podemos dizer que houve um certo êxito no início do plano no que tange à melhora das condições de financiamento do Setor Público. De fato, conforme pode ser percebido pela Tabela III-17, no período compreendido entre 1994 a 1996, os títulos pré-fixados tiveram um crescimento vigoroso, passando de R\$ 25,4 bilhões para R\$ 157,9 bilhões. Sua participação, no total de títulos nas mãos do público, que era de cerca de um quarto do mercado em 1994, passa para 60% em 1996.

Apesar de, aparentemente, ter ocorrido a melhora das condições de financiamento, cabe observar que entre 1994 e 1996 a dívida mobiliária federal cresceu velozmente, conforme pode ser observado na Tabela III-17. Lembremos mais uma vez que, na verdade, houve um crescimento expressivo do déficit operacional, e não do déficit primário.

**TABELA III-17**  
**PARTICIPAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR: 1994/98**

Discriminação	1994	1995	1996	1997	Saldos em R\$ Milhões 1998
Valor (R\$ Milhões)					
PRÉ-FIXADO	25.435	65.802	157.856	172.862	18.516
CAMBIAL	9.983	9.669	29.007	66.152	102.192
SELIC	18.967	59.468	32.775	153.051	377.660
TR	28.248	15.876	24.043	27.435	30.316
OUTROS	14.972	11.469	19.089	28.107	8.679
<b>TOTAL</b>	<b>97.605</b>	<b>162.284</b>	<b>262.770</b>	<b>447.607</b>	<b>537.363</b>
% sobre o total					
PRÉ-FIXADO	26,1	40,5	60,1	38,6	3,4
CAMBIAL	10,2	6,0	11,0	14,8	19,0
SELIC	19,4	36,6	12,5	34,2	70,4
TR	28,9	9,8	9,1	6,1	5,6
OUTROS	15,3	7,1	7,3	6,3	1,6
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

Considerando o aumento total do estoque dos títulos públicos em poder do mercado, esses evoluíram de R\$ 97,6 bilhões para R\$262,8 bilhões, no período 1994/96. Dos títulos adquiridos pelo mercado, os que mais cresceram foram os pré-fixados, seguidos pelos pós-fixados cambiais (em nível bastante inferior), que mantiveram relativamente sua participação. Todos os demais perdem participação entre 1994 e 1996<sup>10</sup>.

Os títulos indexados à TR apresentaram, ao longo do período, uma ligeira redução do seu valor ( R\$ 28,2 bilhões para R\$ 24,0 bilhões). A razão encontra-se no próprio indexador utilizado. Uma vez que, esse é calculado com base nas cotação dos CDB's, para um subconjunto de 20 instituições, isto significa que a TR procura captar a inflação futura. Portanto, não representa um indexador que reflete a inflação passada. Com a relativa estabilidade da moeda, a TR perde em grande parte a sua função, o que justifica o desinteresse do mercado pelos papéis que sofrem sua correção.

Os títulos atrelados à taxa SELIC também perderam participação. O seu estoque cresceu de R\$ 19,0 bilhões para R\$ 32,8 bilhões, representando um crescimento nominal de apenas 70%, fazendo sua participação decair de quase 30% para 12,5%, no período de 1994/96. Contudo, vale observar que, em 1995, verificou-se um grande interesse por esses

papéis. A razão encontra-se na elevação dos juros básicos da economia, promovida pela Autoridade Monetária em março desse ano, face aos movimentos especulativos ocorridos quando da oficialização das bandas cambiais. Contudo, no ano seguinte, verificou-se uma radical inversão dessa trajetória, decorrente da adoção da política de redução gradual das taxas básicas de juros, a partir de abril de 1995.

Com esses dados, quisemos então destacar que, até 1996, houve um forte e rápido crescimento da dívida mobiliária federal e que grande parte dela era pré-fixada. Aliás, ela continuou essencialmente pré-fixada mesmo quando ocorreu a crise do México. De qualquer forma, os patamares de juros praticados impactam sobre a rolagem da dívida, levando ao crescimento rápido da mesma.

A problemática da rolagem da dívida se agrava de forma crescente após a crise da Ásia e da Rússia. A partir de 1997, a maioria dos títulos passa a ser pós-fixado e a participação dos pré-fixados cai para 38,6% em 1997 e para 3,4% em 1998.

O que nos interessa ressaltar é a dramática deterioração nas condições de financiamento dos títulos do governo, devido à crescente recusa do mercado em comprar papéis pré-fixados. O crescimento paralelo deu-se nos títulos indexados à taxa SELIC e em menor grau aos indexados ao câmbio. A participação dos títulos SELIC sobe de 12% em 1996 para 70% em 1998. Os títulos cambiais aumentam sua participação de 11% para 19% no mesmo intervalo de tempo.

Esse movimento nos mostra os impactos da política de juros altos implantada para garantir um alto Cupom Cambial. Afetou-se diretamente o montante da rolagem da dívida pública, o que levou à necessidade de lançamento de novos títulos para cobrir esse crescimento financeiro da dívida. Isto não tem nada a ver com déficit primário e nem com a política fiscal expansionista. Conforme já salientado, não obstante a maior demanda do mercado ter recaído para os títulos corrigidos pela SELIC, devemos enfatizar o aspecto do crescimento dos papéis cambiais, uma vez que esse fato está articulado à manutenção da política cambial.

Quando foi instituído o Plano Real, em meados de 1994, o mercado financeiro apresentava poucas opções para as empresas e bancos que se sentiam na necessidade de deter ativos que lhes proporcionassem um mecanismo de hedge contra as incertezas na área

<sup>10</sup> - Os títulos SELIC em 1995 aumentam sua participação, mas decaem de novo em 96.

cambial. Entre as alternativas<sup>11</sup> encontravam-se somente as Notas do Tesouro Nacional da série D (NTN-D) e as Notas do Banco Central da série E (NBC-E), além dos contratos futuros negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F).

Imediatamente após a implantação do Plano Real, começaram a ser emitidas as Notas do Tesouro Nacional de série I (NTN-I) para efeito de equalização de taxas de juros. Por esse motivo, esses passaram a ser solicitados regularmente pelo mercado.

Tendo em vista a estabilidade alcançada no início do Plano e as expectativas favoráveis indicadas pelo ingresso maciço de capitais, as Autoridades Monetárias evitaram emitir títulos indexados ao dólar, como forma de reiterar aos agentes econômicos que as desvalorizações da moeda não mais seriam utilizadas. O crescimento da demanda por títulos cambiais em 1996, já foi um reflexo da crise da Ásia e, principalmente, da deterioração do Balanço de Pagamentos, mesmo que a perspectiva da área econômica fosse a de que tal situação apresentasse uma reversão.

Em 1996, aumentava a percepção por parte das empresas, bancos e especuladores quanto à defasagem cambial e seus impactos sobre o balanço de pagamentos. Em agosto do mesmo ano, o Banco Central colocou títulos com correção cambial (NTN-D), de prazo de 24 meses, o que não ocorria desde o início do Plano Real. Considerando que o déficit nas transações comerciais, ao longo do segundo semestre de 1996, teimava em se mostrar deficitário, com perspectivas de deterioração, tal evento respondia pela maior volatilidade das cotações do dólar e do DI, negociados na BM&F. Como forma de acalmar o mercado cambial, as Autoridades Monetárias passaram a adotar um duplo expediente: de um lado, praticavam a realização de *Go Arounds* no interbancário; de outro, realizavam leilões de NTN-D, que diante do aumento das incertezas, tornava-se um ativo cada vez mais aceito pelo mercado.

No início de 1997, dois fatores influenciaram fortemente os movimentos especulativos no câmbio: a comprovação de um grande déficit na balança comercial,

<sup>11</sup> As notas do Tesouro Nacional foram criadas pela Lei 8.177, de 01/03/1991, com o objetivo se alongar o prazo de financiamento da dívida pública. No caso específico das Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D), essas foram emitidas pela primeira vez 12/11/91, tendo como finalidade de proporcionar hedge as pessoas jurídicas financeiras ou não, tendo como forma negocial os leilões, os prazos previstos originalmente eram de 12 meses e os juros de 6% ao ano. Esses envolviam previsões para serem pagos semestralmente, calculados sobre o valor nominal atualizado pela variação cambial, considerando a cotação de venda do dólar no mercado de taxas livres. Por sua vez, As Notas do Banco Central, série E ( NBC-E) foram instituídas

referente ao ano anterior e, a confirmação das alterações na banda cambial, promovida em fevereiro pelas Autoridades Monetárias. Por conseguinte, no primeiro trimestre desse ano, ocorre um aumento significativo na demanda por títulos cambiais pelo mercado, prontamente atendido pelas Autoridades Monetárias e Fiscais.

**TABELA III-18**  
**DÍVIDA PÚBLICA TRIMESTRAL POR INDEXADOR:1997**

Discriminação	MAR	JUN	SET	Saldos em R\$ Milhões DEZ
Valor (R\$ Milhões)				
PRÉ	164.416	172.608	184.435	172.862
CAMBIAL	39.065	32.860	36.973	66.153
SELIC	35.729	37.820	39.489	153.051
TR	24.797	26.754	35.627	27.435
OUTROS	19.259	21.570	27.099	28.107
<b>TOTAL</b>	<b>283.266</b>	<b>291.612</b>	<b>323.623</b>	<b>447.607</b>
Percentual (%)				
PRÉ	58,0	59,2	57,0	38,6
CAMBIAL	13,8	11,3	11,4	14,8
SELIC	12,6	13,0	12,2	34,2
TR	8,8	9,2	11,0	6,1
OUTROS	6,8	7,4	8,4	6,3
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: TESOURO NACIONAL (1999) e BANCO CENTRAL (1999)

No começo do segundo semestre, verificam-se as primeiras manifestações da crise asiática, cujos efeitos sobre o sistema financeiro em geral se fizeram sentir sobre movimentos especulativos temporários nos mercados futuros de câmbio e juros. Uma vez passada a pressão dos agentes econômicos, ávidos pela realização de hedge para as suas posições no mercado à vista, as cotações retornaram aos níveis anteriormente praticados. Isto explica o fato de ter havido uma ligeira diminuição na demanda por aqueles títulos, no período de março a setembro de 1997 (Tabela III-18).

A partir de Junho de 1997, os crescentes déficits na balança comercial, aliados à intensificação da problematização do sistema financeiro internacional, levou ao crescimento da oferta de hedge através de títulos cambiais como forma de segurar os

somente em 13/01/1994, pela Resolução 2.043, para fins de política monetária. Cabe esclarecer que o título possui o mesmo perfil das NTN-D, diferenciando-se apenas com relação aos prazos, que eram de 3 meses.

recursos financeiros no país, evitando-se uma fuga de capitais. Esse movimento começa a delinear-se com as medidas adotadas em relação aos recursos captados via Resolução 63/67 e não repassados<sup>12</sup> aos setores agrícola, imobiliário e exportador.

O aprofundamento da crise asiática, em setembro de 1997, teve repercussões tão profundas no mercado cambial que, dessa vez, acabaram ocorrendo acentuados movimentos especulativos no segmento flutuante, levando a uma atuação da Autoridade Monetária para conter tais oscilações.

Para reduzir as incertezas, além de realizar as habituais intervenções no citado mercado, o Banco Central retomou os leilões semanais de NBC-E e as Autoridades Fiscais ofertaram papéis cambiais do Tesouro (NTN-D)<sup>13</sup>. Ao elevar o seu passivo indexado ao dólar, o governo procurava mostrar que não iria partir para sancionar desvalorizações cambiais da moeda estrangeira.

As repercussões da crise da Ásia sobre a economia brasileira foram mais sentidas nos dois meses seguintes, sobretudo em outubro, período em que ocorrem fortes saídas de capital. Vale observar que esse fato contribuiu para reforçar uma menor oferta de dólares internamente, pressionando as cotações no mercado à vista. Por conseguinte, no último trimestre de 1997, o estoque de títulos cambiais praticamente dobrou de valor, ao passar de R\$ 37,0 bilhões para R\$ 66,1 bilhões, incrementando sua participação de 11,4% para 14,8% (Tabela III-18).

Vejamos agora o movimento dos títulos SELIC. Dada a continuação da política gradual de redução das taxas de juros até a eclosão da crise asiática em setembro, a demanda pelos títulos atrelados ao SELIC permaneceu estacionária, nos nove primeiros meses de 1997. Porém, com o crescimento dos juros, no último trimestre do ano sua demanda torna-se explosiva. Os títulos colocados no mercado passam de R\$ 39,5 bilhões para R\$ 153,1 bilhões, fazendo sua participação percentual se alterar de 12,2% para 34,2%, em apenas um trimestre (Tabela III-18).

<sup>12</sup> As Resoluções 2.148/95; 2.170/95 e 2.312/96, contemplavam com a possibilidade de repasses para os setores agrícolas, imobiliário e exportador, respectivamente, via Resolução 63. Cabe esclarecer que, em junho de 1997, o governo autorizou que os recursos não repassados para aqueles setores poderiam ser integralmente aplicados em NTN-D. Em novembro desse mesmo ano, essendeu tal possibilidade para as NTN-I e NBC-E.

<sup>13</sup> Pela primeira vez foram colocadas NTN-D com vencimento de 5 anos. Por outro lado, o Tesouro Nacional, através da portaria 249, de 29/09/97, autorizou a negociação em separado das parcelas de juros e principal, visando dar maior atratividade para esses papéis.

No começo de 1998, passado o período de maior turbulência e tendo as reservas voltado a crescer, o Banco Central voltou a praticar a redução dos juros básicos da economia. Apostava-se no retorno dos títulos pré-fixados.

**TABELA III-19**  
**DÍVIDA MOBILIÁRIA POR INDEXADOR:1998**

Discriminação	MAR	JUN	SET	Saldos em R\$ Milhões DEZ
Valor ( R\$ Milhões )				
PRÉ	220.016	163.651	39.489	18.516
CAMBIAL	71.080	77.636	93.204	102.192
SELIC	110.451	179.384	302.096	377.660
TR	33.243	28.620	28.817	30.316
OUTROS	15.632	14.588	1.988	8.679
<b>TOTAL</b>	<b>450.423</b>	<b>463.879</b>	<b>465.594</b>	<b>537.363</b>
Percentual (%)				
PRÉ	48,8	35,3	8,5	3,4
CAMBIAL	15,8	16,7	20,0	19,0
SELIC	24,5	38,7	64,9	70,3
TR	7,4	6,2	6,2	5,6
OUTROS	3,5	3,1	0,4	1,6
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Tesouro Nacional ( 1999 ) e Banco Central ( 1999 )

Cabe esclarecer que, no final de 1997, os títulos pós-fixados já respondiam pela maior parte da dívida mobiliária em poder do mercado. Sem que houvesse perda de predomínio desses títulos, no primeiro trimestre de 1998 ocorreu o último incremento na demanda pelos papéis pré-fixados, como consequência direta da volta da política de queda nas taxas básicas de juros. Isto contribuiu para a redução do estoque dos títulos atrelados ao SELIC.

Entretanto, a demanda por papéis que permitissem proteção contra os choques externos continuou intensa, o que justifica um pequeno acréscimo, nos primeiros três meses de 1998, da oferta de títulos cambiais. A partir dessa data, até o final do ano, assiste-se a uma alteração na composição da dívida mobiliária, em grande parte oriunda de um novo distúrbio nos mercados financeiros internacionais, decorrente da fragilização da crise russa.

Já vimos que o agravamento dessa crise exacerbou as expectativas do mercado quanto aos rumos da política cambial. Nesse sentido, face a um quadro de extrema

instabilidade, as Autoridades Monetárias intervieram pesadamente no mercado cambial, realizando leilões de spreads e ofertando papéis indexados ao dólar.

Adicionalmente, o governo procurou flexibilizar as condições de repasse da Resolução 63<sup>14</sup>, aumentando de 50 para 100% o limite que as instituições financeiras poderiam aplicar em títulos dolarizados ( NTN-D, NTN-I, NBC-E), de sorte a ampliar as possibilidades de realização de hedge pelo mercado. No mês seguinte, face as pesadas saídas de dólares pelo segmento flutuante, as Autoridades Monetárias criaram às Notas do Banco Central da série F (NBC-F)<sup>15</sup> na tentativa de reduzir a evasão de capital naquele mercado. Além disso, foram instituídas as Notas do Banco Central, série A (NBC-A),<sup>16</sup> cuja finalidade era proporcionar um hedge temporário, na medida em que se acreditava que a crise cambial fosse apenas um fenômeno passageiro.

Conforme se pode perceber, a crise russa e seus impactos sobre o Brasil trouxeram consequências nefastas para as condições de financiamento do setor público. Assiste-se a um aumento na demanda tanto por títulos cambiais quanto por títulos atrelados ao SELIC. Esses últimos, passam a ter um crescimento exponencial, ao saltar de R\$ 110,5 bilhões para a cifra de R\$ 337,7 bilhões, em apenas nove meses. Quanto ao primeiro, sua colocação elevou-se de R\$ 71,1 bilhões para R\$ 102,2 bilhões.

Para se ter uma idéia da deterioração nas condições de financiamento ao final de 1998, basta observar a composição do percentual dos títulos em poder do mercado. Por um lado, a participação dos títulos pré-fixados ficou abaixo dos 4% e, por outro, somando-se a participação dos títulos cambiais e dos papéis atrelados ao SELIC, chegamos a um percentual superior a 80% na composição da dívida mobiliária (Tabela III-19 )

<sup>14</sup> Cabe esclarecer que a Resolução 2.148/95 foi reeditada pela Resolução 2.483, de março de 1998, limitando em 50% a possibilidade de aplicação dos recursos não repassados ao setor agrícola, em títulos dolarizados. Entretanto, a Resolução 2.833, de agosto de 1998, permitiu novamente que os recursos fossem integralmente aplicados nos papéis cambiais.

<sup>15</sup> As NBC-F foram instituídas pela resolução 2.545, de 09/09/98. Por esse diploma, a possibilidade de hedge foi essendida aos agentes que carregam posições no mercado de taxas flutuantes. Vale comentar que esses títulos possuem as mesmas características das NBC-E, com uma única exceção, a de que a remuneração nesse caso não está atrelada à cotação do dólar no segmento comercial, mas sim ao do mercado das taxas flutuantes.

<sup>16</sup> Esse título foi regulamentado pela Resolução 2.571, de 17/12/98. Vale comentar que as NBC-A possui a característica de ser um título híbrido, uma vez que o mesmo é corrigido, no primeiro período, pelo dólar, cujos prazos instituídos foram de 1 ou 3 meses Selic, e no segundo período passavam a ser corrigidos pelo Over/Selic.

Torna-se fundamental reter que, por detrás dos números dos títulos cambiais está a estratégia de deixar o setor privado abastecidos por papéis indexados ao dólar, assumindo o Estado, o Risco de Câmbio.

**QUADRO III-2  
POSIÇÃO DE HEDGE: 12/01/99**

Balanço	Discriminação	(Em US\$\$ Bilhões)
ATIVO	Títulos cambiais-Bacem	60,0
ATIVO	Mercados Futuros-Câmbio	10,5
PASSIVO	Passivo dos agentes privados	95,0

Fonte: Banco Central- DIFIN (1999)

A título de ilustração, vejamos como o mercado se encontrava hegado em 12/01/99, um pouco antes da alteração da política cambial. Em consonância com o Quadro III-2, podemos perceber que as obrigações externas dos agentes privados somavam US\$ 95,0 bilhões. Somente os títulos cambiais, de responsabilidade do Banco Central, totalizavam US\$ 60,0 bilhões. Isto quer dizer que somente a Autoridade Monetária cobria cerca de 64% dos passivos externos dos agentes econômicos, enquanto os derivativos respondiam por um pouco mais de 10% do total.

Para evitar que os agentes econômicos especulassem contra o real, a lógica dessa estratégia estava calcada na possibilidade de que a política cambial pudesse, mais adiante, sofrer uma descontinuidade, sem afetar fortemente os agentes privados. No entanto, para os cofres públicos a possibilidade da desvalorização passa a ser extremamente custosa, já que agora grande parte do Risco de Câmbio fora assumido por ele.

## *Considerações finais*

Neste trabalho destacamos que o Plano Real, assim como outros programas de estabilização implantados na América Latina teve, como um eixo fundamental a abertura comercial e financeira. Ademais, à esta questão articulou-se o movimento de valorização cambial que se estabeleceu no início do plano e que foi fundamental para o sucesso inicial do mesmo.

As consequências negativas dessa política eram negligenciadas, no suposto de que o impacto da abertura geraria, de um lado, maior competitividade entre as empresas nacionais e, de outro, atrairia investimentos diretos para o país, melhorando a forma de ingresso do capital estrangeiro. Nesse sentido, indicava-se que, num segundo momento, haveria reversão do movimento do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes. As exportações voltariam a crescer por causa do crescimento da produtividade que as empresas nacionais, necessariamente, teriam que efetuar e por causa das próprias empresas estrangeiras ingressantes, que se instalariam em setores exportadores.

Paralelamente, o crescimento do déficit não era visto como problemático por se considerar que as condições de endividamento estavam melhorando (forte ingresso de capitais estrangeiros) e por conta da facilidade de atrações de capitais em momentos de grande liquidez.

Em nosso trabalho, contestamos esta perspectiva, indicando desajustes cumulativos resultantes da política de abertura comercial e financeira com a sobrevalorização cambial que se estabelece no início do Plano Real. Concluímos que a articulação da política adotada gerou uma armadilha macroeconômica por conta dos impactos cumulativos que se gestam sobre as contas externas, sobre o déficit público, sobre o crescimento econômico.

Em primeiro lugar, mostramos os desajustes cumulativos que recaem sobre as contas externas do país.

Ao analisarmos, no Capítulo II, o movimento do Balanço de pagamentos, destacamos:

a) A reversão dos resultados da Balança Comercial rumo a déficits crescentes, resultantes do crescimento mediocre articulado às taxas de crescimento elevadas das importações. Estas são cada vez maiores, mesmo considerando a contenção a que as

mesmas estão indiretamente submetidas por conta da política de contenção do crescimento econômico.

b) O crescimento explosivo da conta Serviço de Fatores, que puxou ainda mais para o alto as necessidades de recurso para o fechamento do Balanço de Pagamentos. Destacam-se os altos patamares alcançados, que são resultantes da própria política de absorção de recursos externos adotada, pois geram, inexoravelmente, crescentes necessidades de pagamentos de juros e de remessas de juros e dividendos. Este é um dos fatores a indicar que o ingresso de recursos estrangeiros não é neutro e que gera necessidades de pagamentos futuros em moedas fortes. Mas não é só isto, pois ingressam capitais no país em volumes muito superiores às necessidades de recursos para fechar o Déficit em Transações Correntes. Verifica-se, por conta da conjugação da abertura comercial e financeira e alto Cupom Cambial um grande crescimento das reservas. As necessidades de envios futuros de capitais pressionam crescentemente a conta serviços do Balanço de Pagamentos e vai tornando o país cada vez mais dependente de recursos externos.

Estes dois fatores conjugados, portanto, problematizam o Balanço de Pagamentos em Transações Correntes, sendo que se passa a exigir ingressos de capitais cada vez maiores para fechamento das contas externas do país. Isso, por si só, já é problemático, pois cresce a relação entre Déficit em Conta Corrente/PIB, que é um dos indicadores considerados pelos analistas internacionais. A partir dessa questão e da forma de ingresso desses capitais, chega-se à questão da problemática da maior dependência financeira para com o exterior.

c) O crescimento da vulnerabilidade financeira é uma questão que precisa ser devidamente qualificada. A partir de uma primeira análise, verifica-se o ingresso crescente de Investimentos Diretos, o que indicaria uma melhora nas condições de endividamento externo. Não é esta, no entanto, a perspectiva que indicamos. É necessário analisar os dados em conjunto. Se tomarmos o ano de 1994 como ponto de partida, verificamos que, de um total de US\$ 14,3 bilhões de dólares que ingressaram pela Conta Capital, US\$ 8,2 bilhões ingressaram pela Conta Investimentos. Destes, US\$ 1,8 bilhão eram relativos a Investimentos Diretos. Em 1995, grande parte dos ingressos de recursos se deu pela Conta Empréstimos. A partir de 1996, os Investimentos Diretos dão um salto (US\$ 9,4 bilhões), mas a Conta Empréstimos é a principal responsável pelo ingresso de recursos (US\$ 18,3 bilhões) e os ingressos de Investimentos de Portfólio são também consideráveis (US\$ 6,4

bilhões). Somente em 1997, os Investimentos Diretos vão constituir-se na principal fonte de entrada de capitais. Para um total de US\$ 26 bilhões de dólares que entraram pela Conta Capital, US\$ 16,9 bilhões eram referentes à Investimentos Diretos.

Poder-se-ia considerar que, a partir de então, esse movimento se consolidaria, reduzindo-se as necessidades de ingresso de capitais especulativos para fechar o Balanço de Pagamentos. Realmente, se levarmos em conta unicamente a análise das Necessidades de Financiamento Externo como percentagem do PIB (final do capítulo II), verificaremos que essas se reduzem justamente no período da crise da Ásia e da Rússia, o que contraditoriamente indicaria uma situação de tranquilidade em meio à crises financeiras. No entanto, se verificarmos os dados com mais detalhes poderemos destacar os limites desta argumentação.

Em primeiro lugar, o grande crescimento dos Investimentos Diretos nesse período estão ligados às privatizações providenciadas pelo governo e também ao movimento de fusões bancárias. Cabe observar que estas privatizações ocorrem apenas uma vez e a concentração das mesmas no tempo, explica os alto patamares de ingressos efetuados. Aliás, o incremento do processo de privatizações, justamente nesses períodos, teve a ver com a necessidade de ingresso de capitais. Portanto, esses montantes que ingressaram pela conta Investimentos Diretos não podem ser vistos como tendenciais, sendo, antes, resultados de uma política deliberada de venda do patrimônio público com o intuito de atrair recursos.

Não é um "movimento autônomo de mercado", de capitais de melhor qualidade rumo ao Brasil, e além do mais não é sustentável, pois se realiza apenas uma vez.

Em segundo lugar, mesmo considerando este ingresso de recursos na conta Investimentos Diretos, durante as crises da Ásia e da Rússia há perda de reservas, o que demonstra que mesmo a política mais agressiva de atração de capitais mais estáveis não é suficiente para o fechamento das contas externas, por conta das necessidades crescentes de recursos e de que os capitais voláteis necessários ao fechamento das contas, retraem-se com muita rapidez face a expectativas negativas.

Justamente para contestar a argumentação de que a forma de ingresso de capitais teria melhorado, é que fizemos um estudo mais detalhado das contas do Balanço de Pagamentos a partir de dados trimestrais. Indicamos como o fechamento das contas externas passa a ficar mais complexo, ano a ano, por conta das necessidades crescentes de recursos. No ano

de 1994, destaca-se a reversão do saldo da Balança Comercial e, em 1995, já se apresentam déficits na mesma, sendo que o déficit em Transações Correntes salta de patamar. O estudo mais detalhado nos mostrou que, neste ano, em particular, os ingressos de Investimentos de Portfólio, vultosos no ano anterior, se retraem após a crise do México levando a que se adote uma política de elevação do Cupom Cambial como forma de atração de recursos. Portanto, se é verdade que, em 1995, ingressam grandes volumes de recursos é preciso perceber que estes são atraídos principalmente às custas do alto Cupom Cambial oferecido. Em 1996, os recursos continuam entrando pois o Cupom Cambial continua muito alto vis a vis aos juros internacionais e, além disso, é um momento de grande liquidez dos mercados financeiros. Nesse ano, ademais, inicia-se a reversão dos Investimentos Diretos graças ao deslanche do programa de privatizações. O ingresso de recursos nas contas Empréstimos e Portfólio é também elevado, tendo em vista os altos juros internos e às condições de liquidez internacional.

Em 1997, o Balanço de Pagamentos já explicita a vulnerabilidade da estratégia adotada: como vimos, apesar do grande ingresso de Investimentos Diretos, perdem-se reservas. Isto porque as demais formas de ingresso de capitais se retraem, especialmente Empréstimos. A análise das contas externas nos mostra como as privatizações seguraram, em parte, o fechamento do Balanço de Pagamentos e como a volta dos recursos externos, ao final do ano de 1997, dependeu da ascensão do Cupom Cambial e do relaxamento das restrições sobre os capitais de curto prazo que ingressavam no país (especialmente 63 caipira).

Os capitais começam a retornar no final do ano, só que com uma qualidade muito pior. Quando a crise da Rússia se abate sobre o país, a fuga de capitais é muito rápida e a queda de reservas se faz sentir imediatamente.

Assim, podemos ver que a dependência de recursos externos cresceu e que, mesmo nos anos em que se apresentam maciças privatizações não se consegue conter a perda de reservas. Na verdade, a dependência de capitais voláteis para o fechamento das contas externas torna o país extremamente vulnerável aos desígnios dos movimentos internacionais de capitais.

Concluímos que a política de abertura econômica, articulada à valorização cambial, engendrou uma armadilha macroeconômica sobre as contas externas. A lógica do Plano Real e de sua condução posterior apostava no fato de que o sistema financeiro internacional,

que vivia momentos de extrema liquidez em 1994, continuaria a suprir normalmente as necessidades de financiamento dos países emergentes sem nenhum tipo de interrupção, mostrando total desconsideração da questão vinculada à natureza instável do capitalismo dominado pela globalização financeira.

Na realidade, os países em desenvolvimento que adotaram o câmbio fixo e promoveram a abertura financeira, no contexto de mobilidade de capital, permitiram que suas economias ficassem vulneráveis à ataques especulativos, a exemplo dos que ocorreu em passado recente: contra o México em 1994, contra o Sudeste asiático em 1997 e contra a Rússia em 1998. A abertura irrestrita facilita a importação dos ciclos econômicos dos países centrais, e quando ocorrem ataques especulativos, estes podem vir a afetar o país captador de recursos, mesmo à revelia dos fundamentos "fiscais".

Neste sentido, não se levava em consideração também a possibilidade de haver grandes fugas de capitais, de forma abrupta, de modo que os fundamentos macroeconômicos de um país deixavam de ser importantes, como ficou bem demonstrado na crise asiática e principalmente na moratória russa, quando os "países emergentes" como um todo perderam a credibilidade.

Levando-se em conta a natureza especulativa de parte importante dos capitais ingressantes, não foi considerado que, em situações de crise financeira, níveis elevados de reservas não são suficientes para sustentar a ancoragem cambial, dada a possibilidade da sua redução drástica, como de fato ocorreu com o Brasil.

No caso de uma queda profunda de credibilidade, dado o esquema de arbitragem, o nível de juros para continuar atraindo os capitais voláteis, podem tornar-se terminantemente proibitivos, dado a fuga para a qualidade (*flight to quality*) provocada pela fuga do risco. Por este motivo, deixaram de considerar que, neste caso, o elevado patamar do Cupom Cambial não é capaz de trazer de volta os recursos externos requeridos para fechar as altas exigências do balanço de pagamentos em transações correntes. A idéia é de que os ataques especulativos podem ocorrer tendo como componente a idéia de "profecia autorealizada" (Pastore, 1997), que ocorre no contexto de alto grau de mobilidade internacional de capitais conjugado com câmbio fixo, tendo como agravante o impedimento, por parte das Autoridades Monetárias, do incremento, ainda maior, das taxas de juros.

Esta então, é outra questão que destacamos em termos dos desajustes cumulativos que se estabelecem, ou seja, a articulação entre câmbio e juros que se estabelece em mercados globalizados e os limites de atuação das autoridades monetárias frente a esta situação. Esta questão foi discutida no capítulo III, onde indicamos que a manutenção da política cambial, articulada à abertura comercial e financeira, acabou por exigir a adoção de juros altos, quer seja com o intuito de oferecer um alto cupom cambial como forma de atração de capitais, quer para conter o crescimento econômico (reduzir importações).

A instituição do câmbio flutuante, em 1973, de forma definitiva, abriu espaço para o incremento dos fluxos financeiros internacionais, de forma crescente, dentro do circuito capitalista mundial. Por conseguinte, a formação da taxa de câmbio passaria a ser determinada cada vez menos pela relações comerciais entre os países e cada vez mais pelos fluxos financeiros. Considerando a relação inversa existente entre taxa de juros e preço dos ativos, pode-se afirmar que a política monetária passou a estar fortemente relacionada à determinação da taxa de câmbio e vice-versa.

Torna-se importante reter que o movimento acima apontado tem conduzido ao fato de que atualmente o preço da taxa de câmbio é formado de forma semelhante ao de um ativo financeiro em geral, de maneira que as expectativas tornaram-se um elemento essencial para a sua determinação. Tomando-se as ações transacionadas em mercados de capitais como *proxy*, caso haja uma perspectiva de que a empresa que a emitiu venha a sofrer um aumento de renda futura, isto tenderia a induzir um aumento imediato na sua cotação. Similarmente, considerando-se a possibilidade de haver um aumento significativo na base monetária ou alternativamente uma redução acentuada na demanda por moeda, este fato poderia conduzir a uma depreciação presente da moeda.

A partir destas questões, mostramos, no capítulo III, que na situação em que os mercados se comportam desta forma, a interrelação entre sobrevalorização e abertura financeira obrigava o Banco Central a estabelecer o patamar da taxa de juros de modo a cobrir dois riscos: o Risco Brasil e o Risco do Câmbio. Isso não só limita a capacidade de atuação autônoma do Banco Central, como também gera a necessidade da manutenção constante de altos juros, especialmente quando se adota uma política cambial em que as desvalorizações são controladas.

No capítulo III, mostramos, através do estudo do Cupom Cambial que esta perspectiva pode ser claramente verificada quando ocorrem ataques especulativos contra o país, como os ocorridos em 1994, 1997 e 1998, sendo que a opção adotada foi a de se utilizar a política monetária. O aumento dos juros teve sempre que ser suficiente para suplantar o Risco de Câmbio e o Risco Brasil e atrair de volta o capital que adotara a trajetória de saída do país. Esta política funcionou no período posterior à crise do México. Na crise da Ásia, o crescimento do Cupom volta a atrair capitais, só que de pior qualidade e, na crise da Rússia, a atração do Cupom já não consegue trazer de volta capitais em níveis suficientes para restaurar as reservas.

A par da questão de que as Autoridades Monetárias ficam dependentes das demandas dos capitais (externos e mesmo internos), quisemos destacar também que a política de altas reservas e juros elevados tem impactos cumulativos sobre a Dívida Pública. Destacamos especialmente os impactos financeiros desse tipo de política e para tal mostramos o crescimento explosivo do déficit operacional.

Concluímos que, os saltos de patamares desse déficit não se deveram ao crescimento do déficit primário. Ele esteve ligado, de um lado, à necessidade de lançamento de títulos públicos para enxugar a pressão sobre a base monetária decorrente do crescimento das reservas e, de outro, ao lançamento de títulos para manter a rolagem da dívida em condições de juros altíssimos.

O crescimento do déficit público não é resultante de uma política fiscal expansionista, que teria levado ao crescimento do produto, impedido a queda das importações e impedido o ajuste do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes. O movimento é o inverso. A abertura econômica articulada à sobrevalorização gera impactos negativos sobre a Balança Comercial e sobre a Conta Serviços, exigindo a entrada crescente de recursos em patamares cada vez mais altos. Para garantir a entrada e segurar o crescimento explosivo das importações, os juros têm que ser mantidos altos. Em condições de ampla abertura financeira, isto atrai recursos, inclusive para além das necessidades de fechamento das contas externas, fazendo crescer as reservas. Esta articulação é que gera o crescimento explosivo da dívida pública e não o crescimento do Déficit Primário (que realmente ocorre, mas não explica o salto do déficit operacional). O crescimento das exportações é tão medíocre vis a vis ao crescimento das importações que a lacuna da Balança Comercial é

grande, mesmo considerando que as importações estão contidas pela política recessiva. Não é a política fiscal expansionista que pressiona o Balanço de Pagamentos, mas a política macroeconômica adotada. Esse movimento faz com que a relação entre Dívida Pública e PIB seja crescente e ultrapasse a barreira dos 4%. O interessante é que este é um dos indicadores utilizados pelos capitais internacionais para analisar os "fundamentos" do país. Assim, a política de abertura indiscriminada acaba por comprometer necessariamente esse indicador.

Ademais, os impactos cumulativos sobre a Dívida Pública também se fazem sentir sobre a progressiva piora das condições de lançamento dos títulos públicos. Nesse sentido, mostramos que, no início do plano, os títulos lançados são essencialmente pré-fixados e que, tendo em vista as crises enfrentadas, o crescimento dos juros e do Risco de Câmbio passam, paulatinamente, a ser pós-fixados. Por isto, todo o aumento de juros impacta diretamente sobre a rolagem da dívida pública sem que isto tenha relação com os gastos primários do governo. Ademais, à medida que se lançam títulos indexados ao câmbio como forma de oferta de hedge aos capitais que estão no Brasil, nota-se que os impactos a desvalorização , que ocorre posteriormente, recaem fortemente sobre o Estado.

Esses impactos associados acabam por problematizar o próprio ingresso de capitais no país e comprometem o crescimento econômico, pois está na estrita dependência da manutenção de juros altos que, mesmo assim, em condições de crises acentuadas, não são capazes de atrair de volta o capital.

## BIBLIOGRAFIA

AKYUIZ,Yilmaz. (1992). "On Financial Openness in Developement countries".  
UNCTAD, Geneva..

ALMEIDA FILHO.(1996). "Os Limites Estruturais à Política Econômica Brasileira nos anos 80/90". Tese de doutorado, Unicamp, Campinas.

ANDIMA (1994). "Câmbio: Série Históricas". Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro.

ANDIMA (1995). "Dívida Externa & Plano Brady"- Relatório Econômico Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro.

ANDIMA (1998). "Brasil para Investidores Estrangeiros" . Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro.

ANDIMA (1998). "Fundo de Renda Variável"- Súmula Nº.10. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro.

ANDIMA (1998). "Lançamento de Títulos no Exterior"- Súmula Nº.16. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro.

ANDIMA "Sinopse Mensal". Vários Números. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro.

ANDRADE, J. P.; Mollo M.L.R. e Silva M.L.F.(1997). "Os Programas de Estabilização na América Latina- Traços Ortodoxos e Heterodoxos". Segundo Encontro de Economia Política, São Paulo.

ARIDA, P.& LARA RESENDE A.(1986). “Inflação Inercial e Reforma Monetária: Brasil” in “Inflação Zero- Brasil, Argentina, Israel.” ARIDA (Org.); Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro.

BACHA, E. (1997). “Plano Real: Uma Avaliação” in “O Brasil Pós Real”. Mercadante (Org.)- Ed. Unicamp, Campinas, São Paulo.

BANCO CENTRAL. “Análise do Mercado de Câmbio”. Vários volumes.

BANCO CENTRAL. “Boletim Mensal”. Vários volumes.

BANCO CENTRAL. “Notas para a Imprensa”. Vários volumes.

BANCO CENTRAL. “Relatório Anual”. Vários volumes.

BANCO CENTRAL.(1999) “Legislação Básica”.

BARBODA DE MELLO, L. C. (1997) “Fluxos de Capitais Externos e seus Impactos sobre a Economia Brasileira”- Boletim do Banco Central (maio/97).

BATISTA JN, Paulo Nogueira; (1996). “O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina” Ed. USP – Estudos avançados V.10, N. 28, São Paulo.

CAMBA, Daniele. ( 1998). “ ‘Bradies’ Perdem o Maior Atrativo : a Liquidez ”- Artigo escrito na Gazeta Mercantil, em 01 de Outubro de 1998.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. ( 1991). “Crise , Estagnação e Hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80” . Unicamp-Tese de Doutorado, Campinas.

CAVALCANTI, C.B. (1988). “Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna”. Dissertação de mestrado apresentada ao Departamento de Economia da UNB.

CERQUEIRA LIMA, F.C.G.(1993) .“Âncora Monetária, Âncora Cambial e Outras Questões Náuticas” – UFRJ – Texto para discussão Nº. 17; Rio de Janeiro.

CERQUEIRA, Ceres Aires. (1997). “Dívida Externa Brasileira” – Banco Central do Brasil; Brasília..

CHESNAIS, François (1996). “A Mundialização do Capital”. Ed. Xamã, São Paulo.

CLARK, P. & BARTOLINI, L. & BAYOUMI, T. & SYMANSKY S. (1994). “Exchange Rates and Economic Fundamentals”- International Monetary Fund- Occasional Paper n. 115; December, Washington DC.

CORRÊ, A.,Vanessa Petrelli. (1996). “A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento a Longo prazo ao Investimento”.Unicamp,Tese de Doutorado, Campinas.

DAVIDOFF CRUZ , Paulo. ( 1984). “Dívida Externa: e a Política Econômica”. Ed. Brasiliense – São Paulo.

DELFIN NETTTO, A. (1998). “O Plano Real e a Armadilha do Crescimento”. Campinas; São Paulo.

EDWARDS, S. (1987). “A Ordenação da Liberalização Econômicas nos Países em Desenvolvimentos”- Finanças & Desenvolvimento.

FORTUNA, F. (1994). “Mercado Financeiro: Produtos e Serviços”- Ed. Qualitymarky; Rio de Janeiro.

FRANCO, G.H.B. (1995). "O Plano Real e Outros Ensaios". Rio de Janeiro; Francisco Alves.

FRANCO, Gustavo H. B.(1996). "A Inserção Externa e o Desenvolvimento" Banco Central, *mimeo*.

FREITAS, Carlos Eduardo. (1996). "Liberdade cambial no Brasil" in "o Brasil e a Economia Global" (org.) Renato Baumann. Ed. Campus, RJ.

FREITAS, Gomes C. T.(1993). "Captação de Recursos no Mercado Internacional de Capitais"-Instituto Brasileiro de Mercados de Capitais (IBMEC), Rio de Janeiro.

FRENKEL, J. (1990). "Panel Discussion on Southern Cone"- International Monetary Fund- Staff Papers.

FRITSCH, W. & FRANCO, G. H. B. (1991). "Política Industrial, de Competição e de Investimentos Estrangeiro: análise as experiência recente e proposta de reforma, Centro de estudo de comércio Exterior, Rio De Janeiro

GARCIA, M. G. P. & BARCINSKI. A. (1996). "Capital Flows to Brasil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Efectiviness of Capital Controls"- PUC-RIO - Texto Para Discussão Nº.357- Rio de Janeiro.

GIAMBIAGI, F. ( 1997). "Crise Fiscal Recente"- Revista de Economia Política, Vol. 17, N.º 1-Janeiro/março; São Paulo.

GOLDENSTEIN, Sergio (1986). "A dívida Externa Brasileira: 1964 – 1982 - Evolução e Crise". Rio de Janeiro. Ed. Guanabara.

GOLDENSTEIN, Lídia. (1994). "Repensando a Dependência".- Ed.Paz e Terra, São Paulo.

GOMES, C.T.F. (1993). "Captação de Recursos no Mercado Internacional de Capitais". Rio de Janeiro. IBMEC.

GONÇALVES, Reinaldo ( 1994). "O Abre- Alas : a nova inserção do brasil na economia mundial". Ed. Relume & Dumará, RJ.

GONÇALVES, Reinaldo. (1996). A Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira". in "o Brasil e a Economia Global" (org.) Renato Baumann. Ed. Campus, RJ.

GUIMARAES, E. A. (1992). "A Política Industrial do Governo Collor: uma sistematização" – Texto para Discussão Nº. 72.; Centro de Estudo de Comércio Exterior, Rio De Janeiro.

KESSEL, Moysés. ( 1997). "Regimes Cambiais e Políticas Cambiais Brasileiras" – Boletim do Banco Central.

KUME, H. (1996). "A Política de Importação no Plano Real e a Estrutura de Proteção Efetiva"- Texto Para Discussão Nº 423, IPEA, Rio De Janeiro.

LAPLANE, M. F. & SARTI. F. (1997). "Investimento Direto no Brasil e a Retomada do Crescimento Sustentada nos anos 90" – Economia e Sociedade; Unicamp- Campinas, SP

LEVY, P.M & HAHN , L.M.D. ( 1996). "À Economia Brasileira em Transição: o período 1993/96" .- IPEA, Rio de Janeiro.

MAIA, C. (1991). "Medidas Econômicas e Desdobramento Político" in "Plano Collor II", Faro (Org.)- Ed. Livros Técnicos e Científicos Editora, Rio de Janeiro.

MENDONÇA DE BARROS & GOLDENSTEIN (1997). “Avaliação do Processo de Reestuturação Industrial Brasileiro” – Revista de economia Política vol.. 17 Nº 2 (66) ; Ed. 34, SP.

MATHIESON, D. J. & ROJAS-SUAREZ, L. (1993). “Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues”- International Monetary Fund- Occasional Paper Nº. 103; December, Washington DC.

MOLLO, R. L.,& SILVA, M. I. F. and TORRANCE, T.(1997). “Exchange- Rate Orthodox and Monetary Features”; Segundo Encontro de Economia Política, São paulo.

NOGUEIRA da COSTA, F. (1993). “Evolução Recente da política Monetária no Brasil: Juros, câmbio e dívida pública”- Relatório Final: Pesquisa sobre Política Monetária – Convênio IPEA-PNUD, Campinas.

OBSFIELD, M. & ROGOFF, K. (1995). “ Thread Mirage of Fixed Exchange Rates”.- Journal of Economic Perspective”- Volume 9. Nº.4.

OBSFIELD, M. (1985). “Floating Exchange Rate: Experience and Prospect”.- Brookings Papers on economics Activity, Nº.2.

PASTORE, AFONSO C. (1998). “A Política Macroeconômica que Leva a Menor Vulnerabilidade da Moeda e a um Ciclo de Crescimento Sustentado” – Forum Nacional: O Brasil e o Mundo no Limiar do Novo Século.

PIRES, Eduardo. (1996). “O Novo Regime Cambial Brasileiro e Suas Consequências para a Política Cambial”.- BNDES-TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº.18.

PRESSER, F. P.(1989). "Renegociação e Conversão da Dívida Externa: a busca de novos mecanismos dentro do enfoque convencional" in " O Retorno da Ortodoxia" Carneiro & Buainain ( Orgs.) - Ed.Bienal, São Paulo.

STUKART, G. F. L. (1991). "A Política Cambial dos Planos Collor I e II" in "Plano Collor II" (Org.) Clovis de Faro. Rio de Janeiro.

TAVARES, Conceição. (1998). "A Economia Política do Real".- UNICAMP . Campinas., São Paulo.

ZINI JN., A. (1996). "A. Política Cambial com Liberdade ao Câmbio". in "o Brasil e a Economia Global" (org.) Renato Baumann. Ed. Campus. Rio de Janeiro.

FU-00010613-9