

**“Contas Externas:  
O problema do  
financiamento”**

*Edison Ticle de Andrade Melo e Souza Filho*

*Orientador: Prof. Alkimar R. Moura*

*Projeto de Iniciação Científica - PIBIC – CNPq / FGV – 1998/99*

## ***“Contas Externas: O problema do financiamento”***

### **SUMÁRIO**

<b><u>A) INTRODUÇÃO</u></b>	<b>2</b>
<b><i>A1.) REVISÃO TEÓRICA: O BALANÇO DE PAGAMENTOS</i></b>	<b>3</b>
<b><u>B) METODOLOGIA</u></b>	<b>8</b>
<b><u>C) RESULTADOS E ANÁLISE</u></b>	<b>9</b>
<b><i>C1.) TRANSAÇÕES CORRENTES</i></b>	<b>9</b>
<b><i>C2.) CONTAS DE CAPITAL</i></b>	<b>11</b>
<b><i>C3.) PERFIL DOS INGRESSOS DE CAPITAL</i></b>	<b>17</b>
<b><i>C3.1) PREMISSAS</i></b>	<b>18</b>
<b><u>D) CONCLUSÕES FINAIS</u></b>	<b>21</b>
<b><u>E) ANEXOS</u></b>	<b>24</b>
<b><u>F) BIBLIOGRAFIA</u></b>	<b>30</b>

## A) INTRODUÇÃO

As recentes crises econômicas que se abateram sobre as economias da Ásia (1997) e Rússia (1998) disseminaram um pânico generalizado nos investidores internacionais acerca dos fundamentos macroeconômicos da economia brasileira. Principalmente após a declaração de moratória da Rússia, deflagrada em agosto último, os receios de que o Brasil pudesse adotar uma desvalorização cambial ou mesmo uma reestruturação dos vencimentos de dívida interna, instauraram uma profunda crise de expectativas que nos levou a iminência de uma grave crise cambial.

A vulnerabilidade da economia brasileira pode ser brevemente descrita através dos déficits gêmeos. Ao lado de um gigantesco descontrole das contas públicas cujas cifras remontam a quase 8.0% do PIB (déficit nominal), o lado externo de nossa economia apresenta déficits consecutivos desde 1994, atingindo cerca de 4.5% do PIB ao final de 1998.

O déficit orçamentário corresponde a um problema crônico de economias como a brasileira, que viveram décadas de alta inflação, nas quais o setor público utilizava-se do imposto inflacionário (*senhoriage*) como fonte adicional de financiamento de um Estado inchado e ineficiente. O modelo de desenvolvimento industrial brasileiro corroborou para esta situação de profundo desajuste patrimonial do setor público. Assim, após a estabilização da economia e o fim da espiral inflacionária, as contas públicas mostraram verdadeiramente a dimensão de seu déficit, que agora deveria ser combatido através de medidas efetivas de aperto fiscal. O governo, ainda que de maneira tardia, apresentou recentemente um programa ambicioso de metas fiscais, que visa atingir um superávit primário da ordem de 2.6% do PIB em 1999.

Por outro lado, as contas externas da economia brasileira apresentam um déficit em transações correntes da ordem de 4.0% do PIB, ou US\$ 33.0 bi em 1997 (déficit em transações correntes). Contudo, até 1994, o front externo de nossas contas apresentava saldos positivos, fato que se alterou após a adoção do Plano Real. Em virtude de possuímos déficit em transações com o exterior, a economia brasileira necessita da entrada líquida de capitais internacionais para fechar suas contas, podendo assim honrar todos os nossos compromissos financeiros no exterior. Com as crises econômicas

internacionais e a perspectiva de um aperto expressivo nas linhas de crédito disponíveis, o financiamento de nossas contas externas poderá estar comprometido num futuro próximo.

Assim, este trabalho terá por objetivo mostrar a evolução das contas externas do Brasil, de 1994 até 1998. Ademais, a contrapartida do Balanço de Capitais será também analisada, com o intuito de compor o perfil das entradas de capital ocorridas para financiar o déficit externo da economia brasileira. Por último, uma reflexão a despeito da política econômica após o Plano Real e sua inserção nas crises econômicas mundiais, ocorridas entre 1994 e 1998.

### *A1.) REVISÃO TEÓRICA: O BALANÇO DE PAGAMENTOS<sup>1</sup>*

O Balanço de Pagamentos corresponde a um instrumento contábil, que representa um levantamento sistemático de todas as transações econômicas ocorridas durante um período de tempo entre os residentes de um país e os residentes de outros países. Ademais, inclui os movimentos financeiros que pela sua natureza não interferem nos fluxos, considerados pelas contas nacionais. Em 1969, um manual do FMI (Fundo Monetário Internacional) estabeleceu as normas atuais de apresentação do Balanço de Pagamentos.

O Balanço de Pagamentos pauta-se em critérios de compatibilidade razoavelmente aceitáveis entre as nações. O FMI especifica que os residentes correspondem aos agentes econômicos que estão em contínua e permanentemente situados no território nacional e que exercem uma atividade sujeita à direção e ao controle sistemático das autoridades governamentais de um país específico. Os não residentes são os agentes que estão estabelecidos em outros países, os que se encontram em trânsito no exterior e os que, embora sediados no exterior, têm suas atividades financiadas pelos seus países de origem. No Balanço de Pagamentos, todas as transações efetuadas por residentes e não residentes são agrupadas segundo sua natureza, distinguindo-se quatro grandes grupos de transações:

---

<sup>1</sup> Extraído de Simonsen, M. H. e Cysne, R. P. – *Macroeconomia* – 2ª edição – Ed. Atlas.

1º) Os fluxos comerciais de mercadorias e de prestação de serviços, com suas contrapartidas monetárias associadas;

2º) As transferências unilaterais de recursos, correspondentes a título de donativos, remessas pessoais, auxílios e que são realizadas sem contraprestação;

3º) Os movimentos tipicamente monetários, ou seja, aqueles que são consequência dos empréstimos internacionais de curto, médio e longo prazos e dos fluxos de entrada e saída de capitais para investimentos diretos;

4º) As modificações na estrutura de ativos e passivos estrangeiros do país, que se originaram dessas transações;

O Balanço de Pagamentos, enquanto registro contábil, obedece ao princípio das partidas dobradas: todo débito corresponde a um crédito de igual valor e vice-versa. As contas são agrupadas em dois níveis:

- a) *Contas Operacionais*: consideram todos os fatos geradores do recebimento de recursos provenientes do exterior, isto é: exportações, importações, juros, dividendos, fretes, seguros, investimentos, reinvestimentos, transferências unilaterais, empréstimos, amortizações, etc.
- b) *Contas de Caixa*: Incluem o movimento monetário que está à disposição do país. Consideram-se nesta conta as variações das reservas Internacionais, isto é, de todos os ativos disponíveis para o pagamento de dívida ou aquisição de direitos frente a outras nações. Nesta conta, consideram-se todos os haveres de curto prazo disponíveis no exterior, o ouro monetário, os direitos especiais de saque, e a posição das reservas do país no FMI.

Há dois grandes grupos clássicos que compõem o Balanço de Pagamentos: as *transações correntes* e os *movimentos de capitais*. Consideram-se transações correntes todas aquelas que se referem à movimentação de mercadorias e serviços (inclusive os serviços de remuneração de capitais sob a forma de juros e dividendos). Classificam-se como movimentos de capitais os deslocamentos de moeda, créditos e títulos representativos de investimentos. É fundamental perceber que, pelo que foi exposto até

agora, o saldo de transações correntes ( $t$ ) será igual ao saldo de movimentos de capitais ( $k$ ), com sinal trocado; portanto, a soma dos dois grupos deverá ser igual a zero.

$$t + k = 0 \Rightarrow t = -k$$

Isto significa que quando um país apresenta um superávit em transações correntes, sua conta de movimentos de capital é necessariamente negativa, o que equivale a um aumento dos ativos externos líquidos (haveres possuídos menos haveres emitidos) em poder dos residentes desta economia. Do mesmo modo, um déficit em transações correntes equivale a diminuição no saldo líquido total dos ativos externos possuídos pelos residentes do país.

As transações correntes são divididas em três itens, a saber:

- a) Balança Comercial, que corresponde à diferença entre as exportações e as importações de mercadorias, contabilizadas em termos FOB (free on board), ou seja, pelo valor de embarque, não incluídos os fretes e seguros;
- b) Balança de Serviços, que inclui os recebimentos e pagamentos referentes a viagens internacionais, transportes, seguros, renda de capitais, serviços governamentais e serviços diretos;
- c) Transferências Unilaterais, que incluem os pagamentos e recebimentos que não apresentam contrapartida de serviços (doações);

Os movimentos de capital incluem:

- a) Investimentos estrangeiros líquidos;
- b) Empréstimos a médio e longo prazos;
- c) Empréstimos a curto prazo;
- d) Amortizações de empréstimos;

A conta de movimentos de capital se refere à entrada e saída de recursos voluntariamente e, portanto, é conhecida como movimento de capitais autônomos. Há uma conta, no final do Balanço de Pagamentos denominada de capitais compensatórios que inclui três tipos de itens:



- a) as Contas de Caixa, que se referem aos haveres de curto prazo no exterior, ao ouro monetário, aos Direitos especiais de saque e à disponibilidade de reservas no FMI;
- b) as contas relativas aos empréstimos fornecidos pelo FMI, visando à regularização das contas do país, podendo ser inclusive provenientes de outros organismos e agências internacionais de crédito;
- c) os atrasados que correspondem às contas vencidas no exterior e que não foram saldadas pelo país; neste caso, debita-se a conta amortizações (como se as contas tivessem sido pagas) e credita-se o valor correspondente nesta conta de atrasados.

Há ainda no Balanço de Pagamentos uma conta de *Erros e Omissões* na qual são lançados pequenos resíduos provenientes da contabilização imperfeita das transações correntes e/ou dos movimentos de capitais autônomos, de modo a garantir a conciliação dos resultados, respeitando-se a identidade contábil demonstrada anteriormente ( $t = k$ ).

Vejamos, em pormenores, na tabela A.1, a estrutura de um Balanço de Pagamentos típico:

*Tabela A.1 – Estrutura geral do Balanço de Pagamentos*

**I) Balança Comercial**

Exportações (FOB)

Importações (FOB)

**II) Balanço de Serviços**

Viagens Internacionais

Transportes

Seguros

Rendas de Capital (Lucros e Dividendos, Lucros reinvestidos e Juros)

Serviços Governamentais

Serviços Diversos

**III) Transferências Unilaterais (Donativos)**

**IV) Saldo de Balanço de Pagamentos em Conta Corrente (I + II + III)**

**V) Movimento de Capitais Autônomos**

Investimentos Diretos

Reinvestimentos (contrapartida dos lucro reinvestidos)

Empréstimos e Financiamentos

Amortizações

Capitais a Curto Prazo

Outros Capitais

**VI) Erros e Omissões**

**VII) Saldo Total do Balanço de Pagamentos (IV + V + VI)**

**VIII) Movimento de Capitais Compensatórios (-VII)**

a) Contas de Caixa (Reservas): haveres a curto prazo no exterior, ouro monetário, direitos especiais de saque, posição de reservas no FMI;

b) Empréstimos de regularização

c) Atrasados



## B) METODOLOGIA

Os dados utilizados neste trabalho são parte integrante dos Balanços de Transações Correntes e de Capitais, publicados mensalmente pelo Banco Central do Brasil através da “Notas para Imprensa – Setor Externo”, dos anos de 1994, 1995, 1996, 1997 e 1998. Os respectivos dados foram recolhidos e organizados em planilhas e gráficos de análise, que constam dos anexos deste trabalho.

As conclusões que este trabalho apresentará serão resultado da análise dos dados de contas externas levantados, principalmente os que se referem ao desempenho do Balanço de Capitais, ao qual será dedicado especial atenção.

Os dados referentes a entradas de capitais no Brasil no período de análise serão minuciosamente detalhados, procurando-se identificar o volume de ingresso de capitais ocorrido através de cada instrumento de captação permitido pelo Banco Central do Brasil. Assim, sabendo-se exatamente os montantes que ingressaram por cada uma das modalidades permitidas e, estimando-se o prazo médio de permanência dos capitais que normalmente ingressam por cada um dos instrumentos, poderemos obter uma estimativa bastante representativa do prazo médio das entradas de capitais que ocorreram no Brasil de 1994 até 1998, informação que será válida para conclusões posteriores.

Os dados referentes ao Balanço de Transações Correntes serão utilizados para mostrar a deterioração do resultado das contas externas após o Plano Real. Normalmente serão utilizados dados acumulados nos últimos 12 meses pois permitem identificar linhas de tendência com maior facilidade. Por último, vale ressaltar que a principal fonte de dados para este estudo foram as publicações periódicas do Banco Central do Brasil, como as “Notas para Imprensa” e o “Suplemento Estatístico”, ambos mensais.

## C) RESULTADOS E ANÁLISE

### C1.) TRANSAÇÕES CORRENTES

O Plano Real, datado de Julho de 1994, tinha na política de abertura comercial e valorização cambial um dos seus principais instrumentos de controle inflacionário no advento do plano. O expressivo ganho de renda real que o fim da inflação trazia à sociedade como um todo teria sido um foco indiscutível de fracasso para o plano Real, uma vez que a oferta agregada da economia é constante no curto prazo, o que impossibilitaria fazer a demanda agregada (agora, determinada por um nível de renda bem mais elevado) se equilibrar com a oferta, sem quaisquer ajustes no nível geral de preços. Assim, a valorização da taxa de câmbio, bem como a abertura da economia possibilitaram a expansão das importações, exercendo pressões de concorrência sobre os preços internos, bem como flexibilizando a oferta de bens no mercado, contendo, portanto, eventuais pressões de aumento de preços.

Contudo, a valorização do câmbio e a abertura comercial trouxeram um problema de déficit em conta corrente nas transações com o exterior. O Brasil passou a ser deficitário em sua Balança Comercial após o Plano Real, contribuindo para acentuar nosso déficit em transações correntes, que já existia, porém era sensivelmente mais baixo e originado do déficit do Balanço de Serviços, especificamente da conta de juros pagos ao exterior, correspondentes quase que na totalidade a pagamentos de juros de dívida externa soberana.

*Tabela C.1.1 – Balanço de Transações Correntes – Dados Anuais (US\$ mi):*

	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial	10.466	(3.352)	(5.554)	(8.357)	(6.430)
Balanço de Serviços	(14.743)	(18.600)	(20.483)	(27.288)	(30.670)
Transferências Unilaterais	2.588	3.973	2.900	2.216	1.905
<b>Total - Transações Correntes</b>	<b>(1.689)</b>	<b>(17.972)</b>	<b>(23.137)</b>	<b>(33.430)</b>	<b>(35.194)</b>

Fonte: Notas para Imprensa - Banco Central

A Balança Comercial apresentou uma deterioração bastante expressiva ao longo dos últimos anos devido principalmente à sobrevalorização da taxa de câmbio. As importações, no início do Plano Real, apresentaram crescimento significativo, não acompanhado pelas exportações. Ademais, a queda no preço internacional das commodities, que vem ocorrendo nos últimos anos, também contribuiu para prejudicar o resultado das exportações, assim como a taxa de câmbio sobrevalorizada. Em suma todos esse fatores (sobrevalorização da taxa de câmbio, abertura comercial, aumento de renda no início do Plano e queda sistemática do preço internacional das commodities) contribuíram para a deterioração do resultado da Balança Comercial, de 1994 a 1998.

O Balanço de Serviços, por sua vez, sempre apresentou elevados déficits em função dos pagamentos de juros de dívida soberana ao exterior. Todavia, a partir do Plano Real, outras contas do Balanço de Serviços passaram a preocupar, pois apresentaram déficits elevados e crescentes. Podemos citar como exemplo a conta de turismo e viagens internacionais, a conta de fretes e a conta de remessa de lucros e dividendos. Com a elevação de renda real dos brasileiros e a sobrevalorização da taxa de câmbio, o turismo no exterior foi naturalmente incentivado e apresentou crescimento significativo após 1994, fato que contribuiu para o aprofundamento do déficit nesta conta. A conta de fretes, por sua vez, apresentou elevação no seu déficit devido principalmente ao aumento do comércio exterior brasileiro e, principalmente das importações. O aumento nos investimentos diretos recebidos, principalmente na forma de compra de empresas estatais privatizadas contribuíram para o aumento das remessas de lucros e dividendos destas empresas para seus novos controladores, no exterior. Em suma, apesar da déficit no Balanço de Serviços ser naturalmente elevado (devido ao pagamento de juros soberanos ao exterior), este se acentuou devido ao crescimento do déficit em outras contas importantes.

Finalmente, percebe-se que o déficit em conta corrente, com o passar dos anos, tornou-se praticamente difícil de ser financiado, dado que este foi aumentando, em virtude principalmente da manutenção da política cambial, que resultava numa valorização expressiva do real em relação às moedas estrangeiras. O financiamento do crescente déficit em transações correntes deveria ocorrer através de superávits no Balanço de Capitais, para que não ocorressem perdas significativas de reservas

internacionais. Assim, as atitudes de política econômica em geral deveriam se preocupar em atrair capitais para “zerar” o desequilíbrio das contas externas. A análise que se segue abordará os esforços de financiamento do déficit em transações correntes, mais especificamente o comportamento das Contas de Capital neste período.

*Tabela C.1.2 – Balanço de Serviços – Contas Selecionadas – Dados Anuais (US\$ mi):*

	1994	1995	1996	1997	1998
Juros	(6.338)	(8.158)	(9.173)	(10.390)	(12.096)
Frete	(2.441)	(3.011)	(2.755)	(4.514)	(4.150)
Viagens internacionais	(1.181)	(2.419)	(3.598)	(4.377)	(4.273)
Lucros e Dividendos	(2.483)	(2.590)	(2.374)	(5.597)	(7.159)
Outros Serviços*	(2.300)	(2.422)	(1.458)	(2.410)	(2.992)
<b>Total – Balanço de Serviços</b>	<b>(14.743)</b>	<b>(18.600)</b>	<b>(20.483)</b>	<b>(27.288)</b>	<b>(30.670)</b>

Fonte: Notas para Imprensa – Banco Central

\* inclui seguros, lucros reinvestidos, serviços governamentais e serviços diversos.

## C2.) CONTAS DE CAPITAL

O elevado déficit em transações correntes que a nova política cambial trouxe deveria mostrar-se passível de ser financiado através das contas de capital. As modalidades de financiamento são basicamente as seguintes:

- a) Investimentos;
- b) Empréstimos e Financiamentos;
- c) Empréstimos Compensatórios;

A combinação destas alternativas de financiamento externo, ou seja, os montantes que são captados via estas 3 grandes rubricas determinarão o grau de dependência externa, bem como a vulnerabilidade dos fundamentos econômicos a eventos internacionais, visto que refletirão a estrutura de financiamento do país, seus prazos e custos.

Assim, convém ressaltar que as atitudes de política econômica determinarão ou implicarão necessariamente nas entradas de capital, bem como nas suas respectivas rubricas. As rubricas acima apresentadas guardam diferenças bastante grandes entre si, quais sejam:

*a) Investimentos:*

A conta de investimentos inclui os investimentos diretos estrangeiros aplicados no país, os investimentos em portfolio (que correspondem aos investimentos em ações), e os fundos de investimento de renda fixa de capital estrangeiro.

Os investimentos estrangeiros diretos correspondem à compra de participação em empresas nacionais por investidores estrangeiros ou a investimentos na constituição de novas empresas. Esta decisão de investimento é, portanto, uma decisão de longo prazo, pois os capitais que ingressam estão interessados no retorno, na forma de lucros e dividendos, que este capital aplicado poderá render. Assim, o processo decisório pressupõe um horizonte de médio e longo prazo, e, sendo assim, o regresso destes capitais dá-se lentamente, na forma de remessas de lucros anuais. Estes capitais estão interessados no desenvolvimento da economia, pois esta será uma das fontes de majoração dos retornos, constituindo-se em capitais de “boa qualidade”, do ponto de vista da geração de empregos e renda que estes normalmente propiciam. Assim, as possíveis crises de curto prazo não motivam o desinvestimento no país, não fazem com que esse capital aplicado seja enviado novamente ao exterior; as apostas de investimento visam a fornecer retornos no médio e longo prazos.

Os investimentos em portfolio, por sua vez, compreendem o capital estrangeiro aplicado na aquisição de ações de empresas brasileiras nas bolsas de valores. Estes capitais normalmente ingressam a procura de investimentos em ações de empresas subvalorizadas pelo mercado e, que portanto, apresentam boas perspectivas de ganhos no médio prazo. Contudo, apesar de constituírem investimentos em participações de empresas nacionais, os investimentos em portfolio ou “Anexo IV” apresentam uma volatilidade bastante acentuada, pois possuem natureza especulativa. Assim, qualquer hiato de credibilidade ou desconfiança com relação às políticas do país pode motivar a saída destes capitais, ainda que isto ocorra trazendo prejuízo aos investidores. Este fato caracteriza estes capitais como essencialmente voláteis, visto que não há inclusive nenhuma legislação que regule sua entrada ou saída, no tocante a prazos mínimos para este tipo de operação.



O capital aplicado em fundos de investimento de renda fixa para capital estrangeiro, ou o chamado “Anexo VI”, corresponde a recursos que ingressam no país atraídos pelas altas taxas de remuneração aqui oferecidas. A decisão de investimento leva em conta dois fatores primordiais:

- a remuneração esperada, que é dada pela taxa de juros, menos os impostos, menos a expectativa de desvalorização da taxa de câmbio no horizonte de investimento;
- o risco do país, que inclui:
  - o risco de crédito, ou seja, o risco de não receber o valor investido acrescido da remuneração auferida;
  - o risco de conversibilidade, ou seja, o risco de não conseguir converter o montante em reais para dólares, e poder em seguida deixar o país.

Podemos perceber que estes recursos procuram altas taxas de juros; assim, quando estas adquirem trajetória descendente, estes capitais são os primeiros a deixar o país. Além disso, qualquer alteração de cenário político e/ou econômico, doméstico e/ou internacional, pode afetar a percepção de risco destes investidores, levando-os a retirar suas aplicações do país, numa velocidade que é capaz de abalar a estabilidade de qualquer moeda no mundo.

Finalmente, constata-se que apesar de todos eles estarem listados na mesma categoria de origem dos recursos, estes são bastante heterogêneos entre si. Os fatores que motivam as decisões de investimento são bastante diferentes e, portanto, atitudes iguais de política econômica produzem reações distintas nos fluxos dos mesmos. Assim, ao abordá-los trataremos cada um deles isoladamente.

*Tabela C.2.1 – Investimentos Externos Totais – Dados Anuais (US\$ bi):*

	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Investimentos Diretos</i>	1,91	2,97	9,20	16,33	25,93
<i>Investimentos em Portfolio – Anexos de I a V</i>	5,08	4,75	6,12	6,42	1,86
<i>Fundo de Renda Fixa</i>	1,35	(0,99)	0,00	(1,43)	(3,99)
<i>Capital Estrangeiro – Anexo VI</i>	0,98	0,51	0,17	0,57	0,18
<i>Outros*</i>					
<b>TOTAL</b>	<b>9,32</b>	<b>7,24</b>	<b>15,49</b>	<b>21,89</b>	<b>23,98</b>

Fonte: Notas para Imprensa - Banco Central

\*Outros inclui fundos de investimento de privatizações e contas de não residentes, ou contas CC-5.



**b) Empréstimos e Financiamentos:**

A conta de Empréstimos e Financiamentos compreende os recursos captados via empréstimos em moeda e financiamentos em geral. Os recursos captados com empréstimos em moeda correspondem aos ingressos de capital internados de acordo com as resoluções do Banco Central, que definem prazos de permanência, finalidade de aplicação dos recursos e regime de tributação. As principais resoluções nos quais os agentes devem se enquadrar para captar recursos externos via empréstimos são:

- 1- Comunicado Firce nº 10 : operações diretas de empresas não-financeiras no país com instituições estrangeiras (financeiras ou não-financeiras), sem lançamento de títulos. São operações que se assemelham às operações de financiamento, que serão posteriormente detalhadas.
- 2- Resolução 63 : operações de bancos no país, destinadas a repasse a empresas, com instituições financeiras ou não-financeiras no exterior, sem lançamento de títulos.
- 3- Resolução 2148 (denominada Resolução 2483 a partir de 26/03/98, ou “63 caipira”): captação de recursos externos por instituições financeiras para repasses: a produtores rurais (pessoas físicas e jurídicas) e suas cooperativas; a empresas, agroindústrias e exportadores; e aos complexos industriais de fertilizantes e defensivos utilizados na agropecuária. Entre outras, os recursos se destinam a operações de empréstimos e financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária; aquisição de produtos agropecuários diretamente de produtores rurais, suas associações e cooperativas e de Cédulas de Produto Rural registradas na CETIP; recolhimento de margem de garantia e outras operações em mercados administrados por bolsas de mercadorias e futuros (Resolução 2.500, de 28.5.98). Alguma parte destes recursos também pode ser aplicado na aquisição de títulos públicos, de acordo com proporções determinadas pelo Banco Central. Em 28/01/99, por exemplo, o BC alterou o prazo mínimo de novas captações para 3 meses e autorizou aplicar 100% do capital em títulos públicos, inclusive títulos cambiais.

- 4- Commercial paper, Bonds e Notes: títulos lançados no exterior, nas seguintes modalidades: Commercial paper, Bônus, Fixed Rate Notes, Floating Rate Notes, Fixed Rate Certificates of Deposit e Floating Rate Certificates of Deposit, por meio de colocação pública ou privada, por empresas ou bancos estabelecidos no país.

*Tabela C.2.2 – Empréstimos em Moeda - Captações Totais – Dados Anuais (US\$ mi):*

	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Comunicado Firce nº 10</i>	1.051	2.172	2.621	5.251	9.548
<i>Resolução 63</i>	201	817	376	1.202	3.262
<i>Resolução 2148 (“63 caipira”)</i>	-	1.008	4.866	7.844	9.009
<i>Commercial Paper, Bonds e Notes</i>	6.129	10.086	18.672	20.899	26.619
<i>Outros*</i>	1.361	1.800	1.534	342	534
<b>TOTAL</b>	<b>8.742</b>	<b>15.883</b>	<b>28.069</b>	<b>35.538</b>	<b>48.972</b>

Fonte: Notas para Imprensa - Banco Central

\*Outros inclui Resolução 2170, Resolução 2312 e Export Securities.

A conta de Financiamentos não traz os “dados abertos”, mas sabe-se que a maior parte dos recursos captados via financiamentos correspondem àqueles oriundos de linhas comerciais, principalmente financiamento de importações. Os financiamentos são normalmente recursos com prazo médio superior a um ano (daí serem considerados financiamentos e não empréstimos, que geralmente possuem prazos inferiores a um ano). Assim, podem ser considerados como capitais de médio prazo, cujas saídas são programáveis pelo governo, o que não gera surpresas desagradáveis nos casos de hiatos de credibilidade ou deterioração de expectativas. O grande problema associado a estes eventos é que, quando ocorrem, resultam no fechamento destas linhas de crédito mais saudáveis, ou seja, de prazos mais longos, o que prejudica o financiamento de nossas contas externas e aumenta a vulnerabilidade externa do país. Um exemplo bastante atual foi o fechamento das linhas de comércio no início de 1999, dada a deterioração da credibilidade do governo no exterior, fato que motivou os membros da equipe econômica a realizarem um “road show” junto aos bancos internacionais solicitando a manutenção

destas linhas. Os recursos captados via Financiamentos merecem destaque pois apresentaram crescimento expressivo após 1994.

*Tabela C.2.3 – Captações Totais via Financiamentos – Dados Anuais (US\$ bi):*

	<i>Captações Totais</i>	<i>Captações Líquidas*</i>
1994	4,3	-
1995	4,6	+0,3
1996	6,8	+2,2
1997	19,8	+13,0
1998	19,3	-0,5
<b>TOTAL</b>	<b>54,8</b>	<b>15,0</b>

Fonte: Notas para Imprensa - Banco Central

\* *Captações Líquidas*: assumindo que o prazo médio dos financiamentos seja de 1 ano (o que é bastante razoável), a cada ano deve-se pagar o que foi captado no ano anterior, ou seja, deve-se rolar os financiamentos; as captações líquidas mostram as novas linhas comerciais abertas, ou seja, a diferença entre as rolagens “previstas” e as captações totais.

Como podemos observar, após 1994 conseguimos captar US\$ 15,0 bilhões em linhas comerciais novas, o que significa que, em tese, todas as linhas foram “roladas” e houve um aumento nas captações em US\$ 15,0 bilhões, o que inegavelmente contribui para melhorar o perfil de financiamento de nosso déficit externo.

### *c) Empréstimos Compensatórios:*

Corresponde aos recursos provenientes de organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI). Nesta conta são contabilizados os recursos advindos de empréstimos de ajuda financeira, normalmente de médio e longo prazos e cuja contrapartida são normas ou metas de política econômica previamente acordadas que deverão ser cumpridas. Os empréstimos compensatórios geralmente fazem parte de programas de desembolso sistemático de capitais, de acordo com o nível de cumprimento das exigências acordadas com o organismo financiador (por exemplo, o FMI). Note que os recursos provenientes do BIRD ou do Banco Mundial são contabilizados em “empréstimos em moeda”, pois constituem operações de captação junto a bancos

estrangeiros, e portanto possuem prazos de pagamento e garantias comuns a qualquer tipo de empréstimo, bem como taxas de juros de mercado, fato que não necessariamente ocorre quando trata-se de empréstimos compensatórios, de pacotes de ajuda financeira.

Todavia, os capitais advindos desta rubrica atestam evidentemente dificuldades de liquidez ou mesmo crises de financiamento do Balanço de Pagamentos, uma vez que os governos devem utilizar essa prerrogativa apenas em casos de necessidade. Assim, não deverá fazer parte de nossa análise posterior a respeito da qualidade das entradas de capital que financiaram o déficit em transações correntes a partir de 1994, visto que não se constitui numa forma “convencional” de financiamento do Balanço de Pagamentos.

### *C3.) PERFIL DOS INGRESSOS DE CAPITAL*

Através de algumas premissas a respeito do prazo médio de permanência dos capitais no país, de acordo com a natureza dos ingressos (já anteriormente explicados), procederemos ao cálculo do perfil dos entradas de capital no período de 1994 a 1998. O prazo médio dos ingressos nos será útil como medida numérica da vulnerabilidade externa do Brasil, visto que deverá ser confrontado com a necessidade anual de financiamento externo do país. Finalmente, será útil no entendimento do desfecho, em janeiro último, do regime cambial, que acabou migrando para um regime de taxas flexíveis, por força das pressões pela desvalorização da moeda.

### C3.1) *PREMISSAS*

Para efeitos de cálculo, adotaremos as seguintes premissas quanto às ponderações dos ingressos de acordo com seus prazos de permanência no país.

Investimentos Diretos: dado que correspondem a investimentos de longo prazo, podemos considerar que o capital dificilmente será retirado do país de maneira brusca e que, portanto, correspondem a investimentos com horizonte superior a 1 ano. Contudo, para utilização no nosso cálculo, fomos obrigados a assumir um prazo mínimo de recuperação do capital adequado às condições da economia brasileira. Baseando-se no método sugerido pelo prof. James C. Baker<sup>2</sup>, que parte da classificação de risco soberano realizada e divulgada periodicamente pela revista *Euromoney*, assumiremos 5 anos (60 meses) como prazo médio de recuperação do capital, que corresponde a uma taxa de retorno sobre o capital investido de 20% ao ano, em média.

Na classificação da revista *Euromoney* de setembro de 1998, o Brasil ocupa a 73ª colocação, dentre os 180 países listados, cuja nota máxima é 100. Os critérios utilizados pela revista, bem como suas respectivas ponderações são apresentados a seguir:

- a) performance econômica – nota máxima: 25. Brasil: 13,38.
- b) risco político – nota máxima: 25. Brasil: 11,69.
- c) indicadores de endividamento - nota máxima: 10. Brasil: 1,43.
- d) dívidas em *default* ou reescaladas - nota máxima: 10. Brasil: 0,02.
- e) classificação de crédito - nota máxima: 10. Brasil: 1,91.
- f) acesso a financiamento bancário - nota máxima: 5. Brasil: 1,70.
- g) acesso a financiamento de curto prazo - nota máxima: 5. Brasil: 1,55.
- h) acesso ao mercado de capitais - nota máxima: 5. Brasil: 2,83.
- i) desconto por penalidades - nota máxima: 5. Brasil: 1,42.

Assim, se somarmos os *scores* do Brasil, obteremos 35,94 pontos, em 100 possíveis, o que nos confere a 73ª posição no ranking.

A metodologia aplicada para o cálculo do retorno mínimo esperado para os investimentos diretos estrangeiros atribui 20% a.a. como taxa de retorno mínima

---

<sup>2</sup> Baker, James C. – *International Finance: Management, Markets and Institutions* – pág. 127-130 - Prentice-Hall, 1998.



requerida para os investimentos no país último colocado do ranking da *Euromoney*, acima da taxa de juros internacional compatível com o nível de risco do país, que é normalmente dada pelas emissões soberanas deste país no mercado internacional de títulos.

No caso brasileiro, as últimas colocações apontaram para uma remuneração de 11,65% a.a.. Devido a sua colocação no ranking da *Euromoney*, por regra de três simples, concluímos que o prêmio a ser requerido pelo investidor no Brasil será de aproximadamente 8,1% ( $73 \cdot 20\% / 180$ ) acima da taxa de juros paga pelo Brasil internacionalmente. Isso implica numa remuneração mínima de aproximadamente 20% ao ano, para os investimentos diretos estrangeiros no Brasil, ou 5 anos de prazo mínimo para recuperação do capital investido.

Investimentos em Portfolio: dado que correspondem a capitais bastante voláteis, podemos considerar o prazo médio de permanência como igual a 1 mês, visto que esses capitais podem sair do país a qualquer momento, sem nenhum tipo de aviso prévio.

Fundos de Investimento de Renda Fixa – Capital Estrangeiro: a exemplo do anterior, estes capitais também têm liberdade de entrada e saída, sem qualquer tipo de restrição. Portanto, consideraremos como de prazo médio igual a 1 mês.

Comunicado Firce nº 10: como já explicado anteriormente, correspondem a operações semelhantes às captações de financiamentos e, portanto, podemos assumir prazos médios equivalentes, ou seja, 6 meses (ver explicações em “Financiamentos”).

Resolução 63: correspondem a captações cujos prazos são regulamentados pelo Banco Central; nos últimos anos, salvo algumas pequenas alterações, permaneceu praticamente igual a 12 meses para novas captações e 6 meses, no mínimo, para renovações.

Resolução 2148: a exemplo do anterior, possui seus prazos regulamentados pelo BC. Ultimamente, o BC alterou constantemente os prazos mínimos para as captações, bem como os instrumentos nos quais este capital poderia ser aplicado (proporção de empréstimos rurais *versus* títulos públicos), utilizando-o como um instrumento importante de incentivo aos ingressos de capital estrangeiro. Durante 1995 e 1996, o prazo mínimo se manteve em 12 meses para novas captações e 6 meses para renovações. Em 1997 e 1998, na maioria dos meses destes anos, dada a necessidade de atrair capitais,



o BC reduziu os prazos para respectivamente 6 (novas captações) e 3 meses (renovações). Para nossos cálculos, utilizaremos os prazos mínimos para novas captações.

Commercial Paper, Bonds e Notes: essas captações, com emissões de títulos no exterior, possuíram, de acordo com o Cronograma de Lançamentos de Eurobônus da ANBID, que inclui as principais emissões privadas do país, os seguintes prazos médios (ponderados pelo valor emitido a cada ano):

**1994** – 21,6 meses ou 1,80 anos;

**1995** – 22,8 meses ou 1,90 anos;

**1996** – 56,4 meses ou 4,70 anos;

**1997** – 73,8 meses ou 6,15 anos;

**1998** – 30,2 meses ou 2,52 anos (até outubro de 1998);

Financiamentos: os financiamentos, por serem representados na maior parte por linhas de crédito comerciais, apresentam prazo médio aproximado de 6 meses, ou 180 dias, que corresponde aos prazos de financiamento internacionais para importações conseguidos pelas empresas brasileiras ultimamente, isto é, quando há linhas disponíveis. Assim consideraremos 6 meses como prazo médio de permanência destes capitais.

Empréstimos compensatórios: como já foi anteriormente ressaltado, esses capitais não serão considerados no cálculo pois correspondem a linhas de empréstimos de emergência e, portanto, formas pouco convencionais de financiamento.

Assim, utilizando-se das premissas descritas acima, calculou-se o prazo médio das entradas de capital no país, de 1994 a 1998. Veja os resultados na tabela a seguir:

*Tabela C.3.1 – Prazo Médio Calculado das Entradas de Capital – Dados Anuais*

	<i>Prazo Médio das Entradas de Capital (em meses)</i>	<i>Total de Entradas (US\$ bi)*</i>
1994	14,4	20,0
1995	18,7	25,4
1996	35,6	48,7
1997	35,9	76,2
1998	28,7	91,5
<b>TOTAL</b>	<b>30,0</b>	<b>261,8</b>

\* Inclui apenas as rubricas listadas anteriormente; não inclui a rubrica “outros”;

## D) CONCLUSÕES FINAIS

Algumas considerações devem ser feitas a respeito dos resultados obtidos. Inicialmente, fica claro que o volume de captações brasileiras se elevou significativamente após o Plano Real, fato que atesta a nova imagem do país perante a comunidade financeira internacional. Em segundo lugar, o prazo médio dos ingressos de capital também aumentou, mas sofreu uma redução como consequência das crises financeiras internacionais do final 1997 e ao longo de 1998. Concomitantemente, assistimos à elevação do nosso déficit em transações correntes, que chegou a atingir mais de 4,3% do PIB em dezembro de 1998 (dados acumulados 12 meses). Contudo, ao analisarmos os números, podemos concluir que a evolução destes demonstra que o déficit em transações correntes poderia ser facilmente financiado, em situações de liquidez internacional abundante, como a que vivemos até julho de 1997 (pré crise asiática), o que nos daria tempo para consolidarmos outras reformas estruturais internas, como o ajuste do setor público e a própria correção da sobrevalorização cambial. Tudo isto, naquele cenário pré crise, poderia ser feito lentamente, sem solavancos ou mudanças abruptas na condução da política macroeconômica.

Todavia, o cenário esperado não se concretizou e, ao que tudo indica, demonstrou o despreparo do governo. A crise de restrição internacional de liquidez nos forçou a contrair significativamente a política monetária, na tentativa de atrair capitais de curto prazo para propiciar o financiamento das amortizações programadas, fruto de captações anteriores, e do próprio resultado em conta corrente. A perda de reservas foi inevitável e se tornou insustentável: o desfecho todos conhecem, a ruptura do “regime” cambial em janeiro de 1999.

A contração da política monetária como forma de atrair capitais de curto prazo nos colocou num círculo vicioso que dificilmente seria quebrado sem a adoção de medidas drásticas, que significassem algum tipo de ruptura. A crise asiática ocorreu num momento em que o setor público possuía uma dívida interna da ordem de R\$ 280 bilhões (34% do PIB), um déficit em transações correntes de 3,9% do PIB e um déficit nominal de 4,8% do PIB. Um quadro eminentemente de fundamentos vulneráveis, que vieram à tona após a “quebradeira” asiática. A contração da política monetária (taxas de juros

básicas – CDI – atingiram 46% a.a. em Out/97), bem como o pacote de ajuste fiscal de novembro de 1997 forma os paliativos utilizados pelo governo para tentar prolongar a vida do modelo econômico brasileiro. Contudo a elevação da taxa interna de juros fez explodir as despesas públicas com juros, tornando o pagamento da dívida pública duvidoso. E o chamado “pacote 51”, que trazia 51 medidas de combate ao déficit orçamentário, foi praticamente esquecido no âmbito dos cortes de despesas, comprometendo a credibilidade do Brasil no exterior. Ao que os fatos apontam, o ajuste fiscal foi “esquecido” devido ao período de calmaria internacional, do início de 1998, quando os fluxos de capitais para emergentes se restabeleceram prontamente. Além disso, 1998 era ano eleitoral no Brasil, algo que motiva os governos a gastarem mais.

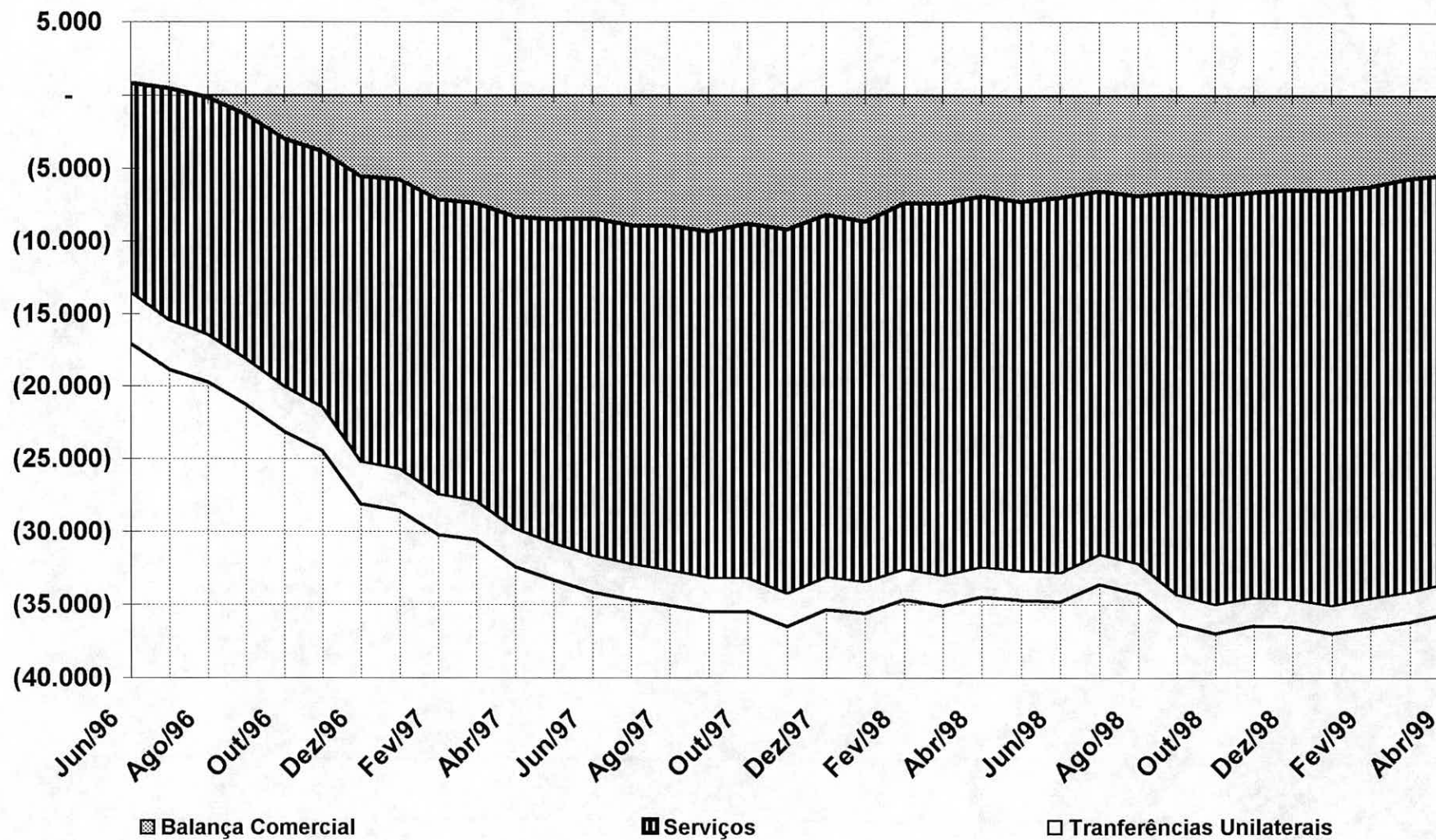
Todavia, assistimos a uma nova crise internacional, desta vez na Rússia, e estávamos novamente vulneráveis, agora com a credibilidade totalmente arranhada: o déficit público havia se elevado (atingindo 7,8% do PIB, no conceito nominal), a dívida pública de curto prazo inspirava receios quanto ao seu pagamento e o montante total desta dívida remontava a R\$ 356 bilhões (39% do PIB). O governo novamente contraiu a política monetária e anunciou novo pacote de ajuste fiscal. Tudo em vão. Os capitais continuaram a deixar o país, a dívida pública aumentou, o déficit orçamentário também, e assim também ocorreu com o resultado em transações correntes. Sem falar no custo social que essas medidas contracionistas representaram. O FMI tentou socorrer o modelo: anunciou um vultoso pacote de ajuda financeira, da ordem de US\$ 45 bilhões, na tentativa de restabelecer a confiança internacional no país, além do governo ter assumido compromissos de metas fiscais, de superávits primários, de déficits nominais, de relação percentual dívida pública / PIB. Nada disso adiantou. A vulnerabilidade externa, que já era grande, poderia aumentar e se tornar insustentável se o governo não adotasse medidas de ruptura na condução do modelo econômico. O ponto mais grave era, sem dúvida, naquele instante, o câmbio. O regime cambial deveria ser alterado como forma de preservar o que ainda restava de nossas reservas internacionais, que encolheram mais de US\$ 35 bilhões (em termos líquidos) de Ago/98 (crise da Rússia) a Jan/99 (crise do Brasil).

Finalmente, deve-se destacar que o novo regime de câmbio flutuante concede maior liberdade para a condução da política monetária. Contudo, as incertezas agora

residem, principalmente, no comportamento da taxa de inflação ao longo de 1999. Os compromissos de ajuste do setor público, a maior fonte de risco para a economia brasileira, também não podem ser esquecidos em hipótese alguma. O crescimento sustentado só virá com a eficiência do setor público, implicando em austeridade fiscal e monetária.

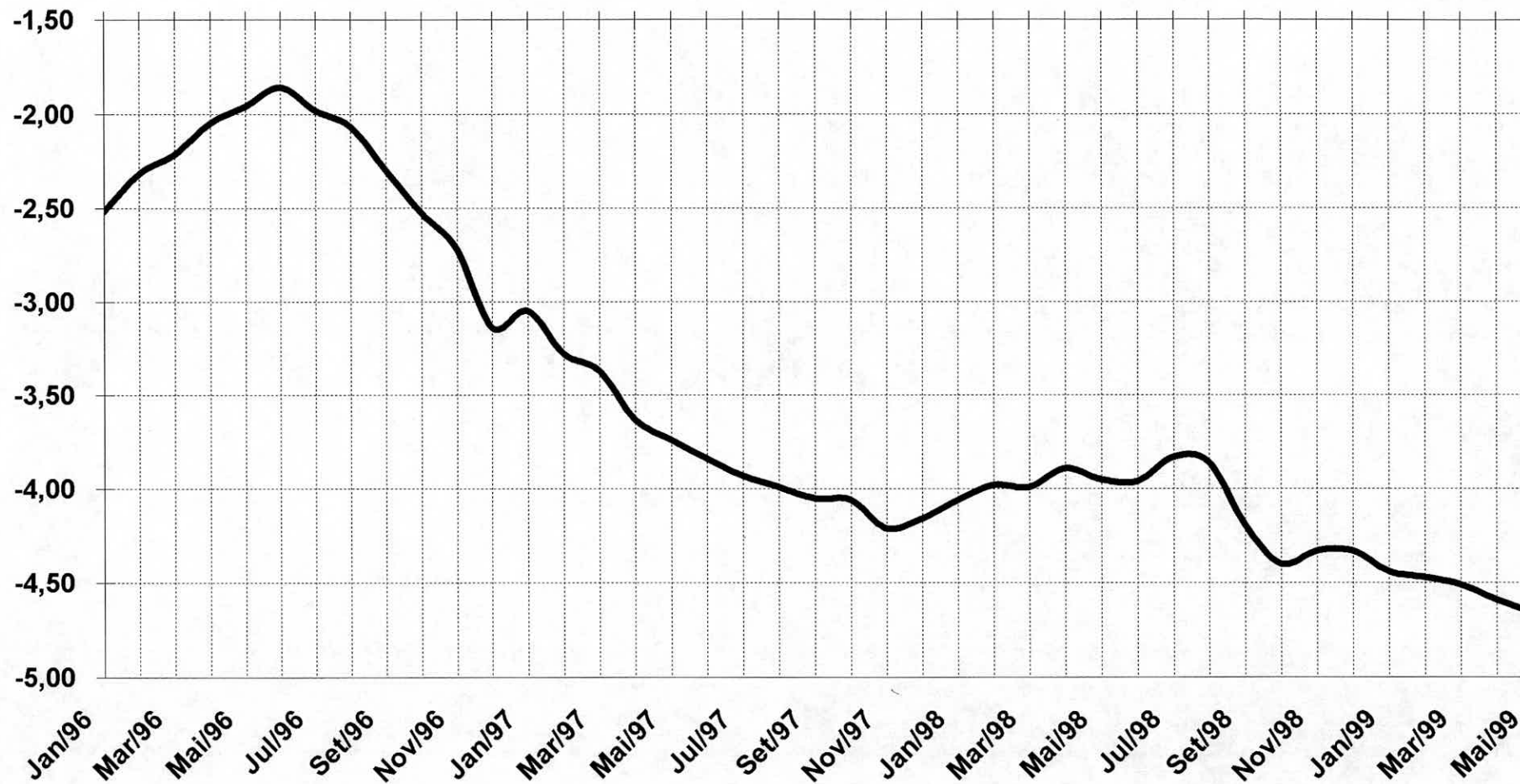
**E) ANEXOS**

### Déficit em Transações Correntes - US\$ mi (dados acumulados 12 meses)

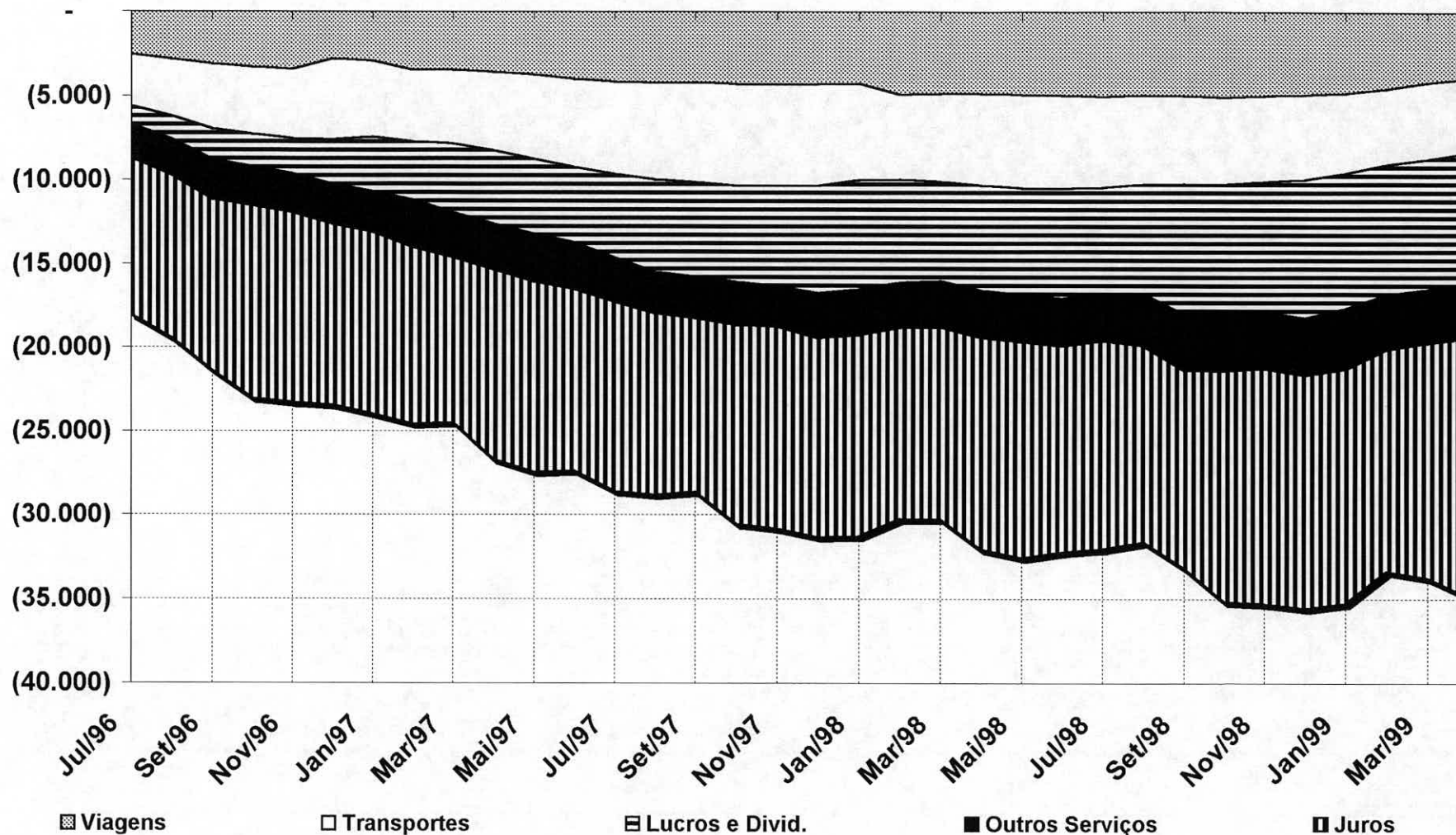




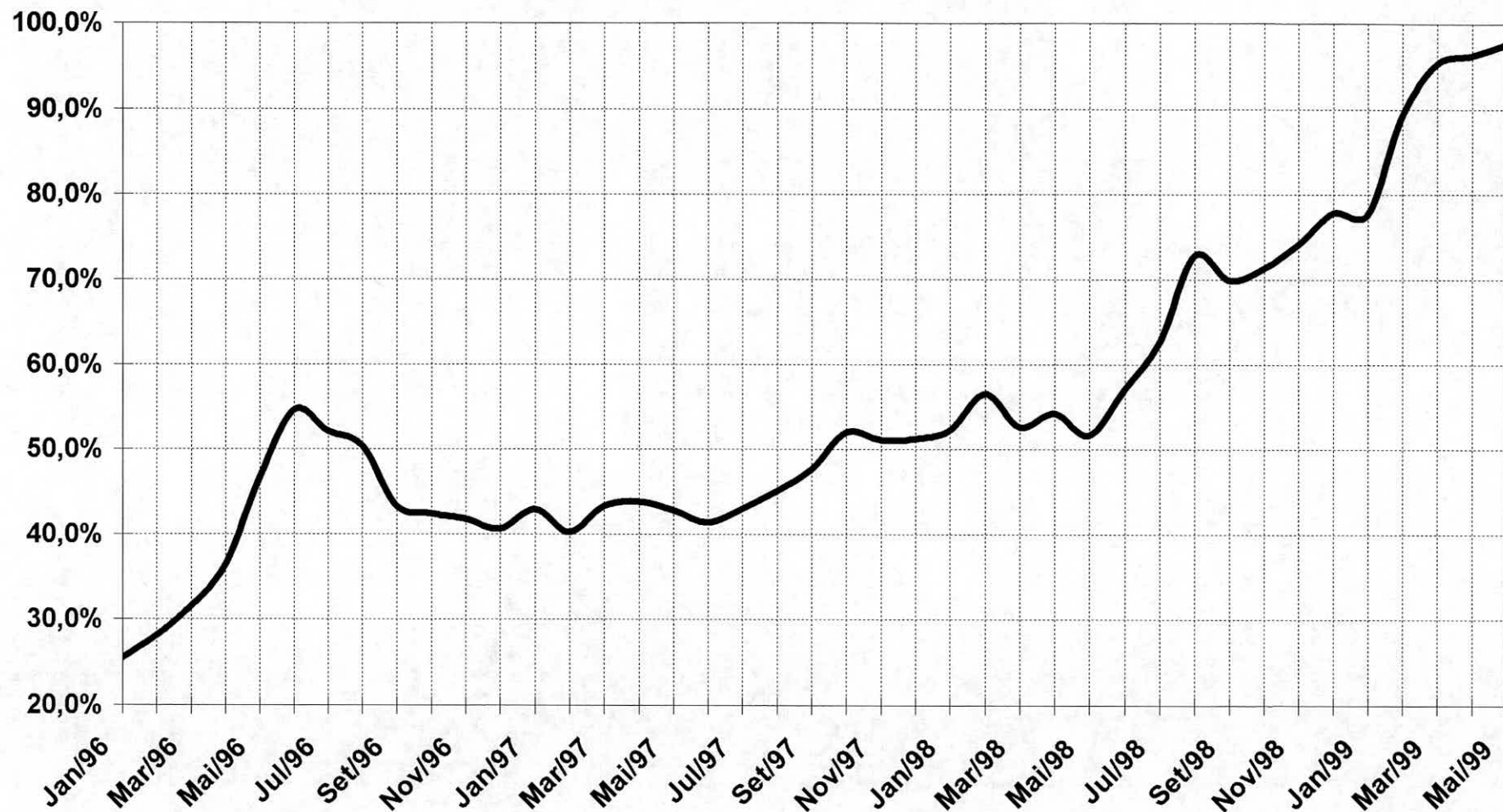
### Déficit em Transações Correntes - % do PIB (dados acumulados 12 meses)



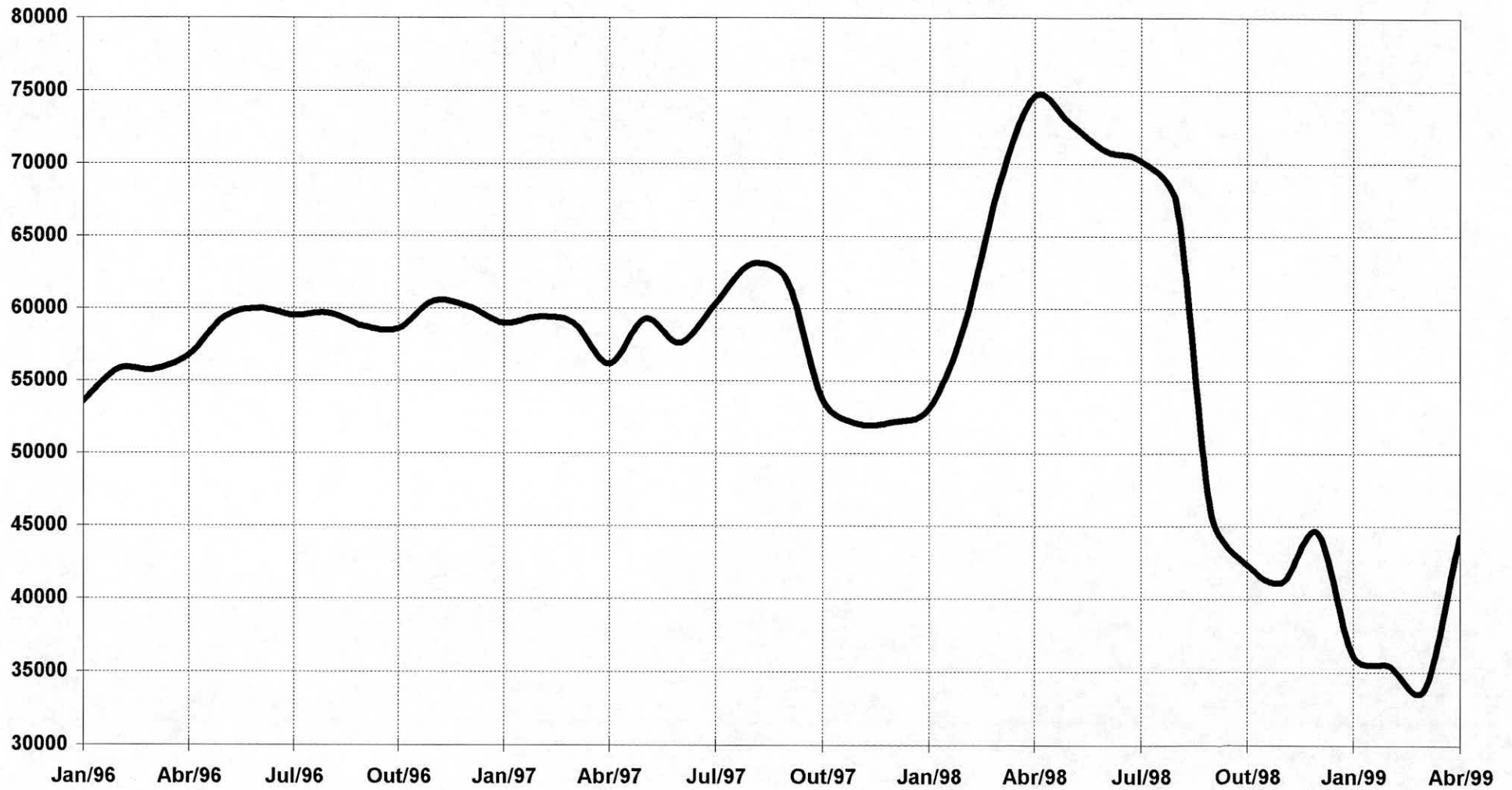
## Balanço de Serviços - US\$ mi (dados acumulados 12 meses)



## Investimentos Diretos / Déficit em Transações Correntes (dados acumulados 12 meses)



## Reservas Internacionais - US\$ mi



## F) BIBLIOGRAFIA

- 1) SACHS & LARRAIN - *Macroeconomia* – Makron Books, 1995.
- 2) SIMONSEN, M. H. e CYSNE, R. P. – *Macroeconomia* - 2ª edição – Ed. Atlas, 1996.
- 3) BAKER, JAMES C. – *International Finance: Management, Markets and Institutions* – pág. 127-130 - Prentice-Hall, 1998.
- 4) *Relatórios do Banco Central do Brasil: Notas para Imprensa e Sumários Estatísticos (www.bcb.gov.br)*.
- 5) *Revista da ANBID* – Jan/95; Jan/96; Jan/97; Jan/98; Out/98.